

Origen, funciones, influencia y futuro de los asesores de voto (*proxy advisors*)

Javier Martín Cavanna

CC - Reconocimiento – Compartir Igual



Licencia Creative Commons (bienes comunes creativos) con reconocimiento de autoría y a compartir en idénticas condiciones

© **Fundación Haz. Enero 2024**

La Fundación Haz tiene como misión fortalecer la confianza de la sociedad en las instituciones y empresas impulsando el buen gobierno, la transparencia y el compromiso social

Fundación Haz

C/ Príncipe de Vergara, 8 1º dcha.. 28001 Madrid

T: + 34 91 431 37 02. F: +34 91 575 61 64

www.hazfundacion.org

haz@hazfundacion.org

Índice

Presentación	4
Introducción	6
Estructura de propiedad: los inversores institucionales	9
El activismo accionarial y la mejora del gobierno corporativo	14
El activismo accionarial	14
Radiografía del activismo accionarial	16
Transparencia y diálogo con los accionistas	18
Los <i>proxys advisors</i>	19
Origen y regulación de los <i>proxys</i>	22
Estados Unidos	23
Unión Europea	24
España	26
La industria de los <i>proxys</i>: un duopolio marcado por los conflictos de intereses	31
Principales cuestiones abordadas por los <i>proxys</i>	35
Composición del consejo de administración y comisiones	35
Propuesta de la política de remuneraciones	37
Modificación de los estatutos	38
Dilución de capital	38
Otras cuestiones	39
Diversidad, equidad e inclusión: ¿un tema en la agenda?	41
Análisis de la temporada de juntas de accionistas en España 2022	44
Retribución del consejo	44
Composición del consejo	45
Ampliación de capital	46
Las recomendaciones de los <i>proxys</i>	46
Influencia de los asesores de voto	49
Conclusiones	52

Presentación

El informe *Origen, funciones, influencia y futuro de los asesores de voto (proxy advisors)* obedece a dos peticiones, casi simultáneas, que vienen a confirmar el interés creciente por la figura de los asesores de voto.

La primera de ellas responde a la solicitud del profesor y maestro José Luis Lucas para participar en la redacción de libro colectivo sobre “El papel de la propiedad en la empresa”, publicado por San Telmo Business School, en cuya elaboración colaboramos distintos profesores y profesionales. El texto original para ese libro fue presentado en el XXV *Encuentro de profesores de política de empresa de San Telmo*, el foro internacional más importante que reúne anualmente a profesores de distintas escuelas de negocio para discutir y reflexionar sobre temas relacionados con el área de la política de empresa.

La segunda solicitud para abordar esta temática, con un enfoque particular centrado en analizar el papel de los *proxys* en relación con las cuestiones relativas a la diversidad, equidad e inclusión, tiene su origen una charla impartida en el marco de la alianza *CEO por la diversidad*, una iniciativa impulsada por la Fundación Adecco, la Fundación CEOE y a la que se han sumado noventa y un CEO de empresas españolas.

Esta alianza tiene como misión unir a los CEO de las principales empresas en España en torno a una visión común e innovadora de diversidad, equidad e inclusión, actuando como impulsores y embajadores que ayuden a acelerar el desarrollo de estrategias que contribuyan a la excelencia empresarial, la competitividad del talento en España y la reducción de la desigualdad y exclusión en la sociedad española.

Como se puede intuir, se trata de dos foros especialmente cualificados. El primero de ellos constituido, principalmente, por académicos, aunque con una dilatada experiencia en el mundo empresarial. El segundo, integrado por los líderes de las empresas más destacadas de nuestro país con un claro compromiso por impulsar la mejora de la diversidad, equidad e inclusión en sus compañías.

Haber tenido la posibilidad de compartir este texto con dos colectivos tan autorizados constituye un auténtico privilegio y un motivo de agradecimiento.

No quiero terminar si agradecer, igualmente, las valiosas sugerencias y aclaraciones de Juan Prieto, fundador y CEO de Corporance Asesores de Voto, en la elaboración de este informe, así como su ayuda en la búsqueda de la bibliografía.

Javier Martín Cavanna

Introducción

Para entender bien el origen de los *proxys*, el papel que desempeñan y los retos que enfrentan resulta muy útil refrescar el concepto y contenido de la configuración institucional en el ámbito del área de la política de empresa.

Siguiendo el modelo Valero-Lucas¹, la configuración institucional de la empresa se puede entender como el diseño organizativo del proyecto empresarial que trata de responder a las decisiones, procesos y políticas relacionados con el origen y el reparto del dinero, la distribución del poder y la capacidad de iniciativa.

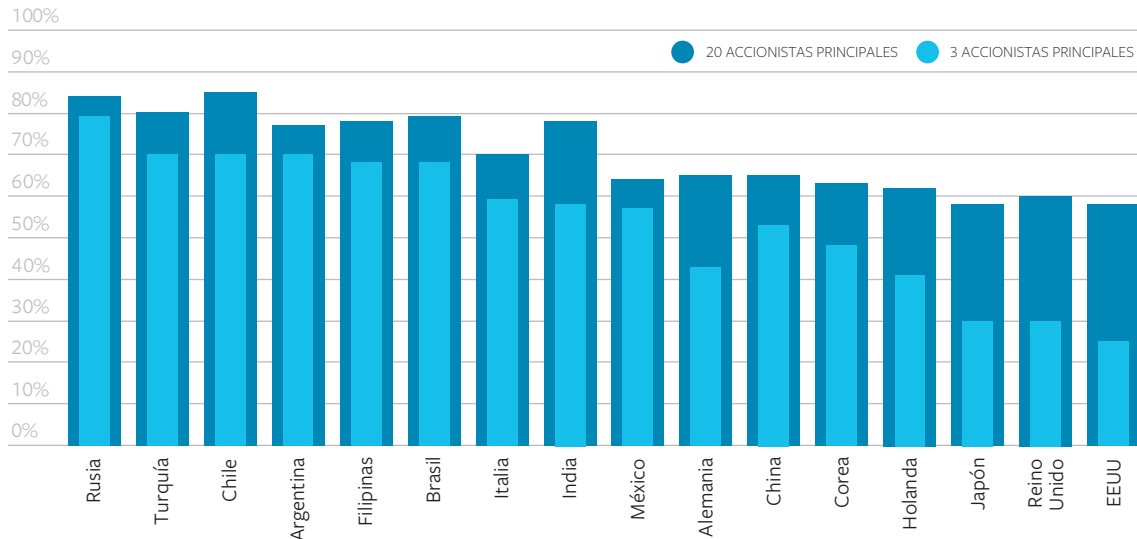
Como es obvio, articular esos tres elementos resulta más complejo en aquellas organizaciones en las que la propiedad de la empresa (sus principales accionistas) y la gestión de esta (a cargo de sus directivos o administradores) no recaen en las mismas personas y, en consecuencia, se requiere un esfuerzo adicional para alinear las expectativas de estos dos grupos.

En líneas generales, las empresas cotizadas de los países más desarrollados cuentan con un capital mucho más disperso y menos concentrado como consecuencia del mayor grado de desarrollo del mercado de capitales.

Como refleja el Gráfico 1, la concentración de la propiedad de las empresas cotizadas en manos de tres accionistas en países como EE. UU. o Reino Unido es de un 25% y 30% respectivamente, frente a países como Rusia o Turquía en donde el grado de concentración de la propiedad en manos de tres accionistas principales asciende al 79% y 70% respectivamente.

1. Valero A. y Lucas J.L., “Política de empresa”, (2011) EUNSA (octava edición)

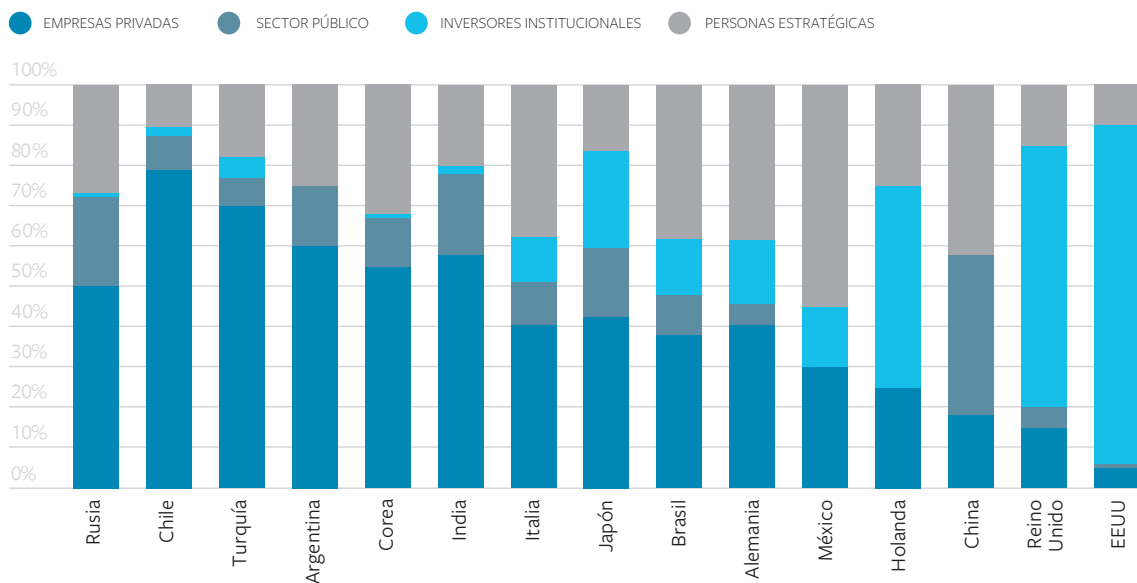
Gráfico 1. Concentración de la propiedad de la empresa



Fuente: OCDE, Owners of the World's Listed Companies (2019).

