

Documento elaborado por
Grupo de Expertos para
evaluar la actividad de los
Proxy Advisors en relación
con los emisores españoles

Respuesta al DP – ESMA

16 de Abril - 2012

INDICE

1	DESCRIPCIÓN DEL MERCADO Y DE LA ACTIVIDAD DE LOS PROXY ADVISORS	1
1.1	Tipos de servicios prestados a los inversores institucionales y principales operadores en el mercado internacional	1
1.2	Actividad relativa a emisores españoles. Influencia de las recomendaciones en los emisores españoles	7
2	OPERATIVA SEGUIDA POR LOS PROXY ADVISORS	11
2.1	Sistema de trabajo en su relación con los emisores españoles. Breve descripción	11
2.2	Principales tendencias en materia de gobierno corporativo seguidas en sus recomendaciones: EEUU, UK, Europa continental. Consideración del marco regulatorio del país de los inversores	11
2.3	Ausencia de riesgo y responsabilidad	13
3	CUESTIONES PLANTEADAS POR LA OPERATIVA SEGUIDA POR LOS PROXY ADVISORS EN ESPAÑA	15
3.1	Calidad técnica del asesoramiento ofrecido por los proxy advisors. Coherencia de las recomendaciones entre los distintos proxy advisors y en relación con los distintos emisores	15
3.2	Conflictos de intereses y medidas de prevención	16
3.3	Transparencia en sus recomendaciones y en su actividad y relación con los emisores	17
3.4	Divergencia entre los criterios seguidos en sus recomendaciones, las mejores prácticas aceptadas internacionalmente, y la legislación y recomendaciones de gobierno corporativo aplicables a los emisores españoles	18
4	VALORACIÓN DEL IMPACTO DE LA ACTIVIDAD DE LOS PROXY ADVISORS SOBRE EL GOBIERNO CORPORATIVO DE LOS EMISORES ESPAÑOLES	19
4.1	Impacto de la actividad de los proxy advisors en las Juntas Generales de Accionistas de sociedades cotizadas españolas	20
4.2	Funcionamiento de la actividad de los proxy advisors en las Juntas Generales de Accionistas de sociedades cotizadas españolas	21
5	POSIBLES ALTERNATIVAS Y OPCIONES REGULATORIAS EN RELACIÓN CON LOS PROXY ADVISORS	24
5.1	Precedentes internacionales	24
5.2	Opciones. Descripción	24
5.3	Valoración de las anteriores alternativas. Ventajas e inconvenientes de la adopción de cada una	28
5.4	Conclusiones	34
ANEXO I		
FICHAS DE LOS PROXY ADVISORS MÁS RELEVANTES		39
ANEXO II		
Composición del Grupo de Expertos		44

1 DESCRIPCIÓN DEL MERCADO Y DE LA ACTIVIDAD DE LOS PROXY ADVISORS

1.1 Tipos de servicios prestados a los inversores institucionales y principales operadores en el mercado internacional

1.1.1 Antecedentes: el concepto de proxy advisor

Los *proxy advisors* son 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.

Para comprender el concepto de *proxy advisor* es imprescindible apuntar dos consideraciones relacionadas con el contexto en el que se ha desarrollado la demanda de este tipo de servicios. Por un lado, la figura de los inversores institucionales y la forma en la que estos llevan a cabo su actividad y, por otro, el desarrollo de sus deberes fiduciarios frente a sus partícipes últimos en relación con el ejercicio del derecho de voto.

(i) Los inversores institucionales y su cartera de inversión.

En términos generales, se entiende por inversores institucionales aquellos que canalizan la inversión de una pluralidad de personas, asumiendo la gestión de las inversiones. A estos efectos, se consideran inversores institucionales los fondos de pensiones, las instituciones de inversión colectiva, las entidades aseguradoras, las entidades de crédito o las sociedades de valores, que realizan habitual y profesionalmente inversiones en valores negociables.

Dependiendo de sus políticas y objetivos de inversión, los inversores institucionales pretenden maximizar la rentabilidad de su inversión, buscando a la vez preservar la mayor liquidez posible y la diversificación del riesgo. Estos dos últimos requisitos, la liquidez y la diversificación del riesgo, añaden unas características muy especiales a su forma de actuación.

Por una parte, para preservar la liquidez de su inversión, los inversores institucionales invierten en sociedades cotizadas en porcentajes que normalmente no son significativos. Con ello tratan de evitar que su eventual desinversión implique una pérdida en el valor de la acción que en la práctica perjudicaría la liquidez de su participación. Además, la obligatoriedad de que las instituciones de inversión colectiva y los fondos de pensiones atiendan en todo momento las órdenes de suscripción, reembolso o movilización no sólo exige una elevada liquidez de las inversiones realizadas por estos vehículos sino que, además, suele impedir a sus gestoras diseñar una estrategia a medio o largo plazo de permanencia en los emisores y de involucración en su proceso de toma de decisiones.

En España, tanto la normativa aplicable a las instituciones de inversión colectiva como a los fondos de pensiones prohíbe que, como consecuencia de las inversiones realizadas, estos vehículos, individualmente considerados, o sus gestoras, por la totalidad de instituciones de inversión colectiva y/o fondos de pensiones gestionados, puedan llegar a tener, no sólo el

control, directo o indirecto, en las entidades en las que invierten, sino incluso una influencia notable en dichos emisores¹.

Por otra parte, con el objeto de diversificar el riesgo, su cartera de sociedades participadas suele ser muy variada, tanto en lo que se refiere a sectores de actividad como a áreas geográficas.

Todo lo anterior hace que, en la mayoría de los casos, la cartera de inversiones de los inversores institucionales esté formada por un número muy significativo de sociedades cotizadas pertenecientes a sectores y a ámbitos geográficos diversos.

- (ii) El ejercicio del derecho de voto como parte de los deberes fiduciarios de los inversores institucionales

Debido a las características de la cartera de inversión de los inversores institucionales (participación poco significativa en un gran número de sociedades), el ejercicio de los derechos de voto que sus participaciones les conferían era entendida como una actividad compleja y poco provechosa, que conducía la mayoría de las veces simplemente a no votar, votar sistemáticamente a favor de las propuestas de acuerdo del consejo de administración o, a lo sumo, vender sus acciones y abandonar el accionariado (lo que la doctrina anglosajona denomina, gráficamente, la práctica de “votar con los pies”).

Con el transcurso del tiempo, la participación de los inversores institucionales ha ido ganando protagonismo en el accionariado de las sociedades cotizadas. Aunque el porcentaje de participación de cada uno de ellos, aisladamente considerado, sigue siendo, por las razones antes expuestas, poco significativo, el porcentaje agregado del conjunto de los inversores institucionales se va configurando cada vez más como un bloque accionarial con una influencia notable y, en muchos casos, decisiva.

Esta situación llamó la atención de los reguladores, que establecieron que el ejercicio del derecho de voto formaba parte de los deberes fiduciarios de los inversores institucionales frente a sus partícipes y que, por tanto, éste debía ejercerse de forma diligente, cuando dicho ejercicio resultara en beneficio y en el interés de aquéllos:

- a) En Estados Unidos, la *Securities Exchange Commission* (SEC) impuso en 2003 la obligación a los fondos de inversión de adoptar políticas y procedimientos que garantizaran que ejercían su derecho de voto en defensa de los intereses de sus accionistas y clientes². En el mismo sentido, las autoridades federales de Estados Unidos han interpretado que los fondos de pensiones tienen obligaciones similares³: *“The fiduciary act of managing plan assets that are shares of corporate stock includes the voting of proxies appertenant to those shares of stock”*.

¹ Artículos 37.c) y 38.4 del Reglamento de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, y artículos 70.9.a) y 72.g) del Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones, aprobado por el Real Decreto 304/2004, de 20 de febrero.

² Ver la norma *Disclosure of Proxy Voting Policies and Proxy Voting Records by Registered Management Investment Companies*, disponible en <http://www.sec.gov/rules/final/33-8188.htm>.

³ Ver el documento *Interpretive bulletin relating to written statements of investment policy, including proxy voting policy or guidelines*, disponible en http://www.access.gpo.gov/nara/cfr/waisidx_02/29cfr2509_02.html.

Este marco regulatorio se encuentra en proceso de revisión en la actualidad⁴.

- b) En Europa, la Comisión Europea aprobó la Directiva 2010/43/UE de la Comisión, de 1 de julio de 2010, por la que se establecen disposiciones de aplicación de la Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que atañe a los requisitos de organización, los conflictos de intereses, la conducta empresarial, la gestión de riesgos y el contenido de los acuerdos celebrados entre depositarios y sociedades de gestión. En el artículo 21 de dicha Directiva se exige a las sociedades de gestión la elaboración de estrategias para determinar, en beneficio exclusivo de las instituciones de inversión colectiva, los supuestos en los que hayan de ejercerse los derechos de voto adscritos a los instrumentos incluidos en las carteras gestionadas, incluyendo los procedimientos para: (i) efectuar el seguimiento de los hechos empresariales que sean pertinentes; (ii) garantizar que, en caso de ejercicio de los derechos de voto, éste se adecúe a los objetivos y a la política de inversión de las instituciones de inversión colectiva consideradas; y (iii) prevenir y, en su caso, gestionar cualquier conflicto de intereses que pueda surgir en caso de que se ejerciten los derechos de voto.

Asimismo, la Directiva contempla expresamente la posibilidad de considerar, en determinados supuestos (entre los que destacan el volumen y estabilidad de la participación en los distintos emisores), el no ejercicio de los derechos de voto de las instituciones de inversión colectiva como una medida adoptada en beneficio exclusivo de éstas (Considerando 16).

- c) En el Reino Unido, el *UK Stewardship Code*, publicado por el *Financial Reporting Council* (órgano regulador en el Reino Unido con competencia en materia de gobierno corporativo) en julio de 2010, contiene algunos principios y directrices dirigidos a los inversores institucionales, incluyendo la recomendación de publicar si reciben los servicios de algún *proxy advisor* o algún otro asesor y el modo en que se utilizan dichos servicios y establece, en su sexto principio, para aquellos inversores institucionales que se adhieran al mismo, el deber de informar sobre cómo ejercitan su derecho de voto en las sociedades en las que participan y con arreglo a qué políticas de voto (*"Institutional investors should have a clear policy on voting and disclosure of voting activity"*)⁵.

El *UK Stewardship Code* se entiende como un complemento al Código de gobierno corporativo y se sujeta también al principio "cumplir o explicar". El *Financial Reporting Council* publica en su página web un listado de las organizaciones que se han adherido al código, que incluye a *proxy advisors*.

- d) En Francia, de conformidad con el artículo L.533-22 del Código Monetario y Financiero, las compañías de gestión de activos deben ejercitar los derechos de voto que correspondan a las acciones bajo su gestión en interés de los beneficiarios

⁴ La SEC ha publicado un *Concept release on the U.S. proxy system*, que sigue en la actualidad abierto a comentarios, relativo a varios aspectos del sistema de *proxy* estadounidense.

⁵ El cumplimiento del *UK Stewardship Code* se plasma, en ocasiones, en que los inversores institucionales indiquen con qué *proxy advisor* colaboran al efecto de dar cumplimiento al sexto principio (ver, por ejemplo, Santander Asset Management UK, en <http://www.santanderam.co.uk/> en referencia a PIRC; o Schoders, en <http://www.schroders.com>, en referencia a ISS).

últimos e informar a la AMF (*Autorité des Marchés Financiers*) sobre el ejercicio de los derechos de voto, o explicar las razones cuando no se ejerciten.

En el marco de lo anterior, la AMF ha formulado una recomendación no vinculante (*Recommandation AMF n° 2011-06 sur les agences de conseil en vote*) dirigida específicamente a las agencias de *proxy advising*, de acuerdo con la cual:

- (i) las políticas de voto de los *proxy advisors* deberían ser transparentes y estar publicadas en su página web;
 - (ii) los informes que emitan los *proxy advisors* deberían establecer claramente su opinión en relación con los asuntos que se vayan a presentar a las juntas generales de los emisores y proporcionar a los inversores y emisores las razones por las que la recomendación es positiva o negativa;
 - (iii) el borrador de informe debería entregarse al emisor para su revisión y comentarios o bien reflejar expresamente que esto no se ha hecho, explicando los motivos, y los comentarios del emisor deberían recogerse en el borrador definitivo; y
 - (iv) los *proxy advisors* deberían tener un código ético que incluya medidas razonables y apropiadas para prevenir conflictos de interés, así como publicar en sus informes los conflictos de interés potenciales que puedan tener con los emisores y las medidas aplicadas para gestionarlos.
- e) El *EFAMA Code for External Governance*, publicado por el *European Fund and Asset Management Association* en abril de 2011 establece la recomendación a los inversores institucionales de que informen sobre cómo ejercitan los derechos de voto pertenecientes a las acciones que gestionan y si contratan los servicios de algún *proxy advisor*. Este código es solo de aplicación a los gestores que voluntariamente se adhieran a él.
- f) En nuestro Derecho, la normativa de instituciones de inversión colectiva⁶ y de fondos de pensiones⁷ establece que (i) el ejercicio del derecho de voto es sólo obligatorio en determinados supuestos atendiendo a la relevancia cuantitativa y estable de la participación y que (ii) cuando se ejerza deberá realizarse en beneficio exclusivo de los partícipes.

⁶ El artículo 46.1.d) de la Ley 35/2003 de 4 de noviembre, establece en su artículo 81.1.i) la obligación de las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva de "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 que aquélla gestione, siempre que el emisor sea una sociedad española y que la participación de los fondos gestionados por la SGIC en la sociedad tuviera una antigüedad superior a 12 meses y siempre que dicha participación represente, al menos, el uno por ciento del capital de la sociedad participada". En la práctica, este umbral casi nunca se supera, como se desprende de los datos que figuran en el apartado 1.2.2.

⁷ En todo supuesto, y con independencia de la relevancia de la participación, los fondos de pensiones deben dejar constancia en su informe anual de gestión sobre la política general de voto. De conformidad con lo dispuesto en el artículo 69.6 del Reglamento de la Ley de Planes y Fondos de Pensiones, "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 con relevancia cuantitativa y carácter estable, especialmente el derecho de participación y voto en las juntas generales. Dichos derechos los ejercerá la comisión de control del fondo, directamente o a través de la entidad gestora, que seguirá las indicaciones de dicha comisión o lo dispuesto en las normas de funcionamiento del fondo. En cualquier caso, en el informe de gestión anual del fondo de pensiones se deberá dejar constancia de la política de la comisión de control del fondo, o en su caso de la entidad gestora, con relación al ejercicio de los derechos políticos inherentes a los valores integrados en el fondo de pensiones".

Asimismo, en ambos casos y con independencia de la relevancia de la participación, están obligados a disponer de una política expresa de ejercicio del derecho de voto y de informar sobre ella en la información pública que se remite a los inversores finales⁸. No hay referencia alguna a la utilización de los *proxy advisors*.

1.1.2 La demanda de los servicios de asesoramiento en el ejercicio del derecho de voto

La configuración de la cartera de sociedades participadas de los inversores institucionales, unido a la circunstancia fáctica adicional de que la gran mayoría de las juntas generales de accionistas de todas las sociedades cotizadas se concentran en una época del año determinada, hace que para que los inversores institucionales puedan cumplir con el deber de ejercer el derecho de voto de una forma adecuada deban emplear un número significativo de recursos. Con el objetivo de reducir estos recursos, surge la demanda de los servicios prestados por los *proxy advisors*.

En efecto, el que el número de inversores institucionales que participan en una misma sociedad suele ser elevado y que sus necesidades de asesoramiento son parecidas, como luego se verá, explica el hecho de que con la externalización de por lo menos parte del asesoramiento en los *proxy advisors* pueda lograrse un ahorro de costes significativo.