Si, además, comparamos la tipología de accionistas, comprobaremos que la composición del capital difiere radicalmente entre los distintos países. En el Gráfico 2 se aprecian las diferencias entre EE.UU., país en el que alrededor del 75% del capital de las empresas cotizadas está en manos de los inversores institucionales, y Rusia, donde estos son marginales, con un 1% del capital frente al 45% en manos de las empresas privadas y el 20% en poder del sector público.

Gráfico 2. Categoría de los principales accionistas



Fuente: OCDE, Owners of the World's Listed Companies (2019).

Estos datos nos revelan que no se pueden hacer afirmaciones genéricas sobre la propiedad de las empresas cotizadas. Cada país presenta una estructura de la propiedad diferente que responde, en gran medida, al nivel de desarrollo de su mercado de capitales y la facilidad de acceso de las empresas a la financiación externa.

El análisis de la estructura de la propiedad de las empresas cotizadas nos proporciona información no solo sobre el grado de dispersión o concentración de los accionistas, sino sobre el perfil y naturaleza de estos. Este dato resultará crítico para conocer y gestionar adecuadamente las diferentes expectativas de las distintas categorías de accionistas².

2. El profesor José Luis Lucas ya abordó en su ponencia “Una aproximación al papel de la propiedad en el gobierno de la empresa”, presentada en el XIV Encuentro de profesores de política de empresa de San Telmo 2012, un análisis muy práctico de la tipología de propietarios (accionistas) según su implicación con la gestión de la empresa, texto que continúa siendo muy actual.

Estructura de propiedad: los inversores institucionales

Seguando a la OCDE, los titulares de las acciones (inversores) se pueden clasificar en cinco grandes categorías:

Las **sociedades y holdings privados** (en lo sucesivo, “sociedades privadas”) incluyen sociedades privadas cotizadas y no cotizadas, sus filiales, empresas conjuntas y divisiones operativas.

El **sector público** incluye la propiedad directa de gobiernos centrales, gobiernos locales, fondos públicos de pensiones, empresas estatales y fondos soberanos.

Las **personas y familias estratégicas** (en adelante, “personas estratégicas”) se refieren a personas físicas que son propietarios mayoritarios o miembros de una familia mayoritaria o con capacidad de control sobre la empresa (*blockholder*).

Los **inversores institucionales** son fondos de pensiones, compañías de seguros, fondos de inversión y fondos de cobertura. Las participaciones de los inversores institucionales se registran en función de su país de domicilio, que puede ser diferente del país de domicilio del beneficiario efectivo.

Otro capital flotante (*free-float*) incluye los inversores minoristas (en lo sucesivo, “otro capital flotante”) se refiere a las acciones en manos de inversores que no están obligados a revelar su titularidad y de los inversores institucionales que no superan los umbrales exigidos para la publicación de sus participaciones.

Pues bien, el origen de los *proxys* está íntimamente relacionado con el creciente peso que ha ido adquiriendo un tipo particular de inversores (los inversores institucionales) en un tipo particular de empresas (las sociedades cotizadas con una fuerte capitalización bursátil)

Estos inversores institucionales son entidades especializadas que acumulan y gestionan el capital de miles de pequeños inversores y que, a diferencia de un inversor minorista o particular, están sujetos a una regulación específica que les exige cumplir determinadas condiciones para operar en el mercado.

El creciente peso de los inversores institucionales ya fue identificado hace años por Peter F. Drucker³ como una de las grandes tendencias que transformaría el modelo del capitalismo tal y como tradicionalmente se venía entendiendo.

Según Drucker, el progresivo aumento de los inversores institucionales en la propiedad de las empresas ha venido a desmentir la teoría marxista de la centralización del capital, que afirmaba que la riqueza social tendería a concentrarse en un pequeño grupo de grandes capitalistas o en una unión de ellos.

En opinión de Drucker, actualmente, en los EE.UU. no puede hablarse de “capitalismo de los fondos de pensiones” sino más bien de “socialismo de los fondos de pensiones”, pues la propiedad de las grandes empresas está en manos de los fondos de pensiones, constituidos por los ahorros de millones de trabajadores.

La concentración de capital en manos de los inversores institucionales no ha parado de crecer, como ya anticipó el propio Drucker. En 1993, el año de la publicación de su libro, los inversores institucionales detentaban el 50% del capital social de las grandes corporaciones en EE.UU. y una proporción casi igual de deuda fija. Actualmente la participación de los inversores institucionales en el capital de las empresas cotizadas es del 78%.

Según el informe “Owners of the World’s listed companies”, publicado por la OCDE⁴, los inversores institucionales poseen el 41% de la capitalización bursátil mundial y, en las economías avanzadas, también se han convertido en propietarios significativos de empresas individuales⁵.

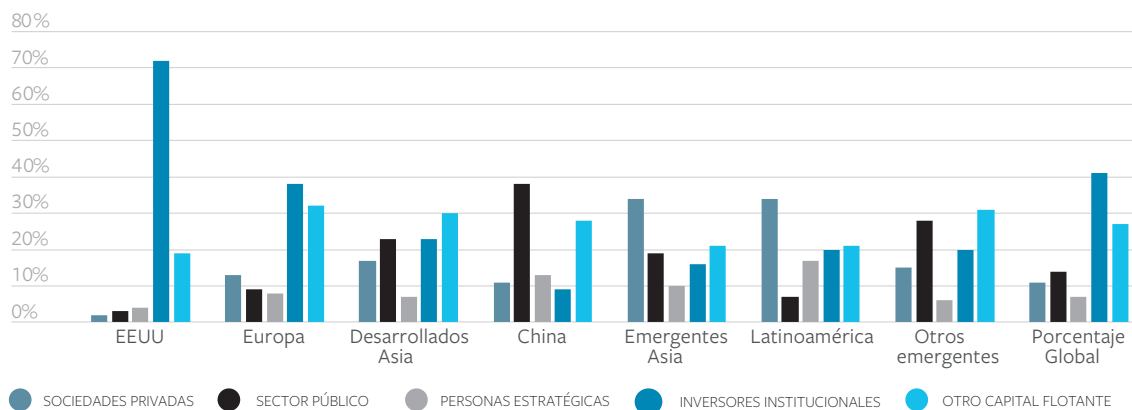
De acuerdo con el informe de la OCDE (Vid. Gráfico 3), el peso de los inversores institucionales en el capital de las empresas varía significativamente según las regiones y países.

3. Drucker P.F. (1993), “La sociedad postcapitalista”; Ediciones Apóstrofe.

4. De La Cruz, A., A. Medina, and Y. Tang (2019), “Owners of the World’s Listed Companies”, OECD Capital Market Series, París.

5. Los datos publicados por el informe se han tomado de una muestra de 10.000 empresas cotizadas. Para calcular el porcentaje en función de la categoría de inversor se ha tenido en cuenta el valor de mercado en dólares en el año 2017 y se expresa como un porcentaje de la capitalización bursátil total en cada mercado. Los datos incluyen tanto el origen nacional de la propiedad como el extranjero. Por ejemplo, en el caso de las empresas cotizadas europeas, los particulares y familias poseen el 8% de la capitalización bursátil total; el sector público, el 9%; las empresas privadas, el 13%; los inversores institucionales poseen el 38%, y el resto de la propiedad corresponde a otros inversores minoristas.

Grafico 3. Distribución regional de la propiedad en función de las categorías de inversores



Fuente: OCDE, Owners of the World's Listed Companies (2019).

Como se aprecia, las diferencias en la distribución de la propiedad según el tipo de inversores son notables entre las distintas regiones, y mucho más si la comparación se lleva a cabo entre los distintos países, como se mostraba en el Gráfico 2.

EE.UU. es con mucha diferencia el país en el que los inversores institucionales tienen una participación mayor en el capital de las empresas cotizadas y ese porcentaje es aún más alto en las empresas americanas con mayor capitalización bursátil.

Según datos de 2017, los inversores institucionales poseen alrededor del 78% del valor de mercado del índice estadounidense Russell 3000 y el 80% del índice S&P 500 de gran capitalización (Gráfico 4). En dólares, esto supone 21,7 y 18 billones de dólares, respectivamente. Si lo comparamos con el mercado europeo, los inversores institucionales poseen alrededor del 58% de las empresas del índice S&P Euro.

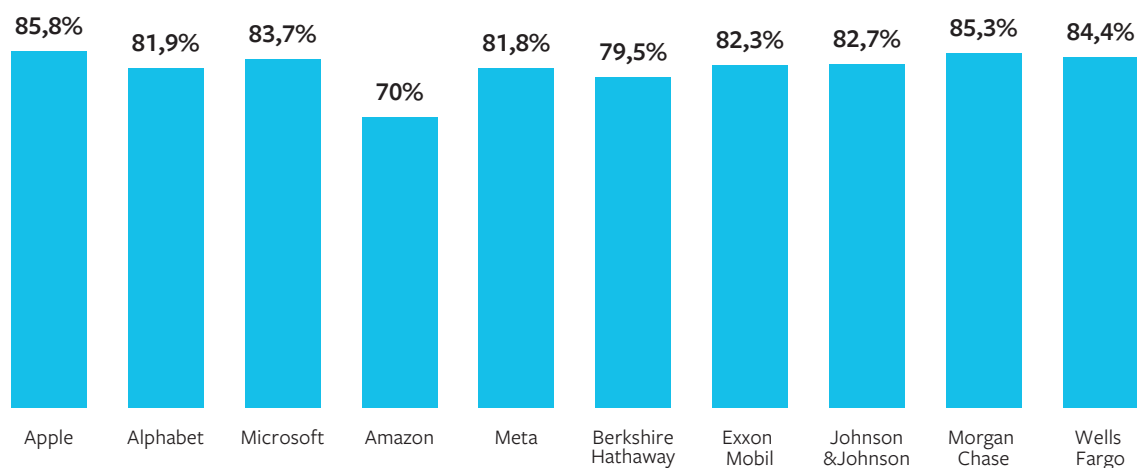
Grafico 4. Porcentaje de propiedad de los inversores institucionales en los índices



Fuente: Bloomberg.

Los inversores institucionales poseen entre el 70% y el 85,8% de las diez mayores empresas estadounidenses. Los gestores de activos son los mayores propietarios institucionales de renta variable a través de fondos de inversión y otros vehículos de inversión. Apple, la mayor empresa por capitalización bursátil, es la compañía más controlada por los inversores institucionales, siendo The Vanguard Group, BlackRock y State Street los mayores tenedores.

Gráfico 5. Porcentaje de propiedad de los inversores institucionales en las grandes empresas



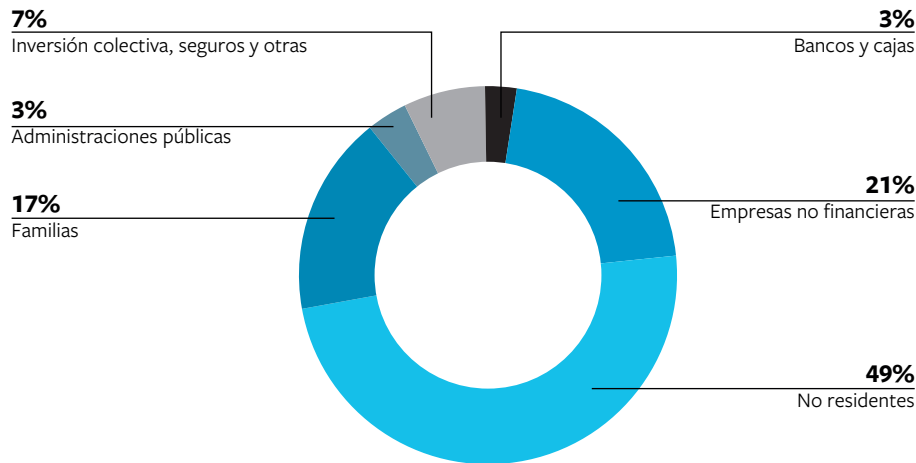
Fuente: Bloomberg.

Aunque la participación de los inversores institucionales en la propiedad de las empresas sea mayor en los países desarrollados, la importancia de estos inversores ha aumentado y seguirá aumentando en todos los países, debido a la necesidad que tienen aquellos de diversificar sus carteras y a las crecientes facilidades que proporciona la tecnología para operar en todos los mercados financieros.

Este mayor peso de los inversores institucionales en la propiedad de las empresas se constata también en la bolsa española, donde la presencia de inversores extranjeros en el capital de las empresas españolas cotizadas no ha parado de aumentar en las últimas dos décadas, situándose en la actualidad en un 48,8%⁶ (Gráfico 6. Propietarios de las acciones cotizadas españolas).

Gráfico 6. Propietarios de las acciones cotizadas españolas

6. García Coto D. y Javier Garrido, “30 años del Informe sobre la propiedad de las empresas cotizadas” (2022), Servicio de estudios de BME, SIX.



Fuente: BME, SIX.

Los principales inversores dentro del grupo de los extranjeros son los inversores institucionales: gestoras de fondos de inversión y de pensiones, fondos soberanos, compañías de seguros, fondos de capital riesgo o *private equity*, etc.

A título de ejemplo se puede destacar que al cierre del ejercicio 2021 entre BlackRock, el fondo soberano de Qatar y la gestora de *private equity* CVC acaparaban el 6% del valor del IBEX 35.

También están presentes otros inversores institucionales globales como Norges Bank, Vanguard, Fidelity, Standard Life, Capital Research, GIP, Amundi, Invesco y otros muchos. Sus participaciones se instrumentalizan fundamentalmente a través de fondos de inversión tradicionales, fondos de capital riesgo o ETF, fondos estos últimos que replican de forma pasiva índices de acciones cotizadas de los principales mercados de acciones mundiales.

El activismo accionarial y la mejora del gobierno corporativo

El mayor peso de los inversores institucionales en la propiedad de las empresas ha coincidido con la corriente para impulsar la mejora del gobierno corporativo y, más concretamente, con distintas iniciativas legislativas, legales y voluntarias, para promover un compromiso más activo de los accionistas en el gobierno de la empresa. Este factor ha contribuido notablemente a incrementar la influencia de los asesores de voto.

En efecto, el auge de los asesores de voto se debe, principalmente, a dos factores que se retroalimentan: el incremento de los inversores institucionales en la propiedad de las empresas cotizadas y su incapacidad para analizarlas desde el punto de vista de las exigencias de sostenibilidad y gobierno corporativo y el aumento del activismo accionarial que plantea nuevas exigencias en estos campos.

La mejora del gobierno corporativo fomentada en las últimas dos décadas como respuesta a determinados escándalos empresariales y a los efectos de la crisis financiera del año 2007, se ha apoyado, principalmente, en dos principios: el activismo accionarial y la transparencia y rendición de cuentas.

El activismo accionarial

El activismo accionarial ha existido desde los orígenes de la empresa mercantil. No sin razón se suele citar el conflicto entre los accionistas y gestores de la Compañía Holandesa de las Indias Orientales (VOC), que se originó en los años 1622 y 1623, cuando se prorrogaron los estatutos (Carta) de la VOC de 1602, como el primer caso de activismo accionarial⁷.