1.1.3 Tipos de servicios prestados a los inversores institucionales⁹

Los servicios prestados por los *proxy advisors* a los inversores institucionales pueden agruparse en dos grandes grupos:

- (i) Los servicios vinculados con el asesoramiento en relación con el ejercicio del derecho de voto por parte de los inversores institucionales en las juntas de accionistas de las sociedades emisoras. Dentro de este bloque cabe citar los siguientes:
 - a) La elaboración de informes dirigidos a los inversores institucionales que facilitan el ejercicio del voto en la junta general de accionistas de las sociedades en las que participan.
 - b) La emisión de recomendaciones de voto con carácter general para las propuestas de acuerdo en cada junta de accionistas, con arreglo a las directrices diseñadas por el propio *proxy advisor* o a las directrices propias del inversor institucional.
 - c) El análisis de la retribución de los consejeros ejecutivos y de los altos directivos y la emisión de los consiguientes informes o recomendaciones de voto.
 - d) El diseño de directrices de voto específicas para inversores institucionales.
- (ii) Otros servicios accesorios, que se han desarrollado entorno a los anteriores, de índole predominantemente técnica. En concreto, cabe citar:

⁸ Con independencia de la relevancia cuantitativa de la participación, el artículo 46.1.d) de la citada Ley 35/2003, establece que “*las sociedades gestoras deberán informar a los partícipes de su política en relación al ejercicio de los derechos políticos inherentes a los valores que integren la cartera del fondo, justificando bien el no ejercicio del derecho de voto o bien el sentido del mismo. Asimismo, deberán dejar constancia de dicha política en los documentos informativos que se determinen*”.

⁹ Los servicios descritos en este apartado reflejan los servicios anunciados en las páginas web de los principales *proxy advisors* (ISS, Glass Lewis y Egan-Jones Proxy Services).

- a) Servicios auxiliares para el ejercicio del derecho de voto: desarrollo de plataformas de software que facilitan el ejercicio del derecho de voto (las aplicaciones controlan que se asignen al inversor institucional todos los derechos de voto que le corresponden, según su número de acciones, que sus instrucciones de voto se emiten correctamente, que son conformes a sus políticas de voto, etc.).
- b) Servicios de alerta en caso de exceder los umbrales legalmente establecidos en materia de participaciones significativas.
- c) Servicios auxiliares para la custodia de valores con derecho de voto dirigidos a entidades depositarias de acciones.
- d) Servicios para coordinar acciones judiciales colectivas.
- e) Servicios de asesoramiento a entidades financieras en relación con acuerdos para la cesión temporal de derechos de voto (para alertar a las entidades financieras titulares de los derechos de voto en qué supuestos pueden estar interesadas en “recuperar” sus derechos de voto).
- f) Otros servicios de asesoramiento en materia de gobierno corporativo y la puesta a disposición de sus clientes de bases de datos con información histórica sobre votaciones, participación, etc.

Con carácter adicional, es necesario considerar los restantes servicios prestados por el grupo empresarial en el que, en su caso, se integra el *proxy advisor*. Así, por ejemplo, el grupo del que forma parte un importante *proxy advisor* comercializa herramientas de soporte de decisiones de inversión y, desde otra de sus sociedades, presta asesoramiento a sociedades emisoras en materia de gobierno corporativo. Otro de los más importantes *proxy advisors* es una sociedad controlada por un gran inversor institucional.

Finalmente, otro importante *proxy advisor* pertenece a una entidad de calificación crediticia.

Como puede observarse, los tres principales *proxy advisors*, a los que se ha hecho referencia, están integrados en grupos empresariales que operan en el ámbito de las inversiones o del asesoramiento a inversores y emisores, lo que puede ser una fuente potencial de conflictos de interés y de falta de imparcialidad en la emisión de recomendaciones de voto.

1.1.4 El mercado de los proxy advisors. Principales operadores

El mercado de los *proxy advisors* está altamente concentrado¹⁰. Un número reducido de operadores, Institutional Shareholder Services (“ISS”) y Glass, Lewis & Co (“Glass Lewis”) poseen una cuota muy significativa del conjunto del negocio. Según las fuentes disponibles¹¹, el primero tendría una cuota de mercado en Estados Unidos del 61% y el segundo del 37%.

¹⁰ Informe de la OCDE sobre “Corporate Governance and the Financial Crisis: Conclusions and emerging good practices to enhance implementation of the Principles”, párrafo 86. Disponible en <http://www.oecd.org/dataoecd/53/62/44679170.pdf>.

¹¹ BELINFANTI, T. *The Proxy Advisory and Corporate Governance Industry: The Case for Increased Oversight and Control*. Disponible en <http://ssrn.com/abstract=1557744>.

A mucha distancia les siguen Egan-Jones Proxy Services y Marco Consulting Group, con una cuota conjunta de mercado en Estados Unidos del 3%.

Las firmas más relevantes con sede en Europa son PIRC, Manifest e IVIS (en el Reino Unido), Proxinvest (en Francia) e Internet Voting Execution (IVOX) (en Alemania).

No existen datos fiables sobre la cuota de mercado de las firmas de *proxy advisor* europeas, aunque todas las fuentes consultadas apuntan a que la gran mayoría de los inversores institucionales más relevantes, de nacionalidad estadounidense, son asesorados por ISS o por Glass Lewis.

Se adjunta como anexo una ficha explicativa de cada uno de los principales *Proxy advisors*.

Las razones que pueden explicar la alta concentración en el sector son fundamentalmente tres:

- (i) En primer lugar, debido a las características del servicio, cuantos más informes o recomendaciones sobre un mismo emisor lleve a cabo un mismo *proxy advisor*, menores serán sus costes por la realización de dichos trabajos (en la medida en que el análisis, sino idéntico, es muy similar), permitiéndole repercutir el ahorro de costes en precio.
- (ii) En segundo lugar, y en relación con el punto anterior, un inversor institucional preferirá que todos los informes sean emitidos por un único o por un número reducido de *proxy advisors*, debido al coste que para el inversor institucional implica asegurarse de que las directrices del *proxy advisor* contratado sean conformes a las suyas.
- (iii) En tercer lugar, porque el inversor institucional puede buscar en ocasiones obtener una suerte de seguro de responsabilidad (o reputacional) al contratar el asesoramiento de determinados *proxy advisor*. Este efecto se magnifica si el *proxy advisor* contratado es uno de los asesores a su vez contratados por la mayoría de inversores institucionales.

De hecho, el único factor que juega en sentido contrario, i.e., a favor de una mayor dispersión del negocio, es el hecho de que los inversores institucionales suelen contratar a más de un *proxy advisor* para contrastar sus análisis o incrementar el efecto aseguramiento anteriormente mencionado. Ello puede explicar la existencia de un segundo *proxy advisor* global de tamaño significativo.

Además, los dos principales operadores han sido muy dinámicos en sus políticas de fusiones y adquisiciones, coadyuvando a mantener una alta concentración del sector. Así, IIS adquirió a *Investor Responsibility Research Center* (IRRC), su principal rival en EEUU y Glass, Lewis & Co. a Proxy Governance Inc.

1.2 Actividad relativa a emisores españoles. Influencia de las recomendaciones en los emisores españoles

No existen datos fiables sobre el grado seguimiento de los emisores españoles por los *proxy advisors*. Los medios de comunicación en contadas ocasiones los mencionan¹², si bien existen indicios¹³ de que las principales empresas del IBEX 35 son seguidas por *proxy advisors*.

¹² Ver noticia publicada el 12 de abril de 2008 en *Cinco Días*, "Operación sobre la mesa", en la que se refieren a las recomendaciones de voto emitidas, en relación con la junta general de accionistas de Iberdrola, S.A., por ISS, Glass Lewis, Ivox y Manifest: "Estas

En este sentido, al tratar de analizar la influencia de los *proxy advisors* en los emisores españoles, surgen dos cuestiones que complican el análisis. En primer lugar, con carácter general, es difícil determinar con certeza el grado de influencia de dichas recomendaciones en el voto que finalmente emiten los inversores institucionales. En segundo lugar, específicamente en el caso español, como veremos, el menor peso de los inversores institucionales en el mercado bursátil, si se compara con otros países en los que los *proxy advisors* operan, hace todavía más difícil poder afirmar con rotundidad la existencia de dicha influencia.

1.2.1 Sobre la correlación entre la recomendación de voto y el voto finalmente emitido por el inversor institucional

Como se ha mencionado, tratar de medir la influencia de las recomendaciones de voto formuladas por los *proxy advisors* en las decisiones adoptadas por los inversores institucionales es complejo.

Por una parte, porque existen varios “grados” de influencia: si la opinión del *proxy advisor* coadyuva a la formación de la opinión del inversor institucional o si la opinión del primero determina automáticamente la del segundo.

Por otro lado, porque es difícil determinar en la práctica en qué medida el inversor institucional hubiera emitido, o no, el mismo voto si la recomendación hubiera sido otra y hasta qué punto el inversor institucional confía en la recomendación emitida por el *proxy advisor* porque previamente ha verificado que los parámetros que éste utiliza para emitir las recomendaciones de voto son los mismos que aplicaría el inversor institucional para tomar la decisión de votar en un sentido o en otro.

En otras ocasiones se ha señalado que lo que pretenden los inversores institucionales al contratar (a uno o a varios) *proxy advisor* es conocer la información que subyace en la recomendación propuesta, para adoptar una decisión de forma autónoma. El hecho de que el inversor institucional, basándose en la información explicativa de la recomendación, recopilada por el *proxy advisor*, llegue a la misma conclusión sería uno de los supuestos en los que la “influencia” del *proxy advisor* debería considerarse relativa.

Tratando de calcular matemáticamente la influencia del voto en sociedades norteamericanas, algunos autores¹⁴ estiman que las recomendaciones de los dos principales *proxy advisors* pueden implicar un impacto de entre el 6% y el 10% de los derechos de voto de los inversores institucionales (entendiendo como tal el número de inversores institucionales que no llevan a cabo ningún tipo de análisis propio y emiten automáticamente su voto en el mismo sentido que la recomendación).

1.2.2 El mercado bursátil español: grado de concentración accionarial y presencia de los inversores institucionales

recomendaciones suelen ser seguidas por los principales fondos y por otros inversores institucionales, especialmente extranjeros, que los contratan con el objetivo de orientar su voto en las asambleas”, según explica el periodista.

¹³ En el caso de Iberdrola, S.A., ver la noticia antes citada, en el caso de Banco Santander, S.A., Glass Lewis publica una hoja de recomendaciones de voto de la entidad bancaria como ejemplo, en su página web. Asimismo, en el documento *Proxy Season Review 2011* dedicado a España, ISS hace referencia en numerosas ocasiones a Telefónica, Banco Santander, Grupo Catalana Occidente, Solaria Energía y Medioambiente y Red Eléctrica.

¹⁴ CHOI, S., FISCH, J. KAHAN, M. “The Power of Proxy Advisors: Myth or Reality?”, artículo publicado por la escuela de derecho de la Universidad de Pennsylvania, disponible en <http://www.law.upenn.edu/cf/faculty/jfisch/>.

Dado que los principales usuarios de los servicios prestados por los *proxy advisors* son los inversores institucionales, la influencia de las recomendaciones de voto depende en gran medida de la participación de aquellos en el accionariado de los emisores españoles.

En este sentido, debe tenerse en cuenta que el mercado bursátil español es un mercado fuertemente concentrado. Según los datos publicados por la Comisión Nacional del Mercado de Valores en sus informes de gobierno corporativo de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercado secundarios oficiales y en el IBEX 35, en el año 2010, en el 28,1% de las sociedades cotizadas (31,4% en el IBEX 35) existía alguna persona, física o jurídica, que poseía la mayoría de los derechos de voto o que ejercía o podía ejercer el control.

En el año 2010, el número de sociedades en las que la suma de participaciones significativas¹⁵ junto con los paquetes accionariales en poder del consejo superaban el 50% del capital representan el 76,5% (75% en 2009). En el IBEX 35, esto ocurre en 11 de sus 35 sociedades (en 2010).

En este contexto, la influencia de los *proxy advisors* en los emisores españoles puede venir matizada, en algunos casos, por la menor relevancia del voto de los inversores institucionales sobre las decisiones.

Según el servicio de estudios de Bolsas y Mercados Españoles¹⁶, que cita datos facilitados por FactSet correspondientes al segundo trimestre de 2011, el valor de las participaciones de los inversores institucionales (fondos de inversión, fondos de pensiones o compañías de inversión mobiliaria) en empresas del IBEX 35 alcanzaba los 120.382 millones de dólares.

Considerando una capitalización del total de las compañías del IBEX 35 de aproximadamente 320.000 millones de euros (a principios de 2012¹⁷), el porcentaje de capital en manos de inversores institucionales no llegaría a un tercio del total¹⁸.

Este mismo análisis, realizado sobre el volumen de capitalización total del mercado continuo español, y en relación únicamente a las instituciones de inversión colectiva y fondos de pensiones españoles, arroja los siguientes datos:

¹⁵ Asumimos que un inversor institucional que posee una participación significativa no empleará los servicios de un *proxy advisor*, o que, en caso de hacerlo, llevará a cabo un proceso interno de análisis del sentido del voto mucho más exhaustivo que si la participación fuera no significativa.

¹⁶ Los datos han sido extraídos del artículo "Las compañías del IBEX-35 presentes en 10.000 fondos mundiales", firmado por el servicio de estudios de Bolsas y Mercados Españoles, en el número correspondiente al tercer trimestre de 2011 de la *Revista de Bolsas y Mercados Españoles*.

¹⁷ Según la noticia publicada el 14 de enero de 2012 en *Expansión* "El IBEX gana un 215% en 20 años".

¹⁸ Ello no obstante, según algunas fuentes (*Revista Capital*, marzo 2011, "Grandes Inversores Institucionales", que a su vez cita a Bolsas y Mercados Españoles), las compraventas de acciones en las que intervienen inversores institucionales representaron más del 75% del total en 2010.

Importes en millones de €

% acciones españolas en cartera/ capitalización mercado continuo	2006	2007	2008	2009	2010	2011
FONDOS DE INVERSION	1,9%	1,5%	0,9%	0,9%	0,8%	0,8%
SOCIEDADES DE INVERSION	0,9%	0,8%	0,7%	0,6%	0,6%	0,6%
FONDOS DE PENSIONES	1,1%	1,0%	0,9%	1,0%	1,1%	1,2%
Total	4,0%	3,3%	2,5%	2,5%	2,4%	2,6%

Para fondos y sociedades de inversión: datos CNMV a diciembre de cada año, excepto septiembre 2011.

Para fondos de pensiones, datos DG5FP a diciembre de cada año, excepto diciembre 2011 con datos INVERCO.

FONDOS DE INVERSION	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Patrimonio	270.406,3	255.040,9	175.865,5	170.547,7	143.918,1	134.033,7
Acciones españolas (millones €)	13.806,8	11.550,1	4.023,2	4.741,0	3.829,2	3.179,1
Acciones españolas (%/patrimonio)	5,1%	4,5%	2,3%	2,8%	2,7%	2,4%

SOCIEDADES DE INVERSION	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Patrimonio	30.152,7	31.481,5	24.656,9	25.924,8	26.155,0	23.908,9
Acciones españolas (millones €)	6.727,3	6.173,6	3.214,9	3.376,3	2.988,6	2.663,5
Acciones españolas (%/patrimonio)	22,3%	19,6%	13,0%	13,0%	11,4%	11,1%

FONDOS DE PENSIONES	2006	2007	2008	2009	2010	2011*
Patrimonio	82.660,5	88.022,5	79.584,4	85.848,5	85.851,3	84.000,0
Acciones españolas (millones €)	8.018,1	7.217,8	4.297,6	5.270,9	5.249,5	5.040,0
Acciones españolas (%/patrimonio)	9,7%	8,2%	5,4%	6,1%	6,1%	6,0%

* Estimación

CAPITALIZACION MERCADO CONT. ESPAÑOL	2006	2007	2008	2009	2010	2011
	708.164,2	757.285,8	469.876,7	539.808,8	497.907,0	411.485,4

En cualquier caso, esta cifra distaría mucho del porcentaje que los inversores institucionales alcanzan en las compañías cotizadas en Estados Unidos, donde el 70% de las 1.000 compañías estadounidenses de mayor tamaño está en manos de inversores institucionales¹⁹.

No obstante lo anterior, es una evidencia incontrovertible la creciente influencia de los *proxy advisors* en las decisiones adoptadas por las juntas de las sociedades cotizadas españolas en los últimos años.

Esa influencia es más importante en sociedades con un *free float* elevado y especialmente significativa en sociedades españolas que, como consecuencia de la normativa especial que regula sus actividades, cuentan con especiales limitaciones para la participación en su capital social o para el ejercicio de derechos políticos por los accionistas, como es el caso de los operadores de las redes de transporte de electricidad y de gas. En dichas sociedades, las recomendaciones de los *proxy advisors* pueden llegar a ser determinantes de la aprobación o rechazo de las propuestas del consejo de administración.

Ello ha dado lugar a una creciente preocupación por parte de los emisores españoles por las recomendaciones de los *proxy advisors*. Por ello, se ha convertido en práctica habitual de las secretarías de los consejos y de las unidades de relación con inversores de muchos emisores

¹⁹ HEINEMAN, W. and DAVIS, S., "Are Institutional Investors Part of the Problem or Part of the Solution? Shareholders' Role in U.S. Public Equity Markets". Publicado en octubre de 2011. Disponible en http://millstein.som.yale.edu/sites/millstein.som.yale.edu/files/80235_CED_WEB.pdf

españoles visitar a los principales *proxy advisors* o mantener contactos con ellos, antes de la celebración de cada junta general para, a modo de *road show*, explicar las propuestas que se someten a la consideración de la junta. Esta práctica se está ampliando también a la relación directa con los responsables del voto en inversores significativos, en cierta medida como una forma de mitigar la influencia de las recomendaciones de los *proxy advisor*.

2 OPERATIVA SEGUIDA POR LOS PROXY ADVISORS

2.1 Sistema de trabajo en su relación con los emisores españoles. Breve descripción

Junto con la existencia de potenciales conflictos de interés, otra de las preocupaciones puestas de manifiesto por los emisores en relación con el trabajo de los *proxy advisors* son los posibles errores materiales que éstos cometen a la hora de redactar sus recomendaciones de voto.

En este sentido, si bien los principales *proxy advisors* que operan no comparten con los emisores sus informes antes de publicarlos, uno de ellos publica un borrador de sus directrices antes de que dé comienzo el periodo de las juntas generales (*proxy season*, entre marzo y junio).

Este *proxy advisor* somete, además, dicho borrador a consulta pública, pudiendo formular comentarios tanto los inversores institucionales como los emisores.

2.2 Principales tendencias en materia de gobierno corporativo seguidas en sus recomendaciones: EEUU, UK, Europa continental. Consideración del marco regulatorio del país de los inversores

2.2.1 Falta de transparencia de la información

Al analizar las principales tendencias en materia de gobierno corporativo seguidas en las recomendaciones de voto de los *proxy advisors*, una de las principales dificultades reside en la opacidad de la información sobre su trabajo. Ni las recomendaciones son, con carácter general, públicas, ni lo son tampoco en numerosas ocasiones las directrices en las que se basan.

Si bien es fácil comprender que el contenido de las recomendaciones no sea público (la mayoría de los operadores se limitan a publicar un número limitado de informes de recomendaciones como reclamo publicitario), dado que la fuente de ingresos de los *proxy advisors* proviene principalmente de la venta a los inversores institucionales de la información contenida en dichos informes, más difícil resulta entender la falta de publicación de las directrices.

En relación con este último punto, de todos los *proxy advisors* de Estados Unidos consultados, únicamente uno publica un extracto del contenido de las directrices con arreglo a las cuales formula sus recomendaciones de voto. El contenido de las directrices de los demás operadores no es público.

En Europa, siguiendo la recomendación establecida por el regulador francés, AMF, en marzo de 2011²⁰, que establece que los *proxy advisors* deben hacer públicas las directrices en base a las cuales emiten sus recomendaciones de voto, Proxinvest publica sus directrices de voto. No obstante, se trata de directrices poco concretas.

²⁰ Recomendación número 2011-06 de 18 de marzo de 2011, sobre *proxy advisors*.

2.2.2 Tendencias en gobierno corporativo

Los principales *proxy advisors* aplican principios propios del denominado modelo de gobierno corporativo angloamericano, que responde a la problemática y a las necesidades de un mercado societario mucho menos concentrado que el español.

Así, por ejemplo, pueden señalarse las directrices de uno de los principales *proxy advisor* en relación con el número de consejeros independientes (al menos la mitad) y con la separación de cargos de presidente del consejo de administración y de consejero delegado. Ambas recomendaciones son estándares en Estados Unidos²¹ y en el Reino Unido²².

El fundamento de esta recomendación es que en los mercados estadounidense y británico, las sociedades cotizadas tienen por lo general un accionariado mucho menos concentrado. Como consecuencia de ello, los potenciales conflictos más relevantes a los que la disciplina del gobierno corporativo hace frente en esos mercados se corresponden con la posición de los administradores y el conjunto de los accionistas. Por ello, las recomendaciones de gobierno corporativo en estos mercados tienden a insistir con mayor preponderancia en someter a sistemas de control y vigilancia el poder y las facultades del órgano de administración.

Por el contrario, en mercados con un accionariado más concentrado, como el español, en el que un número muy significativo de sociedades están dominadas por accionistas con participaciones significativas, los conflictos que la disciplina del gobierno corporativo combate surgen, también, entre los accionistas de control y el resto de accionistas minoritarios. Obviamente, en compañías controladas por un grupo reducido de accionistas, el poder de los administradores queda limitado. Así, por ejemplo, en relación con la separación de funciones entre presidente y consejero delegado, el Código Unificado de Buen Gobierno (adaptado a la realidad española) señala que *“la acumulación de cargos puede proporcionar a la compañía un liderazgo claro en el ámbito interno y en el externo, así como reducir los costes de información y coordinación que alternativamente se generarían”*.

2.2.3 Segmentación de las directrices en el caso del principal proxy advisor y consideración del marco regulatorio del país de los emisores

Las directrices del más importante *proxy advisor* dependen de la localización geográfica del emisor. Existen directrices específicas para Estados Unidos, para Canadá, para Reino Unido, para Europa (excluida Europa central y oriental), Japón, China, Nueva Zelanda, Australia y Corea. Finalmente, existen unas directrices internacionales que engloban el resto de los países.

Pese a que se trata únicamente de un extracto del contenido de sus directrices, los documentos disponibles en la página web de dicho *proxy advisor* ofrecen un panorama razonablemente completo de su contenido.

²¹ Las recomendaciones contenidas en el *“Key Agreed Principles to Strengthen Corporate Governance for U.S. Publicly Traded Companies”* publicadas por la *National Association of Corporate Directors* en 2008 establecen que la mitad de miembros del consejo de administración deben ser independientes y se pronuncia a favor de que el cargo de presidente del consejo no recaiga en el consejero delegado (obligando a las sociedades a dar una explicación cuando ello no sea así).

²² El *“UK Corporate Governance Code”* publicado por el regulador británico Financial Reporting Council establece igualmente que las funciones de presidente del consejo de administración y de consejero delegado deben recaer en personas distintas y que, excepto para las pequeñas sociedades, al menos la mitad de sus consejeros deben ser independientes.

Esta buena práctica de hacer transparentes los criterios seguidos no es, sin embargo, seguida por otros *proxy advisors*.

En general, las directrices no distinguen industrias ni sectores productivos, aunque sí cabe observar una tendencia -en las modificaciones más recientes-, consistente en la creación de directrices específicas para compañías sujetas a riesgos concretos (por ejemplo, normas relativas a la publicación de información sobre riesgos medioambientales).

Por el contrario, en otros casos sí tienen en cuenta el grado de concentración de su accionariado (compañías con capital poco concentrado, con varios accionistas de control, controladas por un accionista mayoritario, etc.).

Así, por ejemplo, únicamente en compañías con capital disperso, las directrices recomiendan votar en contra del acuerdo de elección o reelección de consejeros que vayan a reunir la doble condición de presidente y consejero delegado, salvo cuando el nombramiento tenga carácter transitorio (no más de dos años).

Las diferencias en las directrices aplicables en las distintas jurisdicciones no siempre son fáciles de explicar y, en todo caso, no responden sólo al diferente marco legal o a las diversas recomendaciones de buen gobierno. Parecen pretender reflejar, también, las prácticas locales.

A modo de ejemplo, las directrices recomiendan en Estados Unidos y Canadá votar en contra del nombramiento de consejeros que lo sean a su vez de más de seis sociedades cotizadas. Por el contrario, en Europa, el límite es de cinco sociedades cotizadas. En este caso, las directrices aplican una recomendación estandarizada cuyo fundamento no está claro y que, desde luego, no tiene en cuenta ni las particularidades locales de cada mercado ni las circunstancias o condiciones de cada sociedad o incluso de cada consejero.

En un sentido parecido, en el Reino Unido e Irlanda, el mismo *proxy advisor* entiende que un consejero deja de ser independiente cuando lleve más de nueve años en el cargo. En Europa Continental, el plazo es de doce años (en línea con lo dispuesto en la recomendación de la Comisión Europea 2005/162).

No existe, sin embargo, la misma información sobre la segmentación de las recomendaciones por otros *proxy advisors*.

2.3 Ausencia de riesgo y responsabilidad

Uno de las cuestiones más señaladas por la doctrina es la ausencia casi total de riesgo y responsabilidad en el trabajo de los *proxy advisors*.

La imposición de la extensión de los deberes fiduciarios de los gestores de los inversores institucionales al ejercicio del derecho de voto presupone que el ejercicio diligente de dichos derechos, por lo menos el ejercido por el colectivo de los inversores institucionales, redundará en un mayor valor de la sociedad emisora, del valor de los propios inversores institucionales y, al fin, en un mayor valor de la participación de los beneficiarios últimos o partícipes del inversor institucional.

De esta forma, el deber de los gestores de los inversores institucionales de ejercer diligentemente el derecho de voto trata de proteger a los beneficiarios últimos o partícipes del perjuicio patrimonial que podrían sufrir si dicho derecho de voto no se ejerciera de forma diligente.

Desde esta perspectiva, se predica que el riesgo inherente al ejercicio del derecho de voto corresponde a los beneficiarios últimos o partícipes de los inversores institucionales, puesto que son ellos quienes sufren sus efectos, si bien la responsabilidad corresponde a los gestores del inversor institucional, puesto que son ellos a los que corresponde decidir sobre cómo ejercer dicho derecho.

De las normas que regulan la actividad de los *proxy advisors*²³ cabe interpretar que la responsabilidad por el ejercicio del derecho de voto (frente a los beneficiarios últimos o partícipes) no se delega ni se transmite al *proxy advisor* por su asesoramiento, incluso cuando dicho “asesoramiento” pueda implicar *de facto* la delegación del ejercicio del derecho de voto al *proxy advisor* (siguiendo sus recomendaciones sin llevar a cabo ningún tipo de análisis sobre sus bases o fundamentos).

Se pone de manifiesto, de esta forma, el peligro que existe en esta estructura de una posible disociación de hecho entre la responsabilidad por el ejercicio del derecho de voto (que retiene el inversor institucional) y el poder de decisión (que, por la vía fáctica, adquiere el *proxy advisor*).

Los propios *proxy advisors* advierten claramente que sus recomendaciones constituyen un asesoramiento que debe ser enjuiciado en última instancia por el inversor institucional, correspondiéndole a él adoptar la decisión final sobre el voto.

Lo que se pone de manifiesto, por lo tanto, es que en su actividad (y salvo el caso de que tengan participación en los emisores, lo que puede dar lugar a otros problemas como los conflictos de intereses anteriormente referidos), los *proxy advisors* ejercen una influencia que puede llegar a ser equivalente al ejercicio del derecho de voto (en la medida en que los inversores institucionales asuman las recomendaciones de voto de forma prácticamente automática) pero sin riesgo ni responsabilidad.

Sin riesgo, porque el riesgo económico de sus decisiones lo asumen los titulares de las participaciones accionariales, i.e., los inversores institucionales y, en último término, los beneficiarios últimos o partícipes.

Sin responsabilidad, porque toda la responsabilidad por el ejercicio del derecho de voto recae exclusivamente en el inversor institucional.

Como medida para mitigar esta situación, cabría considerar reforzar la transparencia de la actuación de los *proxy advisors* en relación con los inversores institucionales asesorados de tal forma que, al menos, exista una información pública y fiable sobre qué inversores institucionales han utilizado *proxy advisors* para ejercer su derecho de voto, quiénes han sido esos *proxy advisors* y en qué medida se han seguido sus recomendaciones.

²³ Así, por ejemplo, la recomendación de la AMF es clara al señalar que: “*The investor is responsible for exercising voting rights... However, it is important to emphasise that proxy advisory firms do not relieve their customers (institutional investors) of liability.*”

3 CUESTIONES PLANTEADAS POR LA OPERATIVA SEGUIDA POR LOS PROXY ADVISORS EN ESPAÑA

3.1 Calidad técnica del asesoramiento ofrecido por los proxy advisors. Coherencia de las recomendaciones entre los distintos proxy advisors y en relación con los distintos emisores

Las empresas que actúan como *proxy advisor* están proliferando. Su capacidad técnica y medios son muy diversos, lo que puede llevar, en ocasiones, a recomendaciones divergentes de diferentes *proxy advisors*.

Por otra parte, el conocimiento que los *proxy advisors* tienen de la realidad económica y jurídica de las empresas españolas es muy distante y limitado. Mayor aún es su desconocimiento de la regulación sectorial.

A ello debe añadirse el hecho de que algunos de ellos entran a considerar cuestiones que afectan a la gestión y negocio de la sociedad, excediendo el ámbito del gobierno corporativo.

A continuación se exponen algunos ejemplos reales de emisores españoles que han recibido una recomendación de voto en contra o un comentario de censura por parte de alguno de los *proxy advisors* más representativos y que permiten ilustrar estas cuestiones. La enumeración no pretende ser exhaustiva puesto que la información afecta a emisores individualizados pero sí es representativa de lo que se comenta:

Ejemplos en los que los proxy advisors aplican criterios poco claros:

- (i) Oposición a la reelección de un consejero ejecutivo por ser, al tiempo, presidente del consejo de administración y primer ejecutivo de la sociedad, sin haber un consejero delegado o figura similar. Esta recomendación llevó aparejada una recomendación de voto en contra de la reelección como consejero del presidente de la comisión de nombramientos al que correspondía renovar su mandato en la misma Junta. En ocasiones, determinados *proxy advisors* han seguido otro criterio o han aceptado compromisos de emisores para cambiar su recomendación.
- (ii) Oposición a la reelección del auditor de la sociedad por considerar que su retribución por servicios distintos de auditoría era demasiado elevada. Esta recomendación llevó aparejada una recomendación de voto en contra de la simultánea reelección del consejero independiente que era el presidente de la comisión de auditoría, responsabilizándole de la propuesta.