7. La VOC fue el resultado de la fusión de varias compañías que habían comerciado en las Indias Orientales entre 1594 y 1602. La estructura jurídica de la mayoría de estas “precompañías” que se constituyeron para un único viaje a las Indias Orientales, impedía a los accionistas tener influencia real. En la mayoría de estas compañías, los accionistas invertían su dinero no en la propia compañía, sino a través de uno de los directores individuales. La relación entre la mayoría de las preempresas era indirecta, lo que impedía el ejercicio de derechos de control. Cuando estas preempresas se fusionaron en la VOC en 1602, nada cambió con respecto a la ausencia de derechos de control de los accionistas. Sin embargo, la VOC se estableció para un periodo más largo y tuvo que hacer frente a otros retos a más largo plazo que los de las preempresas. La falta de adaptación de la estructura de control a las nuevas circunstancias fue la fuente de conflictos que surgieron entre los directores y los accionistas entre 1602 y 1623. En 1622, tras la prórroga de los estatutos de 1602, estalló un importante conflicto entre los accionistas y los directores. Los llamados participantes disidentes se quejaron de los numerosos conflictos de intereses que habían ido surgiendo entre los distintos administradores y la VOC. Acusaron a los administradores de abuso de poder, venta al descubierto y enriquecimiento propio. También exigieron que los grandes inversores tuvieran derecho a votar sobre las decisiones de acudir al mercado de capitales para financiarse y el nombramiento de los nuevos consejeros. Publicando sus quejas en panfletos, los accionistas movilizaron a la opinión pública e intentaron convencer a los comerciantes de que no invirtieran en la Compañía Holandesa de las Indias Orientales, que se estaba constituyendo al mismo tiempo. Ejercieron presión sobre el gobierno para que se concedieran más derechos a los accionistas cuando se prorrogaran los estatutos de la VOC. En teoría, el activismo de los “participantes disidentes” tuvo éxito. Los estatutos de 1623 otorgaron ciertos derechos a los grandes inversores, incluido el derecho a proponer nuevos candidatos para su nombramiento como consejeros. Los estatutos de 1623 regulaban además el uso de información privilegiada por parte de los consejeros y animaban a estos a pagar un dividendo anual a los accionistas. Además, se encomendó a un comité de nueve accionistas la supervisión de los consejeros de la COV. En la práctica, sin embargo, los directores impidieron muchas de las mejoras del gobierno corporativo (Cfr. Matthijs de Jongh. J. “Shareholder Activism at the Dutch East India Company 1622–1625”. Paper presented at the Conference on the Origins & History of Shareholder Advocacy, Yale School of Management, Millstein Center for Corporate Governance and Performance November 6 and 7, 2009).

El activismo está relacionado con el llamado “problema de agencia” que es una situación de conflicto de intereses inherente a cualquier relación en la que se espera que una parte (gerente) actúe en el mejor interés de la otra (accionistas de la empresa). En concreto, en las empresas se espera que el gerente, actuando como agente de los accionistas, o principal, tome decisiones que maximicen el valor de la empresa y, por tanto, de sus accionistas. Este tipo de situaciones se suele presentar bajo condiciones de “información asimétrica”, en la que una de las partes (el principal) no tiene perfecta información sobre otra (el agente).

En una empresa en la que el rol de administrador y propietario confluyeran en la misma persona el alineamiento entre los diferentes intereses resulta muy sencillo. Sin embargo, en la medida en que la organización va dando entrada en su capital a otras personas e instituciones y va diferenciando los roles, distinguiendo entre los que suministran el capital y los que aportan su trabajo, especializándose en la gestión del proyecto, aumenta el disenso y, consecuentemente, la probabilidad de que los diferentes intereses y expectativas entren en conflicto.

Como es natural, las probabilidades de disenso y los costes de coordinación aumentan no solo cuando propietarios y gestores no coinciden, sino cuando el reparto de la propiedad está más repartida o menos concentrada.

El objetivo del activismo accionarial persigue obtener un mayor grado de control sobre los administradores, especialmente en aquellas empresas con el capital muy disperso en el que el riesgo de agencia es mucho mayor. En efecto, al encontrarse el capital muy repartido entre miles de accionistas es más difícil coordinar una “acción colectiva” entre estos y, por consiguiente, los administradores, al estar menos controlados, tendrían, teóricamente, menos dificultades para perseguir sus propios intereses.

Ese riesgo también existe en el caso de que existan uno o varios accionistas mayoritarios que tengan la capacidad de ejercer el control. En la mitad de las empresas cotizadas del mundo, como hemos mostrado, los tres mayores accionistas poseen más del 50% del capital. Evidentemente, esto puede tener el efecto positivo para la gobernanza corporativa de superar el llamado problema de agencia, al que se enfrentan los accionistas en las empresas con propiedad dispersa. Pero también puede aumentar las posibilidades de abuso de los derechos de otros accionistas minoritarios y, si no se regula adecuadamente, poner en peligro la confianza del mercado.

Tampoco se puede despreciar en muchos países la influencia política directa e indirecta del sector público sobre las empresas que cotizan en bolsa. En la actualidad, el 14% de la

capitalización bursátil mundial está en manos del sector público, ya sea a través de la propiedad directa del gobierno o a través de fondos soberanos, fondos públicos de pensiones y empresas estatales. En casi el 10% de las mayores empresas cotizadas del mundo el sector público posee más del 50% de las acciones.

Con este nivel de propiedad del sector público, es importante valorar en qué medida las prioridades políticas pueden influir, directa e indirectamente, en las decisiones empresariales, así como sus efectos económicos en los beneficiarios finales, como los contribuyentes y los pensionistas.

Aunque los inversores institucionales pueden tener una participación importante e incluso de control en algunas empresas, en la mayoría de los casos no es así por impedirlo la ley, especialmente en los inversores institucionales más cualificados como los fondos de inversión y los fondos de pensiones⁸. Esta circunstancia les coloca en una situación de desventaja frente a los administradores y accionistas mayoritarios, que pueden aprovechar su posición en beneficio propio.

Radiografía del activismo accionarial

Las demandas de los accionistas son variadas en función de sus respectivos perfiles y expectativas y, además, no son estáticas, sino que evolucionan con el tiempo en función de las tendencias y corrientes que afectan a la empresa.

Algunos activistas exigen a la empresa mayores compromisos sociales y medioambientales, otros activistas, la mayoría de los inversores institucionales, prefieren centrar sus exigencias en la mejora de las prácticas de buen gobierno y, por último, están algunos *hedge fund* cuyo activismo se centra en que la empresa esté bien gestionada y esa buena gestión se traduzca en mayores dividendos.

Ahora bien, la capacidad de influencia que tiene cada una de estas tres categorías de activistas es muy diferente.

Los activistas sociales y medioambientales, tradicionalmente, han sido ONG que suelen impulsar campañas mediáticas para tratar de promover un mayor compromiso de las empresas en estas áreas.

8. Hernández, R., *Proxy advisors: funciones que desempeñan e influencia sobre el buen gobierno de las sociedades cotizadas* (2016). "Revista de Derecho de sociedades", núm. 48 (julio-diciembre 2016).

Un ejemplo de este grupo en España serían las ONG Setem e Intermon-Oxfam y su campaña “Ropa limpia” dirigida a las empresas textiles (Inditex, El Corte Inglés, Prada, etc.) para exigirles el cumplimiento de políticas responsables con sus proveedores externos en los países en vías de desarrollo, o la *Banca Armada*, impulsada por Justícia i Pau, Setem y el Observatorio de la Deuda en la Globalización, denunciando a las entidades financieras que participan en industrias militares.

La estrategia que siguen estas organizaciones es comprar el número mínimo de acciones que les permita asistir a la junta o conseguir que algún accionista les ceda las acciones para poder *formular una pregunta* al consejo de administración durante la misma. El objetivo que persiguen –el término *campaña* que utilizan la mayoría de ellas es muy significativo– es “hacer ruido en los medios” y no tanto proponer la inclusión de puntos en el orden del día o influir en las votaciones de la junta de accionistas, pues no cuentan con participaciones significativas para ello. Su objetivo es lograr que su voz sea escuchada en el interior de la empresa y, si es posible, difundida en los medios de comunicación.

Diferente, en este sentido, es el activismo centrado en mejorar las prácticas de buen gobierno. En este caso, los accionistas interesados sí son inversores institucionales (gestoras de activos, fondos de inversión o fondos de pensiones) con capacidad para influir en el sentido de las votaciones. Aunque algunos inversores institucionales sí suelen tener capacidad para reclamar la inclusión de un punto en el orden del día en la junta⁹, no suelen hacer uso de esta prerrogativa, limitándose a votar las propuestas que debe aprobar legalmente la junta de accionistas.

Por último, se encuentran los activistas que buscan mejorar el desempeño económico de la empresa y que, al igual que los inversores institucionales, son accionistas significativos, con capacidad para incluir puntos del orden del día e influir significativamente en las votaciones. Este tipo de activistas, la mayoría fondos de inversión que actúan principalmente en los EE.UU., se dedican a analizar las empresas y comparar su desempeño con la competencia y, en el caso de que identifiquen algunos indicadores económicos manifiestamente mejorables (crecimientos anémicos en las ventas o rentabilidades marginales respecto de los competidores) u otros hechos que requieren una justificación, como saldos en la caja improductivos, plantean a los directivos cambios concretos en la estrategia. Suelen comenzar de manera pacífica y dialogada y, si los directivos no responden a sus demandas, entonces

9. En España el artículo 519 de la Ley de sociedades de capital otorga a los accionistas que representen al menos el tres por ciento del capital social la facultad de solicitar que se publique un complemento a la convocatoria de la junta general ordinaria, incluyendo uno o más puntos en el orden del día, siempre que los nuevos puntos vayan acompañados de una justificación o, en su caso, de una propuesta de acuerdo justificada.

pasan al ataque, proponiendo puntos en el orden del día de la junta que avalen sus propuestas o votando en contra de las propuestas del consejo¹⁰.