Ejemplos en los que los proxy advisors no tienen en cuenta o no entienden el marco regulatorio local:

- (iii) Oposición a la reelección de un consejero calificado por la sociedad como “otro externo” por su relación con un cliente de la sociedad, por entender que no debe seguir siendo miembro de la comisión de auditoría. Otros *proxy advisors* representativos, sin embargo, recomendaron votar a favor.

- (iv) Composición de la comisión de auditoría. El *proxy advisor* censuraba a la sociedad porque al tiempo de la junta se producía el cese de un consejero independiente, miembro de la comisión de auditoría, por término de su mandato estatutario y no era sustituido por otro independiente, sin entender que el consejero ejercía, de conformidad con la ley española, su cargo hasta el mismo día de la junta. Producida la vacante, el consejo designó de inmediato un nuevo consejero independiente como miembro de la comisión.
- (v) Censura a la sociedad por no individualizar las faltas de asistencia de consejeros a las reuniones del consejo de administración. Ante la contestación por parte de la sociedad de que el Código Unificado español se refiere únicamente al dato agregado y de que el formulario normalizado del informe anual de buen gobierno solo permite introducir ese dato agregado, el *proxy advisor* replicó que “su interpretación” del Código Unificado era la correcta.

Ejemplos en los que las recomendaciones del proxy advisor exceden del ámbito del gobierno corporativo:

- (vi) Acuerdo de emisión de obligaciones de contenido estándar, reproducción del adoptado en los años anteriores pero elevando la cifra de posible emisión de deuda. Mientras que un *proxy advisor* recomendó el voto favorable en la medida que al no excluir el derecho de suscripción preferente no se perjudicaban los derechos de los accionistas minoritarios, otro recomendó votar en contra porque entendía que el nivel de endeudamiento de la sociedad era excesivo respecto de sociedades similares, excediendo notoriamente el ámbito del buen gobierno corporativo al que presuntamente se ciñen los *proxy advisors*.
- (vii) Acuerdo estándar de autorización al consejo para adquirir acciones propias por considerar que los límites de precio de adquisición no eran adecuados, separándose de nuevo de cuestiones de gobierno corporativo.

3.2 Conflictos de intereses y medidas de prevención

Existe la común percepción de que los *proxy advisors* son un poder fáctico, de espontánea aparición en el panorama de las juntas generales con un origen y control que no siempre está claro.

Así, la independencia e imparcialidad de criterio de los *proxy advisors* pueden verse afectados por:

- a) La prestación de otros servicios que pueden suponer un riesgo de auto revisión. Por ejemplo, como anteriormente se ha señalado, un importante *proxy advisor* tiene una división que presta asesoramiento a sociedades emisoras en materia de gobierno corporativo (que tendría un margen de beneficio mucho más alto que el del *proxy advisor*).

Los servicios que presta el *proxy advisor* a través de su filial son servicios de asesoramiento a las sociedades emisoras, indicándoles por ejemplo qué aspectos deben mejorar en sus sistemas de gobierno corporativo para recibir una opinión favorable de entidades de *proxy advisors* (incluso del propio *proxy advisor* que presta los servicios).

De esta forma, a la hora de emitir recomendaciones de voto en relación con entidades a las que haya prestado servicios de asesoramiento en materia de gobierno corporativo, podría incurrir en un potencial conflicto de interés.

Este *proxy advisor* trata de prevenir el conflicto de interés publicando información detallada en su página web acerca de la existencia del potencial conflicto y de los mecanismos diseñados para evitarlo: murallas chinas que incluyen la separación legal, física y tecnológica de la división de servicios de *proxy advisor* y la división de asesoramiento sobre gobierno corporativo.

- b) La integración en un grupo empresarial en el que los objetivos de la matriz pueden ser incompatibles con la independencia y objetividad de criterio que se pretende los *proxy advisors*. Por ejemplo, el socio de control de uno de los principales *proxy advisor* es un inversor institucional y el de otro es una entidad de calificación crediticia.

El conflicto de intereses en este caso proviene de la vinculación dominical existente entre el *proxy advisor* y su accionista o grupo de control que, a su vez, puede tener otro tipo de prioridades o incentivos.

- c) La titularidad de un interés personal en la sociedad cotizada, como puede ser la tenencia de acciones por parte del *proxy advisor* y de las personas vinculadas a este en una sociedad que esté siendo objeto de análisis.
- d) Finalmente, pueden surgir también situaciones de conflicto por asesorar sobre el voto en relación con sociedades que, a su vez, participan directa o indirectamente en el capital de otra sociedad cotizada.

Estas consideraciones llevan a cuestionar la independencia de los *proxy advisor* respecto de los emisores, de sus clientes o de otros accionistas (es fácil de imaginar la influencia de un *proxy advisor* en una situación de conflicto entre accionistas cuando sus recomendaciones pueden favorecer o perjudicar posiciones o propuestas divergentes).

3.3 Transparencia en sus recomendaciones y en su actividad y relación con los emisores

Los *proxy advisors* no tienen programados contactos regulares con los emisores, aunque –en ocasiones– se producen contactos. Los contactos entre los *proxy advisors* y los emisores permiten, por ejemplo, que un emisor pueda reportar errores materiales cometidos en las recomendaciones emitidas por el *proxy advisor*, o lograr evitar una recomendación negativa contrayendo ciertos compromisos a futuro. La ausencia de criterios homogéneos que rijan dichas relaciones dificulta la interacción entre *proxy advisors* y emisores.

Los *proxy advisors* que no llevan a cabo ningún tipo de contacto con los emisores con carácter previo a la formulación de sus recomendaciones argumentan que ello refuerza la independencia de su labor y mitiga el riesgo de que los emisores traten de efectuar cualquier tipo de presión para modificar las recomendaciones. La ausencia de contacto previo con el emisor, por otro lado, impide que estos puedan aclarar cuestiones o incluso señalar posibles errores materiales, lo que en ocasiones puede perjudicar la calidad de las recomendaciones emitidas por los *proxy advisors*.

Cabe destacar la falta de transparencia existente en relación con, por un lado, las políticas de voto aplicadas por la mayoría de los principales *proxy advisor*, incluidos los procedimientos seguidos para su elaboración (en donde se observa una falta de explicación adecuada sobre cómo se han tenido en cuenta la regulación y las recomendaciones locales) y, por otro lado, en cuanto a las relaciones de negocio entre el *proxy advisor* y el emisor o los socios del emisor y, en general, las circunstancias que pudieran afectar a su independencia de juicio.

3.4 Divergencia entre los criterios seguidos en sus recomendaciones, las mejores prácticas aceptadas internacionalmente, y la legislación y recomendaciones de gobierno corporativo aplicables a los emisores españoles

Un aspecto especialmente preocupante para los emisores españoles es la divergencia de criterios de buen gobierno corporativo por los que se guían los *proxy advisors* internacionales para la elaboración de sus informes y recomendaciones de voto y los que están vigentes en España (contenidos en el Código Unificado de Buen Gobierno Corporativo) o en la propia Unión Europea.

Con carácter general, puede afirmarse que los criterios seguidos por uno de los principales *proxy advisors* son más restrictivos que los de la legislación y las recomendaciones de gobierno corporativo aplicables en España. Así, para citar tan sólo algunos ejemplos²⁴:

- (i) Mientras la Ley de Sociedades de Capital permite plazos de duración del mandato de los administradores de 6 años, este *proxy advisor* recomienda votar en contra de nombramientos o reelecciones por periodos superiores a 4 años y de modificar los estatutos para extender el plazo de duración, con carácter general, cualquiera que sea.
- (ii) Asimismo, si bien la Ley de Sociedades de Capital permite delegar en los administradores la facultad de emitir acciones hasta la mitad del capital social en el momento de la autorización, o la facultad de emitir obligaciones convertibles por un importe equivalente, el mismo *proxy advisor* recomienda votar en contra de autorizaciones de ampliar capital o emitir obligaciones convertibles que impliquen aumentar el capital en más de un 20% del capital social en el momento de la autorización, siempre y cuando, además, se pretenda excluir el derecho de suscripción preferente.
- (iii) El Código Unificado de Buen Gobierno, en su recomendación 13, propone que el número de consejeros independientes represente al menos un tercio del total.

Con carácter general, este *proxy advisor* recomienda votar en contra si el número de consejeros independientes no representa, al menos, la mitad del total.

- (iv) El Código Unificado de Buen Gobierno, en su recomendación 17, no prejuzga la conveniencia de que el cargo de presidente y consejero delegado recaigan en una misma persona. Por el contrario, las directrices emitidas por este *proxy advisor* recomiendan votar en contra de que ambos cargos recaigan en una misma persona (salvo que la sociedad se comprometa a separar los cargos en un período máximo de dos años).

²⁴ Extraídos a partir del documento "2012 European Proxy Voting Summary Guidelines", publicado por ISS el 19 de diciembre de 2011, y disponible en http://www.issgovernance.com/policy/2012/policy_information

- (v) El Código Unificado de Buen Gobierno, en su recomendación número 26, exige que las sociedades establezcan reglas sobre el número de consejos de los que puedan formar parte sus miembros, dejando libertad a la sociedad para que concrete como mejor estime oportuno el número concreto.

Por el contrario, las directrices de este *proxy advisor* recomiendan votar en contra del nombramiento de consejeros que lo sean a su vez de más de cinco sociedades cotizadas.

- (vi) En un sentido parecido, el Código Unificado de Buen Gobierno recomienda que los consejeros independientes no permanezcan como tales durante un periodo continuado superior a 12 años. El incumplimiento de dicha recomendación, sin embargo, no implica la pérdida del carácter independiente del consejero.

Por el contrario, a los efectos del mismo *proxy advisor*, un consejero independiente que lleve en el cargo más de 12 años pierde automáticamente dicha condición, en cuyo caso deja de computar a efectos del mínimo del 50% de consejeros independientes y podría dar lugar a recomendaciones negativas de voto si no se llega a dicho umbral.

4 VALORACIÓN DEL IMPACTO DE LA ACTIVIDAD DE LOS PROXY ADVISORS SOBRE EL GOBIERNO CORPORATIVO DE LOS EMISORES ESPAÑOLES

Como se refleja en el Capítulo I, apartado 1.2, sobre *Actividad relativa a emisores españoles. Influencia de las recomendaciones en los emisores españoles*, no existen mecanismos efectivos que permitan medir el impacto real de las recomendaciones de los *proxy advisors* en las sociedades cotizadas españolas.

Una de las dificultades existentes para medir el impacto de los *proxy advisors* a nivel general es la diferencia que existe en la composición de la estructura de capital en las sociedades cotizadas españolas. Sin embargo, es previsible que, en la medida en que una sociedad cotizada cuente con un mayor nivel de participación de inversores institucionales extranjeros en su accionariado, mayor será el nivel de influencia de los *proxy advisors*. En efecto, la demanda de este tipo de servicios por parte de los inversores institucionales extranjeros es cada vez mayor, particularmente a la hora de votar en Juntas Generales de Accionistas de sociedades cotizadas que no son de su propio país.

Por su parte, los inversores institucionales españoles no suelen utilizar los servicios de los *proxy advisors* para definir el sentido del voto. Al respecto, según datos de una encuesta realizada en el año 2011 a trece inversores institucionales y entidades españolas que gestionan alrededor de 4.000 millones de euros en renta variable en España, el 62% manifestó no tomar en consideración las recomendaciones de voto realizadas por los *proxy advisors* en ningún caso, mientras que un 15% utiliza dichas recomendaciones exclusivamente para las Juntas Generales de Accionistas de sociedades cotizadas no domiciliadas en España²⁵.

²⁵ "El reto del Buen Gobierno". Examen de la política de voto de las instituciones de inversión colectiva en las sociedades en las que invierten. Encuesta exclusiva elaborada por Georgeson, Cuatrecasas Gonçalves Pereira y la Revista Funds People. Entidades encuestadas: Ahorro Corporación Gestión, Aviva Gestión, BBVA AM, Cajastur Gestión, CatalunyaCaixa Inversió, EDM Gestión, Gesconsult, IberCajaGestión, March Gestión, Popular Gestión, Renta 4 y Santander AM. Edición Septiembre de 2011.

4.1 Impacto de la actividad de los proxy advisors en las Juntas Generales de Accionistas de sociedades cotizadas españolas

Un reciente estudio²⁶ que ha analizado el comportamiento de sesenta inversores institucionales extranjeros presentes en gran parte de las sociedades cotizadas que componen el IBEX 35 durante las temporadas de Juntas Generales de Accionistas de 2009, 2010 y 2011 reveló los siguientes datos:

- (i) A la firma que tiene mayor seguimiento le siguen cincuenta y cinco inversores institucionales de los sesenta analizados; el segundo *proxy advisor* más seguido lo es por diez inversores institucionales, y el tercero por nueve.
- (ii) Respecto de los inversores analizados que siguen al primer proxy advisor, el estudio analizó el nivel de impacto efectivo que tienen sus recomendaciones sobre las decisiones de voto. Así, para el 30,9% de los inversores que siguen a dicho proxy advisor sus decisiones sobre el sentido de su voto dependen en un alto grado de las recomendaciones realizadas por este. Para el 69% restante sus recomendaciones son tomadas como referencia para el análisis interno, sin que sean determinantes.
- (iii) De los diecisiete inversores que tienen una alta dependencia del primer *proxy advisor*, solamente tres de ellos se han desviado de sus recomendaciones en España durante las temporadas de Juntas Generales de Accionistas en los últimos tres años. Por otro lado, de los treinta y ocho inversores que utilizan a dicho *proxy advisor* como referencia, veintiocho de ellos se han desviado alguna vez de sus recomendaciones durante este mismo periodo.

Respecto del sentido de las recomendaciones realizadas por los *proxy advisors*²⁷ durante la temporada de Juntas Generales de Accionistas del año 2011 se ha podido constatar que las recomendaciones en contra por parte de los *proxy advisors* se centraron esencialmente en los puntos del orden del día relativos a (i) reelección de consejeros, (ii) política de retribución y (iii) ampliaciones de capital con exclusión de los derechos de suscripción preferente.

Concretamente, de todas las recomendaciones en contra emitidas por al menos un *proxy advisor*, el 76% se refería a la elección y/o reelección de consejeros mientras que el 11% aludía a la política de retribución, el 5% a la recompra de acciones, el 3% a la composición general del consejo de administración y a la autorización de emisión de obligaciones, y el 2% a otros asuntos. Adicionalmente, del citado estudio resultó lo siguiente:

- (i) Solamente nueve de las sociedades del IBEX 35 recibieron por parte del primer *proxy advisor* recomendaciones a favor en todos los puntos del día.
- (ii) De los noventa y siete candidatos propuestos para ser elegidos y/o reelegidos, sesenta y uno de ellos recibieron, al menos, una recomendación en contra. En líneas generales estas recomendaciones se basaron en que el porcentaje de consejeros externos independientes

²⁶ El Gobierno Corporativo y los Inversores Institucionales. Georgeson – Cuatrecasas, Gonçalves Pereira. Ed. 2012. Las principales fuentes de información fueron: *Voting Records* de los inversores institucionales disponible para las temporadas de Juntas de 2009, 2010 y 2011; Fuentes de información internas de Georgeson; Plataforma de ISS *Institutional Voting tracking*.

²⁷ ISS. Plataforma electrónica. *Research-Companies*. Análisis de las recomendaciones de ISS en relación con los órdenes del día de las Juntas Generales Ordinarias de Accionistas de 2011 de las sociedades cotizadas españolas que componen el Ibex 35. Se exceptúan Bankia e IAG, que no celebraron Juntas Generales de Accionistas durante el primer semestre de 2011, y ArcelorMittal.

con el que contaban era inferior al 50%; las Comisiones de Nombramientos y Retribuciones no estaban compuestas exclusivamente o en su mayoría por consejeros externos independientes y/o los candidatos eran consejeros en un número significativo de sociedades cotizadas.