Transparencia y diálogo con los accionistas

La principal virtud del activismo accionarial es reforzar el control de los accionistas frente a los administradores. El activismo sostiene que es a los accionistas, en definitiva, a quienes corresponde decidir sobre las grandes cuestiones que atañen a la empresa.

Sin embargo, transferir más poder a la junta de accionistas, aunque puede resultar muy útil para lograr un mayor equilibrio de poderes frente al consejo de administración, tiene el riesgo de frenar la toma de decisiones y la capacidad de iniciativa de la empresa¹¹.

En este sentido, es importante resaltar que la mejora del gobierno corporativo no se reduce exclusiva ni principalmente en otorgar más poder a la junta de accionistas, aunque una mayor participación de esta venía requerida por la ausencia de control sobre el consejo en muchas empresas, sino que incluye una mayor exigencia al consejo de administración a la hora de informar y justificar sus decisiones.

Algunas demandas de los activistas pueden resultar desmedidas para muchos administradores, pero todas tienen como efecto positivo que fuerzan a los directivos a reflexionar y rendir cuentas más detalladas de su gestión y de sus resultados. Y el simple hecho de que los consejeros y la alta dirección de la empresa tengan que hacer un mayor esfuerzo por justificar su desempeño a la junta general de accionistas es un resultado que hay que celebrar.

La mejora del gobierno corporativo en el ámbito de la transparencia y la rendición de cuentas con los accionistas se ha concretado en dos ámbitos: un mayor diálogo con los accionistas y el impulso de las prácticas de informes estandarizados de rendición de cuentas sobre cuestiones relevantes (*reporting*).

Como podemos intuir, estas dos iniciativas están dirigidas a disminuir esa “asimetría en la información” entre accionistas (principal) y administradores (agente) que es la principal causa del “problema de agencia” comentado anteriormente.

10. No hay que identificar necesariamente a estos activistas con la figura de Gordon Geko interpretada por Michael Douglas en la película “Wall Street”, que buscaba una ganancia a corto plazo, troceando compañías y vendiéndolas en porciones. Al menos eso es lo que sostiene la consultora McKinsey en un artículo (Preparing for bigger, bolder shareholder activists, Joseph C., Ruth B. y Justin S., McKinsey, marzo 2014) en el que analizó 400 campañas de activismo accionarial de un total de 1.400 lanzadas en la pasada década contra las compañías norteamericanas, y en el que muestra cómo el impacto de las campañas en la mayoría de los casos contribuyó a aumentar el valor de la acción durante los 36 meses siguientes.

11. En mayo, BlackRock lanzó una advertencia sobre la proliferación de las resoluciones medioambientales y sociales presentadas en las juntas de accionistas, señalando que se estaban volviendo prescriptivas hasta el punto de llegar al micromanagement.

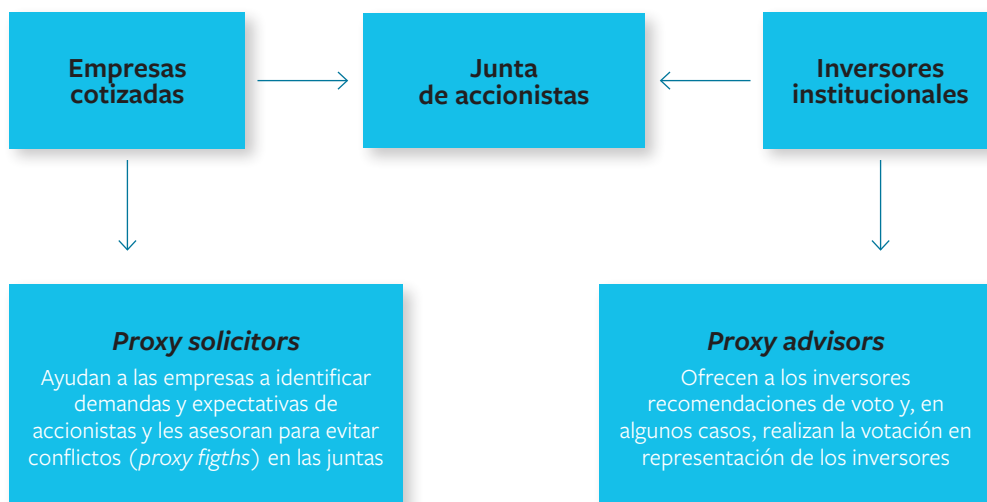
Ese mayor diálogo con los accionistas se realiza directamente por la empresa a través de sus responsables de relación con los inversores, los *road-show* que los principales directivos y consejeros mantienen periódicamente con los principales inversores para conocer sus intereses y expectativas y, por último, con la ayuda de los denominados *proxy solicitors*.

Los proxy solicitors

Los *proxys solicitors* son entidades contratadas por las compañías cotizadas con la finalidad de ayudar a sus consejos a identificar a sus accionistas y así poder desarrollar y mantener mecanismos de diálogo con los mismos. Ese conocimiento permitirá a la empresa anticiparse a las expectativas y demandas de los inversores y alinear sus intereses con ellos: asegurando su voto y facilitando que las recomendaciones de los asesores de voto sean más favorables a las propuestas del consejo y evitando el impacto de un voto negativo en las juntas de accionistas (*proxy fight*)¹².

Como se muestra en el Gráfico 7, los *proxys solicitors* son contratados por las empresas cotizadas, a diferencia de los *proxys advisors*, que son contratados por los accionistas (inversores institucionales).

Gráfico 7. Entidades que intervienen en las decisiones de voto de los acuerdos de las juntas de accionistas



Fuente: PwC, *Proxy Advisors ¿Qué impacto tienen en las sociedades cotizadas españolas?*

12. "Proxy Advisors ¿Qué impacto tienen en las sociedades cotizadas españolas? (2013). Edit. PwC (página 10).

Junto a la mejora del diálogo con los accionistas, estas últimas décadas también han sido testigos de un incremento de las obligaciones de información o reporte por parte del consejo. El informe más extendido y conocido es el *Informe anual de gobierno corporativo* que las empresas cotizadas deben publicar anualmente informando cómo cumplen determinadas recomendaciones de buen gobierno incluidas en los códigos de buen gobierno existentes en cada país.

En los últimos años esa mayor rendición de cuentas se ha visto reforzada con la obligación de publicar una propuesta anual de remuneraciones del consejo¹³ y, en España, un informe de las actividades de las principales comisiones del consejo (auditoría y nombramiento y retribuciones), siguiendo las orientaciones del regulador¹⁴.

Estas nuevas obligaciones de informar de acuerdo con un modelo de reporte estandarizado constituyen un elemento esencial para impulsar el buen gobierno, pues resulta difícil fiscalizar la actividad de los consejos de administración por parte de los accionistas si aquellos no informan de sus decisiones y principales actuaciones, siguiendo un estándar aceptado que facilita la difusión de una información más homogénea y fiable y, por tanto, que resulta más fácilmente comparable.