- (iii) De las treinta y una sociedades que sometieron a la aprobación y/o consulta de los accionistas temas relativos a la retribución, nueve recibieron una recomendación en contra. Las principales razones sobre las que se basaron dichas recomendaciones fueron, principalmente: (i) que los criterios de evaluación del desempeño no se hicieron públicos en las políticas generales de retribución; (ii) que la composición de la Comisión de Nombramientos y Retribuciones no era la adecuada; (iii) la limitación insuficiente del importe de las indemnizaciones a los principales ejecutivos; y (iv) la ausencia de cláusulas *claw-back*.

4.2 Funcionamiento de la actividad de los proxy advisors en las Juntas Generales de Accionistas de sociedades cotizadas españolas

A continuación se analizará el funcionamiento de la actividad de los *proxy advisors* en las Juntas Generales de Accionistas de sociedades cotizadas españolas.

En primer lugar, se revisa el proceso por el que fluye la información entre el emisor y los inversores institucionales en relación con el orden del día de cada junta general de accionistas. En segundo lugar, se analizará el proceso mediante el cual, en base a las recomendaciones del *proxy advisors*, los inversores institucionales extranjeros deciden y emiten su voto.

4.2.1 Flujo de la información relativa a las Juntas Generales de Accionistas

El flujo de información relativa a cada junta general de accionistas de una sociedad cotizada española sigue los pasos siguientes:

- T1:** Convocatoria oficial y publicación por parte de la sociedad cotizada de la información relativa a la junta general de accionistas, incluyendo en particular el orden del día y las propuestas de acuerdos formuladas por el consejo de administración.
- T2:** La información relativa a la junta general de accionistas al tratarse de información pública y de obligatoria publicación mediante diversos medios es recibida simultáneamente por todos los actores del mercado, incluyendo los custodios locales, los *proxy advisors* y las plataformas de voto.
- T3:** Los custodios locales transmiten la información a los custodios globales.
- T4:** La información se remite por diversos canales (agentes de información y *proxy advisors* fundamentalmente) al inversor institucional.

El esquema que figura a continuación (Fig. 1) explica de forma gráfica cómo dicha información fluye desde el emisor que convoca la junta general de accionistas hasta el inversor institucional extranjero (T4).

Fig. 1

Flujo de información en las Juntas Generales de Accionistas



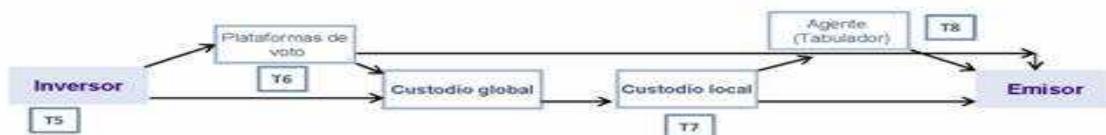
A continuación, una vez que el inversor institucional ha recibido la información, el proceso de ejercicio del derecho de voto sigue las fases siguientes:

- T5:** El inversor institucional, una vez analizado el orden del día, forma su sentido del voto, ya sea delegando automáticamente su voto en el *proxy advisor*, siguiendo su recomendación (sin delegación) o desviándose de la misma, tal como detalla el apartado 4.2.2 siguiente.
- T6:** El inversor institucional extranjero emite las instrucciones de voto al custodio global a través de una plataforma de voto o directamente a través de fax o *Swift*. El custodio global o la plataforma verifican si las acciones están legitimadas para votar y reconoce que el beneficiario es el que se indica.
- T7:** Los custodios locales reciben las instrucciones de voto a través de una plataforma de voto o directamente de su custodio global.
- T8:** Los custodios locales remiten las instrucciones de voto al emisor, directamente o a través de un agente (en caso de que se contrate un tabulador).

El siguiente esquema (Fig. 2) detalla el flujo de información desde que el inversor institucional extranjero define el sentido de su voto para cada acuerdo (T5) y ésta información vuelve al emisor o sociedad cotizada (T8).

Fig. 2

Flujo de información sobre las Juntas Generales de Accionistas



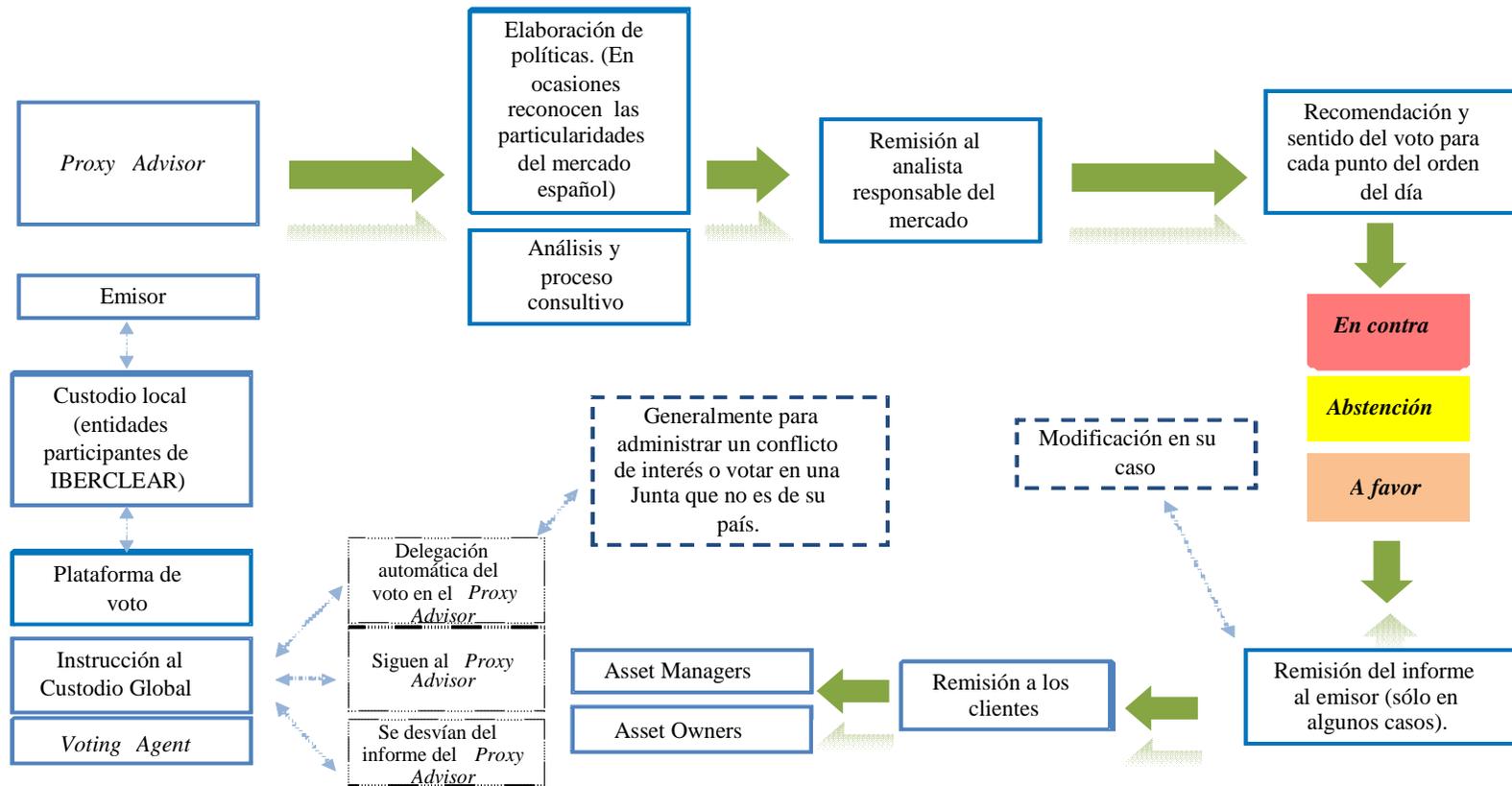
e) El inversor una vez analizado el orden del día, forma su sentido del voto

4.2.2 Proceso de definición del sentido del voto de los inversores institucionales extranjeros

El esquema que figura a continuación (Fig. 3) detalla el proceso que sigue el *proxy advisor* en la elaboración de sus recomendaciones de voto y, seguidamente, la remisión de dichas recomendaciones a los inversores institucionales que son sus clientes para que emitan el voto en la correspondiente junta general de accionistas.

Fig. 3

Proceso habitual para definir el sentido de voto de los inversores institucionales extranjeros en una Junta General de Accionistas de una S.A. española



5 POSIBLES ALTERNATIVAS Y OPCIONES REGULATORIAS EN RELACIÓN CON LOS PROXY ADVISORS

5.1 Precedentes internacionales

En algunos países de nuestro entorno se han manifestado recientemente diversas opciones regulatorias de distinto alcance en relación con la actividad de los *proxy advisors*. Tal y como se ha expuesto en el apartado 1.1 anterior de este Informe, a cuyo contenido nos remitimos, mientras que en los Estados Unidos se han adoptado medidas legislativas que imponen obligaciones directas a los propios *proxy advisors*, en Europa se ha tendido más, en general, a ocuparse de la actividad de estos operadores o de algunos de sus servicios a través de recomendaciones no vinculantes, que a menudo van dirigidas a los inversores institucionales en su condición de usuarios de los servicios de *proxy advising*.

5.2 Opciones. Descripción

5.2.1 No adoptar ninguna medida

La primera alternativa que cabría plantearse consistiría, precisamente, en no tomar por el momento ninguna medida respecto de estas entidades, ya sea en el orden nacional o europeo, de tipo vinculante o no.

Esta opción encontraría fundamento en consideraciones de distinto tipo, como que (i) la prestación de servicios de *proxy advising* es un fenómeno relativamente reciente y embrionario en Europa y que, en comparación con los Estados Unidos, aún está en sus primeros estadios, y más aún en España, incluso en relación con otros países europeos como Reino Unido o Francia, por lo que no existe una clara conciencia de las verdaderas necesidades regulatorias que plantean, y (ii) en Europa existen mercados heterogéneos, cuyas características son desiguales, por lo que las diferencias existentes entre los distintos países dificultan la conformación de una regulación unitaria y comprometerían su efectividad práctica.

De hecho, esta es la alternativa que se ha seguido hasta ahora tanto por el ordenamiento comunitario como en el plano nacional por la mayoría de los Estados Miembros de la Unión Europea, incluyendo España.

5.2.2 Autorregulación sectorial y nacional

La segunda alternativa consistiría en fomentar desde la Unión Europea la aprobación de un código de conducta de adhesión voluntaria que instaure unos estándares de conducta para los *proxy advisors* así como unos niveles mínimos de exigencia, que favorezcan el desarrollo de su actividad en condiciones de mercado y la valoración de los eventuales problemas asociados a su trabajo (como podrían ser los conflictos de interés, los problemas de transparencia, la

estandarización de su análisis, la posibilidad de errores o incorrecciones técnicas en el asesoramiento o la ausencia de riesgo y responsabilidad en su actividad).

La elaboración de este código de conducta podría corresponder, bien a los propios *proxy advisors*, bien a las autoridades nacionales de cada uno de los Estados Miembros de la Unión Europea, bajo unas directrices comunes propuestas por la ESMA o en su caso a través de la colaboración y coordinación entre las autoridades europeas.

Por tanto, el eventual seguimiento de esta opción se puede contemplar desde dos ámbitos distintos, en función de quién sea el encargado de la confección del código y de su puesta en marcha:

- (i) Desde una perspectiva sectorial: el código de conducta sería formulado por los propios *proxy advisors*, en ejercicio de su poder de autorregulación empresarial, y resultaría de aplicación a todos aquellos que voluntariamente se adhieran a él, con independencia del país en el que desempeñen su actividad.

Este enfoque podría favorecer la implantación de unos principios generales y estándares comunes a todas las empresas de *proxy advising*, que dispondrían así de un único código de conducta armonizado de carácter sectorial, por lo que aquellas no tendrían que adaptarse a las particularidades de las recomendaciones que pudieran aprobar los distintos países de la Unión Europea.

- (ii) Desde una perspectiva nacional: en este caso, la elaboración del código de conducta correspondería a los organismos reguladores de cada uno de los Estados Miembros de la Unión Europea y resultaría de aplicación a los *proxy advisors* que voluntariamente se adhieran a él para el ejercicio de su actividad en el país correspondiente.

En nuestro caso, sería elaborado por la CNMV, como organismo encargado de la supervisión e inspección de la actividad de las entidades que intervienen en los mercados de valores españoles, y se aplicaría a los *proxy advisors* que se adhieran a él para el desarrollo de su actividad en España.

A diferencia del anterior, este enfoque ofrece la ventaja de adaptarse a la existencia de mercados heterogéneos y con distintos grados de desarrollo en Europa, posibilitando que el código de buenas prácticas cuya observancia se propone a los *proxy advisors* se adecue a las características propias de cada Estado Miembro.

Este enfoque, además, cuenta con relevantes antecedentes al haber sido seguido en otros países, como Francia o Reino Unido (cfr. apartado 1.1 de este informe).

Con independencia de cuál fuera el ámbito elegido, el código de conducta consistiría en un conjunto de recomendaciones, principios generales y pautas de actuación, que deberían contemplar tanto los principios rectores de la actividad de los *proxy advisors* como sus posibles aspectos negativos, señalando las conductas cuya realización no se considera adecuada o las condiciones bajo las que deberían realizarse.

Entre los objetivos que el código debería perseguir cabe destacar los siguientes:

- (i) optimizar la calidad técnica del asesoramiento y evitar la excesiva estandarización de su análisis;
- (ii) dotar de transparencia a las políticas de voto aplicadas por los *proxy advisors* y a las relaciones existentes entre estos y los inversores y emisores;
- (iii) evitar los posibles conflictos de interés o, en su caso, fomentar la publicación de información detallada y precisa acerca de la existencia de cualquier potencial conflicto y de las medidas que se han adoptado para evitarlo o reducirlo; y
- (iv) exigir eventuales responsabilidades a los *proxy advisors* frente a sus clientes y emisores.

Asimismo, podría ser recomendable establecer mecanismos de resolución de conflictos, de obligado cumplimiento para aquellos que se adhieran al código, con el fin de garantizar la efectividad del sistema de autorregulación y su aplicación real por los *proxy advisors*. A modo de ejemplo, se podría constituir un tribunal arbitral integrado por representantes de las diversas entidades que suscriban el código y que garantizara la aplicación de las normas de autorregulación que resulten aplicables al sector.

5.2.3 Instrumentos regulatorios cuasi-vinculantes de ámbito comunitario. Supervisión de la ESMA

Esta tercera opción consistiría en la adopción por la Unión Europea de medidas de *soft law* tendentes a regular o supervisar la actividad de los *proxy advisors* a través de un código de recomendaciones no vinculantes. Este código podría ser de varios tipos, en función de su grado de voluntariedad y de sus destinatarios.

- (i) En función de su grado de voluntariedad, podría consistir en un conjunto de directrices de la ESMA de adhesión voluntaria, o en un código europeo de buenas prácticas presidido por el principio de “cumplir o explicar”.
 - a) Las directrices de la ESMA se emitirían al amparo el artículo 16 de su Reglamento²⁸, y estarían dirigidas a establecer un estándar de ámbito europeo que promoviera prácticas de supervisión consistentes, eficientes y efectivas, priorizando el enfoque ético sobre el enfoque regulatorio.

En este caso, su efectividad dependería únicamente de la propia voluntad de adherirse y cumplir de los *proxy advisors* y de la evaluación que de este cumplimiento pueda hacer el mercado.