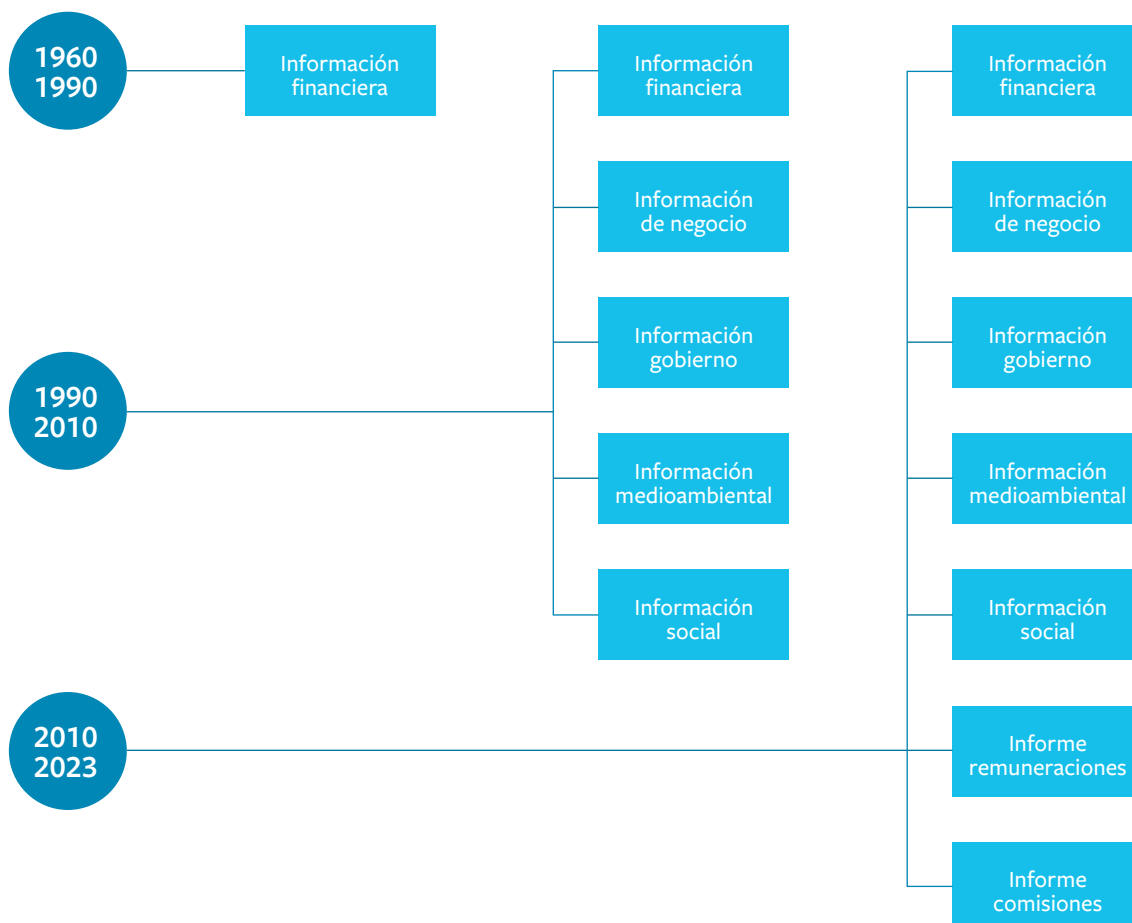
El Gráfico 9 muestra cómo han evolucionado y aumentado los contenidos de los informes. Al principio (1960-1990), la información se limitaba prácticamente a las cuestiones económico-financieras. A partir de 1990 se amplió la información a las cuestiones sociales, medioambientales y de gobierno, conocidas por el acrónimo inglés ESG (*environment, social and governance*). La información sobre el área de gobierno corporativo ha experimentado en las últimas décadas un importante desarrollo con nuevas exigencias, como el informe anual de remuneraciones, los modelos de informe de gobierno corporativos o los informes de actividades de las comisiones de auditoría y de la comisión de nombramientos y retribuciones.

En efecto, si por algo se caracteriza la evolución del *reporting* empresarial en los últimos años es, precisamente, por el creciente peso e importancia de la llamada información no financiera.

13. La Orden ECC/461/20131 y la Circular 4/2013 de la CNMV2, cuya última modificación fue efectuada por la Circular 3/2021 de la CNMV, desarrollaron por primera vez en España un modelo unificado de informe relativo a las remuneraciones de cada uno de los miembros del consejo de administración de las sociedades cotizadas. Si bien la obligación de hacer pública esta información ya estaba contemplada desde la Ley 2/2011, de 4 de marzo, de Economía Sostenible, con la introducción de un nuevo artículo 61 ter en la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, hasta el ejercicio 2013 no existía un formato homogéneo.

14. La CNMV ha publicado hasta la fecha la “Guía técnica 3/2017 sobre comisiones de auditoría” y la “Guía técnica 1/2019 comisiones de nombramientos y retribuciones”.

Gráfico 8. Evolución del contenido de los informes



En este punto hay que destacar, por la repercusión que tendrá en el futuro inmediato, la aprobación en el ámbito de la Unión Europea de la Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD), que obliga a todas las grandes empresas a publicar informes periódicos sobre sus actividades de impacto ambiental y social a partir del 1 de enero de 2024, detallando el desempeño de sostenibilidad para el ejercicio 2023.

La obligación de elaborar un informe específico sobre alguna cuestión puede verse reforzada, en ocasiones, con la exigencia de votación del informe por parte de la junta de accionistas, con voto consultivo o vinculante, como ocurre con la propuesta anual y la política de remuneraciones¹⁵.

15. Como comentamos más adelante, la propuesta de remuneraciones del consejo es uno de los temas más controvertidos y que suscita el mayor número de propuestas de voto negativas por parte de los asesores de voto. No puede extrañar, por tanto, que la obligación de informar se refuerce en este caso con la facultad de voto por la junta de accionistas.

Origen y regulación de los *proxys*

Aunque el principal mecanismo para ejercer un control real sobre los administradores y propietarios es la junta de accionistas, los inversores institucionales, en general¹⁶, han mantenido tradicionalmente una actitud pasiva en las juntas por varios motivos: a) se trata de inversores por cuenta ajena, que gestionan y representan derechos de terceros que no les han dado orientaciones concretas sobre el sentido del voto en los asuntos incluidos en los órdenes del día de las juntas de accionistas, y b) el coste de supervisar las prácticas de gobierno de todas las empresas de las que son titulares y de participar activamente en las juntas de accionistas para la gran mayoría de ellos es muy grande y no se lo pueden permitir.

Los *proxys* o asesores de voto surgen para tratar de dar respuesta a esa situación marcada por la exigencia impuesta a los inversores institucionales de ejercer sus deberes fiduciarios y de implicarse en mejorar el gobierno corporativo de las empresas.

Los *proxys* son organizaciones especializadas en analizar las empresas cotizadas y emitir, a solicitud de los inversores institucionales, recomendaciones en relación con el sentido del voto sobre los puntos del orden del día incluidos en las juntas convocadas por las sociedades emisoras.

Dos son, por tanto, los factores principales –uno económico y otro regulatorio– que han impulsado el nacimiento y desarrollo de los *proxys*.

Factor regulatorio. Los *proxys* nacen ante la necesidad de los inversores institucionales de responder a las nuevas exigencias legales de participar más activamente en el gobierno de la empresa, impulsadas por los distintos reguladores como respuesta a la pasividad de los accionistas ante los escándalos corporativos y la crisis financiera.

Factor económico. La votación responsable en las juntas de accionistas requiere de un proceso de supervisión costoso para muchos inversores institucionales en términos de tiempo, personal y conocimiento. Muchos de ellos prefieren subcontratar esta actividad a entidades especializadas.

16. Los inversores institucionales en EE.UU., Reino Unido y Francia han sido más activos en las juntas por las obligaciones legales en sus respectivos países.

En relación con este último punto hay que tener presente que algunos inversores institucionales, durante la temporada de las juntas de accionistas, pueden tener que votar en más de 15.000 sociedades cotizadas durante un periodo de tiempo (*proxy season*) relativamente breve, que suele comprender tres o cuatro meses.

Acudir a los asesores de voto se convierte así, para muchos inversores institucionales, en un medio eficaz y rentable para cumplir con sus deberes fiduciarios.

El primer país que, dado el peso de estos inversores en las sociedades cotizadas, reconoció y reguló la responsabilidad de los inversores institucionales de actuar en interés de sus clientes y beneficiarios en las juntas de accionistas fue EE.UU. Esta exigencia, con algunos matices, se extendió posteriormente al ámbito de la Unión Europea.

En cuanto a los asesores de voto, las iniciativas regulatorias han basculado entre propuestas inicialmente centradas en procesos de autorregulación (códigos de buenas prácticas libremente asumidos) y la aprobación de disposiciones legales de obligado cumplimiento.

Estados Unidos

La primera normativa que abordó el deber fiduciario de los inversores institucionales es la *Employee Retirement Income Security Act*, publicada en 1974, que regula el ejercicio del derecho de voto por parte de los fondos de pensiones conforme a los intereses de los beneficiarios de estos fondos y que para muchos constituye el origen de los *proxys advisors*.

En 1988 Allan Liebowitz, secretario del Departamento de Trabajo de los Estados Unidos, envió una carta a Heimuth Fandl, director general de Pensiones de la compañía Avon Products, conocida como la *Avon Letter*, aclarándole que: “*En general, los actos y deberes fiduciarios de la gestión de un plan de pensiones [...] incluyen ejercer el derecho de voto*”.

Posteriormente, en 2003, la SEC aprobó la *Proxy Voting by Investment Advisers Act* que impuso “la obligación a los fondos de inversión de adoptar políticas y procedimientos que garantizaran su derecho de voto en defensa de los intereses de sus accionistas y clientes”.

Por último, en el año 2010 se aprobó la *Dodd-Frank Act*, que instituyó la práctica del “say on pay”, por la que se garantizaba a los accionistas el voto sobre las políticas de retribución de los administradores en la junta general, incluyendo nuevas obligaciones en el ámbito del ejercicio del voto responsable por parte de los inversores institucionales.