²⁸ Reglamento (UE) nº No 1095/2010 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2010, por el que se crea una Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Europea de Valores y Mercados), se modifica la Decisión no 716/2009/CE y se deroga la Decisión 2009/77/CE de la Comisión.

- b) El código europeo de buenas prácticas con sujeción al principio de “cumplir o explicar”, en cambio, debería basarse sobre una directiva o reglamento europeo que sujetara a los *proxy advisors* a este principio, ya que en caso contrario las agencias podrían optar por no cumplir ni explicar.

La norma que sujetase a los asesores al principio de “cumplir o explicar” podría ser similar al artículo 61 bis de la Ley del Mercado de Valores, sobre el que en gran medida descansa el Código Unificado de Buen Gobierno español.

Bajo esta opción habría que dotar a la ESMA de facultades de supervisión con el fin de garantizar la correcta implementación del código, en especial para asegurar la remisión de los informes por los destinatarios del código para explicar el grado de cumplimiento de las recomendaciones y la inexistencia de eventuales omisiones o datos engañosos o erróneos, a cuyo efecto debería poder recabar cuanta información precisara al respecto, así como hacer pública la información que considerara relevante sobre su grado efectivo de cumplimiento.

- (ii) En función de sus destinatarios, el código europeo podría dirigirse a los propios *proxy advisors* o establecer estándares de *stewardship* para los inversores institucionales, incidiendo así de forma indirecta en la actividad de los *proxy advisors*.

En todos los casos, los principios y recomendaciones del código europeo deberían responder, *mutatis mutandis*, a los objetivos expuestos en el apartado anterior para el código de autorregulación, pudiendo servir de guía el *UK Stewardship Code* o la *Recommandation AMF n° 2011-06 sur les agences de conseil en vote* francesa, en función de quiénes fueran los destinatarios.

5.2.4 Adopción de medidas legislativas de regulación y supervisión por la Unión Europea

La cuarta opción consistiría en que la Unión Europea se encargara de regular directamente la actividad de los *proxy advisors* en Europa mediante el establecimiento de un sistema de registro y supervisión, así como de mecanismos normativos que incentiven (i) una gestión adecuada de los conflictos de interés, (ii) un aumento de la transparencia de las actividades de los *proxy advisors* y de las metodologías y criterios que aplican y (iii) una mayor calidad de las recomendaciones de voto, haciendo énfasis en la necesidad de disponer de personal cualificado y de procedimientos apropiados.

Bajo esta opción, la ESMA gozaría de competencias para supervisar a los *proxy advisors* en Europa, mediante ciertas facultades como las de tener acceso a documentación, poder requerir información, realizar inspecciones *in situ*, etc. o la de adoptar medidas cuando las agencias de recomendación de voto incumplan las obligaciones que les imponga la norma (por ejemplo, proceder a su baja registral, imponer la prohibición temporal de emitir recomendaciones, etc.). Alternativamente, estas competencias se podrían atribuir a las autoridades nacionales de supervisión, correspondiendo a la ESMA su coordinación.

5.3 Valoración de las anteriores alternativas. Ventajas e inconvenientes de la adopción de cada una

5.3.1 No adoptar ninguna medida

El principal argumento a favor de esta alternativa, como hemos explicado anteriormente, es que la prestación de servicios de *proxy advising* es un fenómeno relativamente reciente en Europa y, en el caso concreto de España, poco extendido, por lo que cualquier eventual limitación de esta actividad mediante el establecimiento de códigos de conducta o de normas de obligado cumplimiento podría resultar, no solo innecesaria, sino también perturbadora para un mercado en formación.

Además, aunque sin duda ejercen una cierta influencia sobre el sentido final del voto en relación con las propuestas de los emisores, todavía no existe una evidencia clara sobre su impacto real en términos cuantitativos ni con carácter general ni en relación con las distintas clases de sociedades cotizadas (como evidencia el hecho de que los distintos autores que han intentado estudiar esta influencia lleguen a resultados dispares²⁹), ni existe tampoco un cuerpo de estudio sólido sobre la gravedad y el impacto real de los problemas que suelen asociarse a esta actividad (como conflictos de interés, falta de transparencia, estandarización de su análisis, errores o incorrecciones técnicas en el asesoramiento y ausencia de riesgo y responsabilidad en su actividad) que justifique la adopción de medidas legislativas inmediatas.

Por otro lado, la adopción de medidas legislativas en relación con este mercado podría comportar la creación de barreras de entrada para nuevas empresas de *proxy advising*, lo que eventualmente limitaría la competencia en un mercado que en la actualidad está altamente concentrado.

Sin embargo, y en sentido contrario, no cabe obviar que tanto en España como en Europa la utilización de los servicios de *proxy advising* se está extendiendo, que su protagonismo en los asuntos de gobierno corporativo va en aumento y, en relación con ello, que no existen a día de hoy mecanismos que permitan controlar los conflictos de interés a los que se ven sometidos, la calidad técnica de sus análisis o la frecuente falta de transparencia de sus directrices internas.

Por otra parte, parece deseable al menos una mínima convergencia hacia el modelo implantado en los Estados Unidos, así como hacia las iniciativas que algunos países europeos han empezado a desarrollar. Esto implicaría la conveniencia de algún tipo de respuesta conjunta desde la Unión Europea, como se expondrá más adelante.

Por ello, y ante la demanda creciente de algunos agentes del mercado que consideran que deberían afrontarse estos problemas, sí podría ser razonable adoptar algún tipo de medida relativa a la actividad de estas entidades en Europa.

²⁹ En este sentido, CHOI, S., FISCH, J.E. y KAHAN, M. *op. cit.*; SCHOUTEN, M.C. *Do Institutional Investors Follow Proxy Advice Blindly?*, disponible en <http://ssrn.com/abstract=1978343>; o la guía de Georgeson y Cuatrecasas *Lo que las sociedades cotizadas deben saber para las temporadas de juntas generales de accionistas de 2011-2012: el gobierno corporativo y los inversores institucionales* (edición 2012), disponible en <http://www.georgeson.it/images/Seminars/Booklet.pdf>.

5.3.2 Autorregulación sectorial y nacional

Con carácter preliminar, antes de analizar las posibles ventajas e inconvenientes de esta alternativa, conviene discernir qué ámbito -sectorial o nacional- de autorregulación es el más recomendable, teniendo en cuenta la situación actual de la industria de *proxy advising* y los objetivos que se perseguirían con esta opción.

En este sentido, es importante recordar que la prestación de servicios de *proxy advising* es un fenómeno relativamente reciente en Europa y que, en el caso específico del mercado español, la industria es muy pequeña o inexistente. De hecho, los inversores institucionales que tienen valores en empresas españolas recurren generalmente a los servicios de asesoramiento de *proxy advisors* extranjeros y, al mismo tiempo el mercado español parece ocupar un lugar muy reducido dentro de la actividad global de estas entidades.

En consecuencia, es más probable que los *proxy advisors* extranjeros fueran más proclives a adherirse a un código de conducta de industria que a las recomendaciones que en su caso pudiera aprobar el regulador español. A pesar de que la adopción de un código de conducta de ámbito nacional elaborado por la CNMV favorecería la adaptación de sus recomendaciones y principios a las especiales características del mercado español, es previsible que su eficacia fuera muy limitada, ya que sus destinatarios serían prácticamente inexistentes.

Por ello, cabe asumir que la elaboración de un código de conducta de carácter sectorial sería sin duda más eficaz que uno nacional.

Además, la implementación de la autorregulación sectorial de las empresas de asesoramiento societario o *proxy advisors* se correspondería con el objetivo común de las comunidades profesionales de mantener determinados niveles de exigencia, competencia y calidad en el trabajo.

Un código de buenas prácticas de adhesión voluntaria permitiría a estas empresas controlar y supervisar por sí mismas las tareas propias de su profesión, respetando la autonomía de los *proxy advisors* y su libertad de elección en cuanto a su sometimiento a este régimen.

A la vez, los operadores del mercado dispondrían de unos estándares generales del sector que servirían para valorar la profesionalidad de estas empresas y el grado de cumplimiento de sus objetivos, dando respuesta, en cierta medida, a los movimientos que buscan someter la actuación de los *proxy advisors* a la observancia de determinados estándares generales o normas de actuación³⁰.

³⁰ Entre otros, el informe de la OCDE "*Corporate Governance and the Financial Crisis: Conclusions and good practices to enhance implementation of the principles*", de febrero de 2010, considera, entre otras cosas, la necesidad de que los proveedores de asesoramiento para el voto en la Junta, *proxy advisors*, gestionen adecuadamente sus conflictos de intereses y compitan en un entorno de mercado, evitando posicionamientos singulares sobre el gobierno corporativo de las sociedades cotizadas objeto de su asesoramiento; PERDICES HUETOS, ANTONIO B. "Las agencias de calificación crediticia y los *proxy advisors*" en *Cuadernos de derecho para ingenieros* vol. 9 (2011) pág. 156.

Además, la principal ventaja que ofrecería esta alternativa descansa precisamente en el carácter de norma autoimpuesta: al ser los propios *proxy advisors* quienes formulan los principios generales y las recomendaciones que integrarían el código, cabe asumir que se favorece su efectiva aplicación práctica y las garantías de que sea respetado por quienes lo suscriben, puesto que los *proxy advisors* deberían mostrarse más proclives a respetar los principios y pautas del código de conducta que ellos han elaborado que otros que les vengan impuestos.

Por otro lado, la variedad de problemas que plantea la actividad de los *proxy advisors* y las exigencias crecientes de especialización y optimización de la calidad técnica de sus recomendaciones se abordan mejor desde la flexibilidad de la autorregulación, bajo el principio de libertad de empresa y de evaluación por el mercado, en condiciones de transparencia, del grado de cumplimiento del régimen de autogobierno elegido por las entidades.

Por último, en el ámbito internacional cabe apreciar una tendencia hacia la autorregulación, no solo en el sector de los *proxy advisors*³¹, sino también en otros sectores relacionados, como el de los inversores institucionales³², los fondos de inversión y los *asset managers*. Y aun tratándose de sectores muy alejados, cabe destacar el hecho de que la autorregulación ha funcionado muy bien en otros ámbitos, como la publicidad o el periodismo.

No obstante lo anterior, hay que destacar también ciertos inconvenientes y desventajas ligados a esta alternativa.

En primer lugar, no está claro el beneficio real que obtendrían los inversores y emisores, y en un plano más general el resto de operadores del mercado, con la formulación por los *proxy advisors* de un código de conducta. Al margen de que éste podría no abordar –o no hacerlo adecuadamente– todas las cuestiones que tienden a asociarse con la actuación de estas empresas, en ausencia de sanciones por incumplimiento, la eficacia de la autorregulación acabaría dependiendo únicamente del compromiso voluntariamente asumido por los sujetos implicados de adaptar sus actuaciones a las recomendaciones y pautas de dicho código.

Con todo, la eficacia de las propuestas de autorregulación descansa normalmente sobre el riesgo reputacional al que podrían verse sometidos los incumplidores, aunque tampoco existe evidencia sobre la efectividad de esta sanción en un mercado de limitada transparencia como el de los *proxy advisors*.

En segundo lugar, teniendo en cuenta que muchas empresas de *proxy advising* se apoyan ya en sus propias directrices internas para la realización de su actividad, podría cuestionarse que el impulso de una alternativa sectorial fuera a tener una gran acogida entre sus destinatarios.

³¹ MILLSTEIN CENTRE FOR CORPORATE GOVERNANCE AND PERFORMANCE (Yale School of Management) *Voting Integrity: Practices for Investors and the Global Proxy Advisory Industry* (2009), disponible en <http://millstein.som.yale.edu/sites/millstein.som.yale.edu/files/Voting%20Integrity%20Policy%20Briefing%2002%2027%2009.pdf>.

³² En materia de autorregulación se encuentran iniciativas tan importantes como UN PRI (*Principles for Responsible Investment*), que se aplica a los inversores institucionales.

Además, aunque la tuviera, dado el carácter fuertemente oligopolista del sector de *proxy advising*, en el que una entidad tiene un claro predominio sobre las demás, podría existir el riesgo de que esta impusiera sus propias reglas a los demás participantes, incorporando al código de conducta - de forma cuasi unilateral- normas inasumibles o inadecuadas para empresas de menor tamaño. Al mismo tiempo, el intento de lograr un consenso entre todas las partes implicadas podría determinar que se rebajaran los estándares exigibles a todos los *proxy advisors* con el fin de adaptarse a las características y necesidades de las entidades con menos recursos técnicos y materiales.

Finalmente, la autorregulación puede no ser suficiente en ocasiones y tal vez se precisen normas vinculantes o que al menos tengan un cierto carácter de obligatoriedad para poder cumplir con los objetivos. Por ello, no es posible asegurar con rotundidad que la implantación de esta alternativa permitiría solucionar todos los problemas que generalmente se vinculan a la actividad de los *proxy advisors*.

5.3.3 Código europeo bajo el principio “cumplir o explicar”. Supervisión de la ESMA

Esta opción se enmarcaría en la línea ya iniciada por algunos países europeos en relación con la actividad de los *proxy advisors* (fundamentalmente Reino Unido y Francia, como ejemplos de códigos dirigidos respectivamente a los inversores institucionales y a los propios *proxy advisors*), si bien se trataría de armonizar estas iniciativas en el ámbito comunitario.

La principal ventaja de esta alternativa es que, a la vez que se ofrecería un marco comunitario armonizado, se dejaría cierta flexibilidad a la industria en comparación con la alternativa de la regulación positiva. Esta flexibilidad ofrece además una especial relevancia en el caso de un código de ámbito comunitario, puesto que daría un margen a los inversores institucionales o a los *proxy advisors*, según corresponda, para adaptarlo a sus normas internas y estándares locales de gobierno corporativo.

En el caso de un código presidido por el principio de “cumplir o explicar”, la flexibilidad sería menor en comparación con unas meras directrices, pero aun así aquellos a los que se dirija seguirían teniendo la posibilidad de cumplir con las recomendaciones aplicables o apartarse de ellas en función de las especificidades de su negocio, al tiempo que permitiría que los inversores pudieran comprobar fácilmente en qué medida se están aplicando los principios.

Por otra parte, la adopción de un código europeo de *soft law* es la opción que estaría más en línea de la regulación actual del gobierno corporativo en Europa, que en general se recoge en códigos nacionales con recomendaciones voluntarias de carácter no vinculante.

Un código europeo con recomendaciones sobre cuestiones como transparencia, conflictos de interés o calidad del asesoramiento debería contribuir a fomentar el papel positivo de los *proxy advisors*, pues además de aumentar la participación informada de los inversores en las juntas generales de accionistas de los emisores podría ayudar a la mejora de las prácticas de gobierno corporativo de estos últimos.

Como principal desventaja de esta opción destaca la falta de experiencia reguladora en esta materia y el hecho de tratarse de un mercado aún incipiente, cuyas pautas están en gran medida en proceso de formación y desarrollo. En este sentido, la opción de autorregulación por los propios *proxy advisors* podría ser, en el estado actual de las cosas, una opción más eficiente, dejando el código europeo para una fase más avanzada, cuando exista una evidencia más clara sobre el impacto de estas entidades en relación con los emisores europeos, los problemas reales que suscita su actividad y la mejor manera de afrontarlos.

Por otro lado, un código de ámbito comunitario podría no recoger adecuadamente las diferencias normativas y las diversas prácticas y estándares de mercado de las distintas jurisdicciones, a diferencia de lo que ocurre en el ámbito del gobierno corporativo. Tal vez sería conveniente esperar incluso a una mayor armonización del propio sistema de gobierno corporativo de los emisores y de los deberes de actuación de los inversores institucionales antes de plantearse realizar recomendaciones de carácter comunitario a sus asesores de voto.