En relación con los *proxys*, la SEC ha venido publicando diversas disposiciones en los últimos años, algunas rectificando exigencias anteriores, imponiendo a estas entidades determinadas obligaciones de transparencia en relación con su metodología, la relación con sus clientes y la declaración de sus conflictos de intereses.

Unión Europea

En el ámbito de la Unión Europea la regulación se ha centrado en dos grandes temas: el impulso de la *implicación a largo plazo de los accionistas* (*engagement*) y la regulación del funcionamiento y transparencia de los asesores de voto.

Implicación a largo plazo de los accionistas

El 17 de mayo de 2017, tras cinco años de negociaciones entre las instituciones europeas, se aprobó la Directiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo y del Consejo sobre el fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas, que modificó la Directiva 2007/36/CE, también denominada “Directiva de Derechos de los Accionistas”.

La norma comunitaria pretende impulsar la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas europeas y, con ello, el crecimiento y la competitividad de las empresas. Para ello, estableció medidas relativas a la identificación de los accionistas, la transmisión de información, la facilitación del ejercicio de los derechos de los accionistas, la transparencia de los inversores institucionales, los gestores de activos y los asesores de voto, la remuneración de los administradores y las operaciones con partes vinculadas

Interesa resaltar el énfasis de la directiva en el horizonte de implicación a largo plazo de los accionistas. No se trata exclusivamente de que los accionistas se impliquen, sino de fomentar que esa implicación evite la visión cortoplacista de algunos accionistas y gestores que, en opinión de muchos expertos, fue una de las principales causas de la crisis financiera al incentivar una asunción excesiva de riesgos en detrimento de la productividad, la competitividad y la generación de valor a largo plazo¹⁷.

Transparencia y regulación de los asesores de voto

A la luz de la creciente importancia del sector de los asesores de voto en Europa, la ESMA, tras un largo periodo de investigación y consulta, publicó en el año 2012 el documento de

17. García, M., “Directiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo y del Consejo de 17 de mayo de 2017 por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas”. *Actualidad Jurídica Uría Menéndez* (48-2018), páginas 165-171.

debate “An Overview of the Proxy Advisory Industry. Considerations on Possible Policy Options” con el fin de obtener evidencias sobre posibles fallos del mercado relacionados con las actividades de los asesores de voto y debatir hasta qué punto podría ser adecuada una intervención a nivel de la UE.

Tras haber recibido observaciones de empresas de asesoramiento de voto, inversores y emisores, la ESMA hizo público su informe final, concluyendo que no había hallado evidencias de un posible fallo del mercado que requiriera una intervención del regulador. Sin embargo, expresó algunas preocupaciones en relación con la gestión de los conflictos de intereses y la transparencia de los análisis de los asesores de voto que podría beneficiarse de una mayor claridad del sector. Por ello, abogó por «el establecimiento de un Código de Conducta de la UE que ayudase a mejorar la comprensión entre emisores e inversores sobre el papel de los asesores de voto, permitiéndoles centrarse mejor en el fomento de un gobierno corporativo eficaz y sólido, contribuyendo así a la protección de los inversores y a la eficiencia de los mercados»¹⁸.

Tras la publicación del informe final de la ESMA, varios miembros del sector firmaron el *Best Practice Principles Group* (BPPG) para desarrollar un conjunto de principios de actuación, los llamados *Best Practice Principles for Providers of Shareholder Voting Research&Analysis*, que los firmantes se obligaban a cumplir sobre la base del modelo de «cumplir o explicar».

Los principios de actuación eran tres y cada uno venía acompañado de una guía para su aplicación.

El primer principio hacía referencia a la calidad del servicio y establecía que los asesores de voto deberían prestar servicios de acuerdo con las especificaciones acordadas con el cliente y hacer pública su metodología y, si procedía, sus políticas de voto interno.

El segundo principio abordó la gestión de los conflictos de intereses y exigía a los asesores de voto aprobar y publicar una política que detallase sus procedimientos para abordar los diferentes conflictos potenciales o reales que puedan surgir en relación con la prestación de sus diferentes servicios.

Por último, el tercer principio se refería a la política de comunicación y demandaba a los asesores de voto elaborar y publicar la forma en cómo se comunican y relacionan con los emisores, accionistas y otros grupos de interés.

18. Bologni, Francesco. “Merits and shortcomings of the Proxy Advisory industry: a critical analysis of the EU regulatory framework”. (Junio 2018) Thesis for economic and Business. Universidad Luigi Bocconi.

La primera edición de los Principios fue aprobada en 2014 y firmada por Glass Lewis, ISS, IVOX, Manifest, PIRC y Proxinvest. En el año 2017 se revisaron los principios para adaptarlos a las nuevas exigencias de transparencia derivadas de la revisión de la Directiva europea 2007/36 sobre derechos de los accionistas.

En la consulta pública previa quedó claro que, si bien había un gran consenso sobre la aplicación de los principios uno y tres, el principio segundo, relativo a la gestión de los conflictos de intereses, planteaba muchas dudas y reservas a algunas instituciones. Algunos asesores de voto, liderados por Frontis Governance y Ethos Foundation, se negaron a firmarlo.

España

En España el Código de Buen Gobierno de las sociedades cotizadas de 2015 ya exhortaba a estas entidades a que definiesen y promoviesen una política de comunicación y contactos con accionistas, inversores institucionales y asesores de voto que sea plenamente respetuosa con las normas contra el abuso de mercado y dé un trato semejante a los accionistas que se encuentren en la misma posición (Recomendación 4).

En relación con los asesores de voto, y como respuesta al documento de consulta de ESMA, se constituyó un grupo de expertos para evaluar la actividad de estas organizaciones en relación con los emisores españoles que se decantó por la opción de desarrollar un código europeo con sujeción al principio de “cumplir o explicar”, formulado por ESMA y dirigido a los asesores de voto.

La aprobación de la Directiva (UE) 2017/828 supone un punto de inflexión en favor de la armonización legislativa en todos los países de la Unión Europea. La transposición de esa directiva en España dio lugar a la *Ley 5/2021 de 12 de abril para el fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas*.

La Ley 5/2021 incorpora como novedades las disposiciones de la Directiva sobre la política de transparencia de los inversores institucionales, los gestores de activos y los asesores de voto.

Muy resumidamente, esta nueva ley obliga a los inversores institucionales y gestores de activos a elaborar y hacer pública “una política de implicación que describa cómo integran su implicación como accionistas o gestores de los accionistas en su política de inversión”. Esta política deberá incluir, entre otras cuestiones, “una descripción general de su comportamiento

en relación con sus derechos de voto, una explicación de las votaciones más importantes y, en su caso, del recurso a los servicios de asesores de voto”¹⁹.

La ley incorpora, por vez primera, un capítulo (capítulo X) sobre los asesores de voto que comprende cuatro artículos:

- El primer artículo (artículo 137 bis) define el ámbito de aplicación de la ley a los asesores de voto y los define como “aquella persona jurídica que analiza con carácter profesional y comercial la información que las sociedades cotizadas están legalmente obligadas a publicar y, en su caso, otro tipo de información, para asesorar a los inversores en el ejercicio de sus derechos de voto mediante análisis, asesoramiento o recomendaciones de voto”.
- El segundo artículo (artículo 137 ter) obliga a los asesores de voto a publicar el código de conducta al que se adhieren, en su caso los motivos por los que no se han adherido o adoptado un código de conducta y, por último, las explicaciones en el caso de que hayan incumplido alguna de las recomendaciones del código.
- El tercer artículo (137 quater) detalla los contenidos del informe anual que deben publicar los asesores de voto y que, entre otras cuestiones, deberá incluir: I) las características importantes de los métodos y los modelos aplicados; II) las principales fuentes de información utilizadas, III) los procedimientos implantados para garantizar la calidad de las investigaciones, asesoramientos y recomendaciones de voto y la cualificación del personal destinado a esas funciones; IV) el grado y forma de consideración de las condiciones del entorno de mercado, jurídico, económico-empresarial, regulatorio y las condiciones específicas de la sociedad cotizada en cuestión; V) las características importantes de las políticas de voto que aplican a cada mercado; VI) el grado y la forma en la que mantienen cauces de comunicación con las sociedades que son objeto de sus investigaciones, asesoramientos o recomendaciones de voto y con otras partes interesadas en la sociedad; VII) la política relativa a la prevención y a la gestión de conflictos de intereses potenciales; y VIII) las limitaciones o condiciones que deben ser consideradas en las recomendaciones emitidas.
- El último artículo (137 quinquies) establece la obligación de determinar y comunicar sin demora a sus clientes “cualquier conflicto de intereses real o potencial o cualesquiera

19. Con el fin de reforzar la implicación a largo plazo de los accionistas, la Ley 5/2021 incorporó, no sin cierta polémica, pues esa práctica no estaba incluida en la Directiva europea, las llamadas “acciones de lealtad” que confiere un doble voto a las acciones que haya mantenido su titular ininterrumpidamente durante un periodo mínimo de dos años (art. 527 ter y ss. LSC). Un buen resumen de las ventajas e inconvenientes de las “acciones de lealtad” puede encontrarse en Gerardo López Álvarez, “Las acciones de lealtad: ¿remedio eficaz frente al cortoplacismo?” (Abril 2021). Facultad de Derecho-Universidad Pontificia de Comillas.

relaciones de negocio que puedan influir en la elaboración de sus investigaciones, asesoramiento o recomendaciones de voto y las medidas adoptadas para eliminar, mitigar o gestionar los conflictos de intereses reales o potenciales”.