Finalmente, en caso de que se quisiera dirigir a los propios *proxy advisors* y no a los inversores institucionales, el desarrollo de un código europeo plantearía el problema fundamental de cómo atraer a aquellos a la supervisión de la ESMA, como se ha anticipado en el apartado 5.2.3, al tratarse en su mayoría de sociedades que no están establecidas en la Unión Europea, que no están sometidas en la actualidad a ninguna regulación positiva en el ámbito comunitario y que no están sometidas por tanto a la supervisión de la ESMA.

5.3.4 Adopción de medidas legislativas de regulación y supervisión por la Unión Europea

Existe un movimiento creciente que viene demandando que se establezcan reglas de funcionamiento de la actividad de los *proxy advisors* en Europa y, en particular, que se exija su registro con el fin de convertirse en entidades supervisadas, como se puede ver, por ejemplo, en el *Feedback Statement Summary of responses to the Commission Green Paper on the EU Corporate Governance Framework*. Reconociendo la existencia de un oligopolio con fuertes barreras de entrada a la competencia en el sector de los *proxy advisors*, parece que podría tener sentido introducir unas reglas de juego de aplicación general para evitar algunos de los aparentes abusos que se vienen denunciando.

Por otro lado, esta opción regulatoria es la que se ha empleado con los otros tres tipos de proveedores profesionales de información a los inversores, como son las agencias de *rating*, los analistas financieros y los auditores, que, a diferencia de los *proxy advisors*, sí cuentan con una regulación positiva³³. Desde esta perspectiva, podría ser una opción coherente establecer unos

³³ En particular, las agencias de calificación crediticia están reguladas, en su registro y actividad, por el Reglamento (CE) nº 1060/2009, de 16 de septiembre de 2009, sobre las agencias de calificación crediticia y por la Ley 15/2011, de 16 de junio, por la que se modifican determinadas normas financieras para la aplicación del Reglamento (CE) nº 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre de 2009, sobre agencias de calificación crediticia. El Reglamento atribuye el registro y la supervisión de las agencias de *rating* a las autoridades competentes del Estado donde la agencia tenga su domicilio social, e introduce una serie de requisitos sustantivos que pretenden establecer mecanismos que incentiven una gestión adecuada de los conflictos de interés, un aumento de la transparencia de las actividades de las agencias y de sus metodologías y una mejor calidad de los ratings al insistir en la necesidad de personal cualificado y procedimientos apropiados.

requisitos mínimos de control y transparencia similares a los que se exigen a los demás asesores, si bien teniendo en cuenta las diferencias fundamentales que lógicamente distinguen a unos y otros³⁴.

Conviene asimismo recordar que, como se ha adelantado, en los Estados Unidos la actividad de los *proxy advisors* está regulada, pues se les considera asesores de inversión al igual que a los asesores financieros. Siendo la Unión Europea el segundo mercado más importante de los servicios de los *proxy advisors* después de los Estados Unidos, la introducción de normas positivas en la línea de las que existen en este país podría ser una opción justificada.

La adopción de iniciativas legislativas en relación con los *proxy advisors* favorecería el acercamiento de las posiciones de la Unión Europea y los Estados Unidos sobre cuál debe ser la respuesta global a la regulación de su actividad. De esta forma, se evitaría dar un enfoque más laxo al control y supervisión de la actividad de estas entidades en Europa respecto del que han merecido en el que, en la mayoría de los casos, es su país de origen y principal mercado.

Teniendo en cuenta que los *proxy advisors* desarrollan su actividad en un contexto cada vez más integrado, caracterizado por la creciente comunicación e interdependencia entre los distintos mercados, sería deseable además que las normas aplicables a estas entidades convergieran en la misma dirección, dándoles un carácter global y uniforme, y facilitando de este modo la comparación y evaluación de empresas que operan en distintas jurisdicciones, así como la mejora de su eficiencia.

Por otro lado, no hay que olvidar que la actividad de los *proxy advisors* no se ha desarrollado exclusivamente como consecuencia de una demanda espontánea del mercado, sino que en gran medida ha venido impulsada por la obligatoriedad establecida en algunos códigos y normas europeas de ejercicio de los derechos políticos por determinados inversores institucionales³⁵. Ello

Del mismo modo, las empresas de asesoramiento a la inversión también reciben una regulación positiva en la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, que considera necesario someter a autorización previa el asesoramiento en materia de inversión, a la luz de la asimetría de información que sufre el inversor y de la confianza que despiertan en él las recomendaciones personalizadas, y en la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, desarrollada por el Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión. En particular, las empresas de asesoramiento a la inversión tienen un régimen muy estricto de regulación de conflictos de interés.

Finalmente, la Directiva 2006/43/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 17 de mayo de 2006, relativa a la auditoría legal de las cuentas anuales y de las cuentas consolidadas, regula la autorización y registro de auditores y sociedades de auditoría, las normas de ética profesional, de independencia y objetividad, la realización de las auditorías de acuerdo con las normas internacionales de auditoría que adopte la Unión Europea, la responsabilidad plena del auditor que realice la auditoría de estados financieros consolidados, el control de calidad de los auditores y sociedades de auditoría, los sistemas efectivos de investigación y sanción, y la cooperación con las autoridades competentes de estados miembros de la Unión Europea y de terceros países, entre otros. En España, estas cuestiones se recogen en la Ley de Auditoría de Cuentas, aprobada por el Real Decreto Legislativo 1/2011, de 1 de julio y su reglamento de desarrollo, aprobado por el Real Decreto 1517/2011, de 31 de octubre.

³⁴ Por ejemplo, y entre otras cuestiones, los emisores tienen en algunas circunstancias obligación de recurrir a los servicios de los auditores y las agencias de *rating*, mientras que los *proxy advisors* los contratan de forma voluntaria; ha habido experiencias negativas en el pasado en relación con la actividad de los auditores y las agencias de *rating* que han requerido el desarrollo de normas para evitar los fallos del mercado, mientras que la experiencia relativa a los servicios de *proxy advising* es de momento mínima; hay amplios sectores del mercado que confían en las recomendaciones de auditores, agencias de *rating* y analistas financieros, mientras que el impacto de los *proxy advisors* aún no está claro.

³⁵ En España, por ejemplo en la recomendación 9 del Anexo II al Código Unificado de Buen Gobierno Corporativo, relativo a las Recomendaciones complementarias al Gobierno, CNMV e Instituciones Financieras, que recomienda a los inversores institucionales

explica que el recurso al asesoramiento de expertos independientes opere como una suerte de seguro frente a las eventuales responsabilidades que pudieran exigirles los inversores finales. Por tanto, en la medida en que el recurso a estos servicios responde de algún modo a un impulso normativo, podría justificarse que al propio tiempo el legislador se preocupara de asegurar un asesoramiento independiente y de calidad en interés de los inversores y de los emisores.

No obstante lo anterior, cabe entender que esta opción resulta desproporcionada en el momento actual, puesto que, como se ha adelantado, no parece existir una evidencia concluyente sobre la influencia real de los *proxy advisors* ni sobre los efectos negativos en la práctica de los problemas que tienden a asociarse con su actividad, lo que parece incompatible con la adopción de medidas legislativas inmediatas.

En el mismo sentido, el establecimiento de normas de obligado cumplimiento para los *proxy advisors* no se correspondería ni con las iniciativas recientemente tomadas por otros países europeos como Reino Unido o Francia, de naturaleza no vinculante, ni con el marco de gobierno corporativo europeo, de carácter nacional y basado en el principio de “cumplir o explicar”, lo que podría determinar que se impusieran medidas más estrictas a los *proxy advisors* que a los propios emisores e inversores institucionales.

Finalmente, como se ha apuntado, la introducción de medidas legislativas podría tener un impacto negativo sobre el nivel de crecimiento y competencia en el mercado europeo de *proxy advisors*, introduciendo mayores barreras de entrada a las que ya existen, lo que podría contribuir a limitar la competencia en un sector ya fuertemente concentrado.

Valorando la importancia del asesoramiento que los *proxy advisors* prestan y la relevancia de sus recomendaciones para la toma de decisiones por parte de los inversores institucionales, así como su impacto positivo en el desarrollo de buenas prácticas de gobierno corporativo, la opción elegida en el ámbito de la Unión Europea debería estar encaminada a garantizar la transparencia, fiabilidad y calidad de las recomendaciones de voto, pero sin suponer un freno al desarrollo de una industria que todavía se encuentra en un estadio muy temprano. En consecuencia, cabe considerar que la adopción de medidas legislativas de regulación y supervisión por la Unión Europea resulta, hoy por hoy, inadecuada y por tanto, desaconsejable.

5.4 Conclusiones

5.4.1 Opción recomendada

Del análisis de las cuatro alternativas estudiadas se puede concluir que, por un lado, no deben ignorarse los problemas derivados de la actividad de los *proxy advisors* por su importancia y los

que ejerciten de forma activa los derechos políticos de las acciones de sociedades cotizadas que posean y que informen a sus partícipes e inversores finales de los criterios generales que, en su caso, sigan al ejercitar tales derechos. Reglas similares se recogen en el derecho positivo, como por ejemplo en el artículo 46 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, que requiere a las sociedades gestoras informar a los partícipes de su política en relación al ejercicio de los derechos políticos inherentes a los valores que integren la cartera del fondo, justificando bien el no ejercicio del derecho de voto o bien de su sentido.

riesgos que plantean y, por otro, que la adopción de medidas legislativas de regulación y supervisión no parece ser actualmente la opción más recomendable para ocuparse de un mercado tan incipiente y embrionario como este.

La posible adopción de medidas legislativas de regulación y supervisión por la Unión Europea, en línea con la perspectiva adoptada por los Estados Unidos y con la opción empleada respecto de otras categorías de proveedores profesionales de información a los inversores, es una opción que no debe perderse de vista. Esta opción podría estar justificada, en efecto, si, además de producirse un mayor desarrollo del mercado de *proxy advising* en la Unión Europea y una creciente influencia de éste sobre el sentido final del voto en relación con las propuestas de acuerdo de los emisores europeos, quedaran probados los posibles riesgos y efectos negativos asociados a su actividad y la insuficiencia del código de adhesión voluntaria presidido por el principio de “cumplir o explicar” que pudiera adoptarse en virtud de la opción recomendada para paliarlos, conforme a lo que se expone a continuación.

Desde esta perspectiva, en opinión del grupo de expertos de la CNMV, la opción más razonable en el momento actual sería la de desarrollar un código europeo con sujeción al principio de “cumplir o explicar”, formulado por la ESMA y dirigido a los *proxy advisors*, similar a la *Recommandation AMF n° 2011-06 sur les agences de conseil en vote* francesa, en el que se establezca un marco comunitario armonizado en relación con la actividad de estas empresas con el fin de someterlas a determinados estándares y principios generales de actuación que aseguren que los *proxy advisors* desempeñen su función de asesoramiento en defensa del mejor interés de sus clientes³⁶, pero dentro siempre de un marco de flexibilidad.

A su vez, y de entre las dos opciones planteadas por la ESMA sobre el ámbito subjetivo de aplicación de dicho código, el grupo se decanta por su aplicación directa a los *proxy advisors*, descartando la inclusión en dicho código de recomendaciones dirigidas a los usuarios de los servicios de *proxy advising*, por entender que el marco regulatorio de los inversores institucionales ya recoge con claridad estrictas obligaciones en materia de ejercicio de los derechos de voto.

En opinión del grupo de expertos, esta alternativa sería más adecuada que la autorregulación por los propios *proxy advisors*, ya que un código formulado por la ESMA, aun siendo de adhesión voluntaria, revestiría un cierto carácter de obligatoriedad –aunque no fuera jurídica– para las entidades de *proxy advising*, además de que permitiría cubrir y abordar todas las cuestiones identificadas en relación con su actividad y establecer unos estándares mínimos en el ámbito europeo.

El código europeo, al que podrían adherirse los *proxy advisors* de forma voluntaria, estaría compuesto por una serie de directrices y recomendaciones, precisas y ponderadas, de forma que las entidades que lo suscribieran se deberían comprometer, bien a cumplirlo, bien a explicar por

³⁶ En lo que respecta al contenido y al desarrollo de los principales aspectos de este código, nos remitimos a lo que se ha explicado en el apartado 5.2.2 anterior.

qué y en qué medida no lo hacen. Su efectividad estaría ligada al riesgo reputacional al que podrían verse sometidos los *proxy advisors* en caso de que no cumplieran con las recomendaciones establecidas por la ESMA y no proporcionaran ninguna explicación al respecto, lo que podría redundar en un desvío de los usuarios de esos servicios de asesoramiento societario hacia otras entidades que sí las cumplieran.

Además, este riesgo reputacional también iría vinculado a la propia estrategia de expansión de los *proxy advisors*, que podría verse negativamente afectada en caso de no cumplir con las recomendaciones de un regulador europeo.

Tal y como se ha expuesto en el apartado 5.3.3 de este Informe, la principal ventaja de esta alternativa es que, a la vez que se ofrece un marco comunitario armonizado, se deja cierta flexibilidad a la industria en comparación con la alternativa de la regulación positiva.

En este sentido, el hecho de que el código esté presidido por el principio de “cumplir o explicar” daría un margen a los *proxy advisors* para adaptarlo a sus normas internas y estándares locales de gobierno corporativo, ya que estas entidades tendrían la posibilidad de cumplir con las recomendaciones aplicables o apartarse de ellas, si fuera necesario, en función de las especificidades de su negocio o de las diferentes prácticas y estándares de mercado de las distintas jurisdicciones.

Un código europeo con recomendaciones sobre cuestiones como transparencia, conflictos de interés o calidad del asesoramiento debería contribuir también a fomentar el papel positivo de los *proxy advisors*, pues además de aumentar la participación informada de los inversores en las juntas generales de accionistas de los emisores podría ayudar a la mejora de las prácticas de gobierno corporativo de estos últimos.

Asimismo, la adopción de un código europeo de estas características es la opción que estaría más en línea con la regulación actual del gobierno corporativo en Europa, que en general se recoge en códigos nacionales con recomendaciones voluntarias de carácter no vinculante.

Sin perjuicio de lo anterior, tal y como se ha expuesto, la adopción de esta alternativa también podría comportar ciertos riesgos o inconvenientes que no hay que perder de vista.

Por un lado, la falta de experiencia reguladora en esta materia y el hecho de tratarse de un mercado aún incipiente, cuyas pautas están en gran medida en proceso de formación y desarrollo, podría inclinar la balanza hacia la alternativa de la autorregulación por los propios *proxy advisors*, de tal modo que la adopción del código europeo quedara aplazada hasta que exista una evidencia más clara sobre el impacto de estas entidades en relación con los emisores europeos, los problemas reales que suscita su actividad y la mejor manera de afrontarlos.

En esta misma línea, también podría ser conveniente esperar a una mayor armonización de las prácticas y estándares de mercado de la industria de *proxy advising*, para desarrollar un código de ámbito comunitario que pudiera ser aplicado de manera uniforme en todos los Estados Miembros.

En todo caso, resulta necesario un comportamiento diligente y profesional de los *proxy advisors* para orientar sus conductas y el seguimiento de las recomendaciones que puedan formularse, pues solo así se podrá lograr un adecuado desarrollo de su actividad de asesoramiento societario y la tutela efectiva de los distintos intereses que se ven afectados por esta.

5.4.2 Contenido y desarrollo -en su caso- de sus principales aspectos y, entre ellos, capacidad de verificación por las autoridades regulatorias

En relación con los principales aspectos que deberían contemplar tanto el código de autorregulación como el eventual código europeo formulado por la ESMA, se sugieren las siguientes medidas:

- a) Con el objeto de dotar de mayor transparencia a la actividad de los *proxy advisors*, se sugiere la publicación por parte de estos, bien en su página web, bien en los informes con recomendaciones de voto que emitan, según corresponda, de los siguientes aspectos:
 - (i) En relación con sus ingresos, indicar sus principales fuentes, segmentadas por tipo de actividad. En particular, deberían publicar qué porcentaje de sus ingresos proviene de las actividades de (i) recomendación de voto a inversores (*proxy advising*), (ii) prestación de servicios derivados de la contratación de plataformas de voto (*proxy voting*), (iii) prestación de servicios de consultoría a emisores, (iv) elaboración de material de investigación y (v) otras actividades.
 - (ii) En relación con la estructura de propiedad de la firma, publicar cuáles son sus principales accionistas y si pertenecen a algún grupo de sociedades así como, en este caso, indicar cuál es la entidad dominante.
 - (iii) En relación con sus políticas generales de voto, mantenerlas publicadas en su página web, en su caso segmentadas por mercados o sectores, para su posible consulta por los inversores y emisores interesados.
 - (iv) En relación con la gestión de los conflictos de interés, explicitar de forma precisa en los informes para inversores los conflictos de interés potenciales que puedan tener con los emisores sobre cuyas propuestas emitan recomendaciones de voto, con indicación de las medidas adoptadas para evitarlos o minimizarlos. En este sentido, indicar además, en cada informe que emitan, el volumen de ingresos que reciben del emisor cuyas propuestas de voto son objeto de análisis por otros servicios prestados.
- b) Para optimizar la calidad técnica del asesoramiento y evitar la excesiva estandarización de los análisis, se sugiere establecer recomendaciones, entre otras posibles, sobre:
 - (i) En general, la cualificación profesional y los conocimientos técnicos necesarios de los analistas que elaboran los análisis o recomendaciones de voto del *proxy advisor*.

- (ii) En particular, la cualificación y los conocimientos técnicos necesarios de los analistas sobre el marco regulatorio y las prácticas locales en relación con los mercados geográficos en los que se especialicen para la elaboración de sus informes.
 - (iii) Los límites máximos y el promedio del número de emisores sobre los que cada analista debería analizar los asuntos sometidos a votación en la junta general de accionistas.
- c) En relación con el procedimiento de elaboración de los informes, para garantizar que los votos se emitan en interés de los inversores, el código que se adopte debería recomendar:
- (i) Que en los informes sobre recomendaciones de voto se establezca de forma clara la opinión del *proxy advisor* sobre cada uno de los puntos del orden del día, así como las razones concretas que motivan el sentido de la recomendación.
 - (ii) Que se facilite el borrador del informe al emisor correspondiente para permitir que pueda aclarar o precisar aquellos aspectos sobre los que pueda existir alguna controversia, en especial teniendo en cuenta las especificidades, tanto legales como de práctica del mercado, que puedan existir en cada jurisdicción, contribuyendo de este modo a una mayor calidad y precisión de los informes.
- d) Con el objeto de facilitar la evaluación por el mercado de la actividad de los *proxy advisors*, el código debería exigir a las entidades adheridas o sujetas, según el caso, la emisión de informes anuales en los que expliquen el grado de cumplimiento de sus recomendaciones.

En relación con los mecanismos de verificación, lo más coherente con la opción elegida, teniendo en cuenta el estado actual de desarrollo del mercado de *proxy advising*, es, como se ha expuesto, dejar flexibilidad a las empresas que prestan estos servicios para cumplir con las directrices o apartarse de ellas, pero con la obligación de explicar al mercado su grado de cumplimiento y los motivos por los que, en su caso, no sigan alguna recomendación.

De este modo, el código europeo de buenas prácticas se asentaría sobre dos pilares básicos: el compromiso ético de los *proxy advisors* que decidan adherirse a él para dar cumplimiento a las normas aplicables y a las directrices del código, de un lado, y la evaluación por el mercado, en condiciones de información y transparencia, de su actividad y del grado de seguimiento de las recomendaciones, de otro lado.

Finalmente, sería necesario dotar al código de la máxima publicidad y difusión para favorecer la adhesión al mismo por parte de los *proxy advisors*, al tratarse en su mayoría de sociedades que no están establecidas en la Unión Europea y que no están sometidas por tanto a la supervisión de la ESMA, así como para facilitar su conocimiento por el conjunto de los emisores y de los inversores y, con ello, su propia efectividad práctica.

ANEXO I

FICHAS DE LOS PROXY ADVISORS MÁS RELEVANTES

(i) INSTITUTIONAL SHAREHOLDER SERVICES (ISS)

Fundada en 1985 por un ex alto cargo de la Oficina de Pensiones y Programas de Beneficios Sociales en el Departamento de Trabajo del gobierno federal de los Estados Unidos de América, es la principal entidad prestadora de servicios de *proxy advisor*.

Tiene su sede en Delaware, así como varias oficinas en Estados Unidos, y presencia en Europa, Canadá, Japón y Australia.

Accionariado: Es filial de MSCI Inc., entidad dedicada a proveer herramientas de soporte de decisiones de inversión.

Supervisada por la SEC: Sí.

Negocio: Según las cifras publicadas por ISS, la entidad es la más grande del sector de entidades de *proxy advisors*. En 2010 emitió recomendaciones de voto en más de 40.000 juntas celebradas en 108 países distintos.

Servicios a emisores: Aproximadamente el 17% de sus ingresos provienen de su filial, ISS Corporate Services Inc., que presta asesoramiento a sociedades emisoras en materia de gobierno corporativo. Según algunos analistas, los ingresos provenientes de esta filial tendrían un margen de beneficio mucho más alto que los generados por ISS, dado que gran parte de los ingresos provienen de facilitar el acceso a las sociedades emisoras a las directrices y los modelos desarrollados por ISS.

Los servicios que presta ISS a través de su filial son servicios de asesoramiento a las sociedades emisoras, indicándoles por ejemplo qué aspectos deben mejorar en sus sistemas de gobierno corporativo para recibir una opinión favorable de entidades de *proxy advisors* (incluso de la propia ISS).

ISS trata de prevenir el conflicto de interés publicando información detallada en su página web acerca de la existencia del potencial conflicto y de los mecanismos diseñados para evitarlo: murallas chinas que incluyen la separación legal, física y tecnológica de ISS y ICS, etc.

No obstante, la política para prevenir conflictos de interés de ISS no prevé la abstención de emitir recomendaciones de voto en propuestas de acuerdo relativas a sociedades emisoras asesoradas por ICS.

Crecimiento no orgánico: En 1997, ISS adquirió Proxy Voter Services, un *proxy advisor* especializado en fondos de inversión.

En 2005, ISS completó varias adquisiciones que aumentaron su posición de dominio mundial: (i) en mayo, adquirió *Deminor International* (con base en Bruselas) por un millón de dólares; (ii) en junio, ISS adquirió *Proxy Australia Pty Ltd.* firma líder en *governance research*, por 0,7 millones de dólares; (iii) e *Investor Responsibility Research Center* (IRRC), principal rival de ISS en EEUU, por 14,3 millones de dólares.

Por último, en 2007, diferentes firmas se integraron en ISS: (i) CFRA, líder en contabilidad analítica; (ii) *Innovest Strategic Value Advisers*, y (iii) *KLD Research & Analytics*, estas dos últimas, con una larga trayectoria en prestación de servicios de asesoramiento sobre investigación medioambiental, social y *governance research*.

Publican su Política de Voto: Sí. A través de su página web.

(ii) **GLASS, LEWIS & CO.**

Fundada en enero de 2003, es la segunda entidad prestadora de servicios de *proxy advisor*.

En 2006 fue adquirida por XinhuaFinance Ltd., una sociedad de nacionalidad china. La entrada de dicha sociedad en el accionariado de la entidad produjo la salida de varios de sus altos directivos, a lo que siguió una progresiva pérdida de clientes.

En octubre de 2007, XinhuaFinance Ltd. anunció la venta de Glass, Lewis & Co. a uno de sus clientes, la entidad canadiense Ontario Teachers' Pension Plan (OTPP).

En 2010, Glass, Lewis & Co. adquirió la firma de *proxy advisor* denominada Proxy Governance Inc., fundada en 2004 por uno de los antiguos consejeros (Commissioner) de la SEC, Steven Wallman. Hasta entonces era el tercer operador por tamaño.

Accionariado: Pertenece a Ontario Teachers' Pension Plan (OTPP).

En el caso de Glass, Lewis & Co., el potencial conflicto de interés proviene del hecho de que su accionista de control, el Ontario Teachers' Pension Plan (OTPP) ("OTPP", por sus siglas en inglés) es uno de los principales inversores institucionales en Canadá.

El conflicto de intereses en este caso proviene de la vinculación dominical existente entre el *proxy advisor* y el inversor institucional con intereses en sociedades emisoras evaluadas: piénsese en el supuesto de que OTPP decida impulsar o respaldar una propuesta de acuerdo, que habrá de ser evaluada por el *proxy advisor*, filial de la entidad que propone o respalda el acuerdo:

En su página web, Glass, Lewis & Co. informa expresamente sobre la existencia de este conflicto de interés, afirmando la implementación de medidas similares a las que propone ISS para prevenir su conflicto de interés.

No obstante, la política para prevenir conflictos de interés de Glass, Lewis & Co. no prevé la abstención de emitir recomendaciones de voto en propuestas de acuerdo impulsadas o respaldadas por OTPP.

Supervisada por la SEC: No.

Negocio: Presta sus servicios de *proxy advisor* en 70 países, emitiendo recomendaciones respecto de propuestas de acuerdos de 16.000 sociedades.

Servicios a emisores: el principal rival de ISS en Estados Unidos, Glass, Lewis & Co., manifiesta en su página web, de forma rotunda, que no presta ningún tipo de servicios a las sociedades emisoras.

Crecimiento no orgánico: La firma creció rápidamente debido al acuerdo alcanzado con la entidad de servicios de *proxy advisor* denominada *Investor Responsibility Research Center* (IRRC) a finales de 2003, lo que le permitió acceder a los clientes de IRRC ofreciéndoles sus análisis, que complementaban sus recomendaciones de voto. En el momento en el que IRRC fue adquirida por *Institutional Shareholder Services* (ISS) en 2005, muchos de sus clientes fueron retenidos por Glass, Lewis & Co.

Publican su Política de Voto: A sus clientes.

(iii) EGAN-JONES PROXY SERVICES

Fundada en enero de 2002, es la tercera entidad prestadora de servicios de *proxy advisor*, según las fuentes consultadas, muy por detrás de ISS y Glass, Lewis & Co.

Accionariado: Pertenece a Egan-Jones Rating Company, una entidad de calificación crediticia que se caracteriza por facturar sus servicios de calificación crediticia a los acreedores en lugar de a los deudores.

Dicha compañía es prácticamente la única agencia de calificación crediticia que no percibe sus honorarios de las sociedades cuya deuda es objeto de calificación, sino de los acreedores.

El conflicto de intereses proviene del riesgo de que los clientes de su matriz, como agencia de calificación crediticia, puedan pretender influir en las recomendaciones del sentido del voto en las propuestas de acuerdo de las sociedades deudoras.

Egan-Jones Proxy Services no reconoce que dicha situación pueda implicar un riesgo de conflicto de interés.

Supervisada por la SEC: No (sí su matriz, por ser una entidad de calificación crediticia).

Negocio: No facilita información sobre el número de sociedades cuyas propuestas de acuerdo evalúa.

Servicios a emisores: Egan-Jones Proxy Services tampoco presta servicios a emisores.

Crecimiento no orgánico: no consta en las fuentes disponibles.

Publican su Política de Voto: A sus clientes.

(iv) **IVOX**

Fundada en el año 2006, con sede en Alemania e influencia relevante en inversores institucionales alemanes y austriacos. La sociedad fue fundada por Alexander Juschus y Mike Danbury. Utilizan alrededor de 100 criterios de Gobierno Corporativo para valorar a las sociedades en las áreas de Consejo de Administración, trato equitativo de los accionistas, transparencia y revelación de información, mecanismos y políticas de retribución, blindaje y medidas anti-OPA.

Trabajan conjuntamente mediante alianzas estratégicas con Eutech; Shareholder Support; Lex Persona; Technopole de l'Aube; Oekom Research; Nordic Investor Services y ABI (Association of British Insurers).

Accionariado: Sus dos accionistas desde la fundación son Alexander Juschus y Mike Danbury.

Supervisada por la SEC: No.

Negocio: Cuentan con treinta inversores institucionales como clientes, particularmente concentrados en el mercado alemán. Realizan un análisis de las sociedades en las que invierten sus clientes, sin develar su número exacto.

Servicios a emisores: Aunque por política interna Ivox no presta servicios de consultoría en materia de asesoría para las Juntas de Accionistas o de Gobierno Corporativo, presta otros servicios como Agentes de Información, enviando notificaciones a los inversores sobre la información corporativa que solicite el emisor. Asimismo los emisores pueden contratar su plataforma de voto para que los inversores clientes de Ivox puedan votar a través de éste mecanismo. Cuentan con un Código de Conducta.

Crecimiento no orgánico: no consta en las fuentes disponibles.

Publican su Política de Voto: a sus clientes.

(v) **PROXINVEST**

Fundada en el año 1995 por Pierre-Henri Leroy. Su ámbito de actividad se dirige esencialmente a los inversores institucionales franceses y suizos. Recientemente ha extendido sus servicios a los mercados de Estados Unidos, Canadá, Australia, Asia e Italia a través de una red de aliados estratégicos no incorporados orgánicamente a la entidad.

Accionariado: El accionista mayoritario es el fundador, Pierre-Henri Leory y recientemente Ethos (la fundación suiza de Fondos de Pensiones) que conjuntamente con ECGS (European Corporate Governance Services) han adquirido un 20% del capital de la entidad.

Supervisada por la SEC: No.

Negocio: La entidad dirige sus servicios esencialmente a inversores institucionales. El 57% de sus ingresos los obtiene en concepto de asesoría del sentido del voto y elaboración de políticas específicas para algunos de sus clientes. Asesora de forma exclusiva a Proxy Active Investors obteniendo por este acuerdo el 10% de sus ingresos anuales. Asimismo las publicaciones realizadas con la firma Soficom, que cuenta con sesenta suscriptores, representan el 15% de los ingresos. Cuentan igualmente con un servicio denominado *Proxinvest's Internet proxy voting platform* que permite al inversor formalizar su voto.

Servicios a emisores: No prestan servicios a los emisores.

Publican su Política de Voto: A sus clientes.

ANEXO II

Composición del Grupo de Expertos

Miembros

CLIFFORD CHANCE, S.L.	Javier García de Enterría
CUATRECASAS, GONÇALVES PEREIRA, S.L.P	Pere Kirchner
ENAGÁS, S.A. ³⁷	Rafael Piqueras
FRESHFIELDS BRUCKHAUS DERINGER, LLP	Armando Albarrán
GEORGESON, Inc.	Paola Gutiérrez
INVERCO	Elisa Ricón
J&A GARRIGUES, S.L.P.	Fernando Vives
RED ELÉCTRICA CORPORACIÓN, S.A. ³⁷	Rafael García de Diego
SANTANDER ASSET MANAGEMENT, SGIIC ³⁸	Pilar Verde Uniesa
TELEFÓNICA, S.A.	Consuelo Barbé Capdevila
URÍA MENÉNDEZ ABOGADOS, S.L.P.	Rafael Sebastián

³⁷ Miembro de la Asociación de Emisores Españoles

³⁸ Miembro de INVERCO