Siguiendo el ejemplo de otros países, que han aprobado códigos de buenas prácticas, casi todos ellos basados en principios y conforme a los enfoques «cumplir o explicar» o «aplicar y explicar», la CNMV hizo público en marzo de 2023 el “*Código de buenas prácticas de inversores institucionales, gestores de activos y asesores de voto en relación con sus deberes respecto de los activos conferidos o los servicios prestados*” (en adelante, el Código).

El Código reconoce la “obligación fiduciaria” de los inversores institucionales y los gestores de activos de gestionar y administrar los activos conferidos por sus clientes y beneficiarios en su mejor interés, por lo que es recomendable que adopten una orientación al largo plazo.

De acuerdo con el Código, al ser los inversores institucionales y los gestores de activos accionistas o actores importantes en un gran número de sociedades, su implicación es fundamental para conseguir un modelo eficiente de gestión y gobernanza empresarial

La orientación a largo plazo de los inversores se concreta el Código en los siguientes objetivos:

- La obtención de un rendimiento y creación de valor a largo plazo.
- Que cuenten con un régimen de gobierno corporativo adecuado.
- Que gestionen e integren adecuadamente en sus políticas y estrategias los riesgos y oportunidades relacionados con los aspectos sociales y medioambientales.
- Que gestionen los posibles impactos que puedan producir, ya se trate de un impacto financiero sobre la entidad o causar una externalidad, más allá de los aspectos estrictamente financieros.

El ámbito de aplicación del Código, cuya adhesión tiene carácter voluntario, se extiende, también, a los asesores de voto. El Código establece que los asesores de voto “tienen una responsabilidad frente a los inversores y gestores, fruto de su relación contractual con ellos, la de ejercer diligentemente las funciones que estos últimos les hayan encargado”.

De acuerdo con el Código, “en función de sus particulares circunstancias, los asesores de voto deberán adaptar los principios a las actividades y funciones que les hayan sido encomendadas y que desempeñen en relación con los procesos de inversión, implicación y voto, incorporando en su informe anual, que publicarán en su página web, información sobre cómo han tenido en cuenta en la práctica la aplicación de tales principios”.

El Código contiene siete grandes principios cuyo contenido, siguiendo el modelo tradicional para este tipo de documentos, se detallan en el propio Código.

Los siete principios son los siguientes:

Principio 1: Los inversores y gestores orientarán su actuación a la rentabilidad a largo plazo de sus inversiones en beneficio de sus clientes y beneficiarios, e integrarán, en el grado que consideren oportuno, como parte de sus obligaciones fiduciarias, los factores medioambientales, sociales y de gobernanza, así como los riesgos asociados, en sus estrategias, políticas y decisiones de inversión. Los inversores y gestores deberán también mantener, revisar periódicamente y actualizar, en su caso, sus prácticas y estructuras internas de gobierno para asegurar que son coherentes con los principios de este Código.

Principio 2: Los inversores y gestores deben realizar un seguimiento y adquirir un conocimiento adecuados de las sociedades en las que invierten y de en qué medida esas compañías contribuyen al objetivo señalado en el principio 1 anterior, debiendo disponer en su labor de seguimiento de medios suficiente

Principio 3: Basándose en su conocimiento de las sociedades en las que invierten, los inversores y gestores desarrollarán, publicarán y mantendrán actualizada una política de implicación, enfocada a la generación de un rendimiento coherente con el indicado en el principio 1 y a contribuir a que las estrategias empresariales de las sociedades en las que inviertan sean adecuadas.

Principio 4: Los inversores y gestores ejercitarán activamente sus derechos como accionistas en las sociedades en las que inviertan, participando y ejerciendo su derecho de voto responsablemente en las juntas generales de accionistas, en interés de sus clientes y beneficiarios, de conformidad con sus políticas de implicación y voto.

Principio 5: Los inversores y gestores publicarán con carácter anual un informe acerca de cómo han aplicado las políticas de implicación y voto en el ejercicio inmediatamente anterior, que incluirá una evaluación de las actuaciones realizadas y una explicación de cómo las políticas anteriores han contribuido a los objetivos establecidos en los principios 1, 2 y 3 y a la consecución de la estrategia empresarial de las sociedades en las que invierten.

Principio 6: Los inversores y gestores deberán tener una política de gestión de los conflictos de intereses que debe estar enfocada a priorizar los intereses de sus clientes y beneficiarios

Principio 7: La política retributiva establecerá e indicará de manera pública qué parte de la remuneración variable de los consejeros ejecutivos y altos directivos de los inversores y gestores estará vinculada al cumplimiento de objetivos relativos a sus estrategias y a cómo se ha llevado a cabo su aplicación efectiva durante el ejercicio y, en particular, estará orientada a la consecución de un rendimiento a largo plazo por parte de tales inversores y gestores.

El Código adopta el modelo «aplicar y explicar» y, dada la novedad de este, ha establecido un periodo transitorio de tres años, a contar desde la aprobación del Código, durante el cual las entidades que decidan adherirse a él podrán aplicar el criterio «cumplir o explicar» en su informe anual: “explicando por qué no han seguido determinados principios e indicando qué principios sí han aplicado y, en este caso, en qué sentido, durante el ejercicio sobre el que se reporta”.

Aunque cada entidad es libre de aplicar durante el periodo transitorio los principios que estime oportunos, esta discrecionalidad no se aplica al principio 6, relativo a la política de gestión de conflictos de intereses, “que deberá aplicarse desde el primer momento, por ser consustancial con la operativa de cualquier inversor o gestor”.

La industria de los *proxys*: un duopolio marcado por los conflictos de intereses

Como hemos comentado, los asesores de voto, aprovechándose de las economías de escala que han desarrollado en la recopilación y análisis de la información de las empresas cotizadas, surgen para facilitar a algunos accionistas cumplir sus deberes fiduciarios, ofreciéndoles controlar y votar eficazmente en las juntas sin incurrir en grandes costes.

El problema es que esas economías de escala han provocado que la industria de los asesores de voto se concentre casi exclusivamente en dos grandes empresas: Institutional Shareholder Services (ISS) y Glass Lewis. Aunque en los últimos años el sector se ha ampliado con otros actores, el mercado de los asesores de voto sigue siendo un duopolio dominado por dos entidades: Glass Lewis e Institutional Shareholder Services (ISS). Según algunos expertos, estas dos entidades suponían, en el año 2017, el 97% de la cuota de mercado²⁰.

Institutional Shareholder Services (ISS) es el principal *proxy* en Estados Unidos y en todo el mundo. Fue fundado en 1985 y tiene su sede en Rockville, Maryland. Cuenta con oficinas en quince países. La empresa cuenta con 2.673 empleados y 3.400 clientes institucionales y ofrece recomendaciones en 40.000 juntas de accionistas en 117 países. Fue propiedad de Genstar, una empresa de capital riesgo. En 2021 fue comprada por Deutsche Börse, operador alemán de bolsa, por 2.300 millones de dólares²¹.

Glass Lewis es la segunda empresa a nivel mundial. Fue constituida en 2003 y tiene su sede en San Francisco, California. Cuenta con 1.200 personas y ofrece recomendaciones de voto en 20.000 juntas de accionistas en cien países. Fue propiedad conjunta de dos fondos de pensiones canadienses: Ontario Teachers; Pension Plan y Alberta Investment Management Corporation, hasta el año 2021 que fue vendida a una empresa de capital riesgo.

ISS y Glass Lewis son las mayores empresas de asesoramiento de voto en términos de número de emisores corporativos cubiertos, recomendaciones de voto y número y tamaño de inversores institucionales. Glass Lewis afirma que sus clientes gestionan en conjunto activos por valor de 35 billones de dólares. ISS no revela el volumen de activos de sus clientes, pero

20. James K. Glassman and Hester Peirce, "How Proxy Advisory Services Became So Powerful," Mercatus on Policy Series, Mercatus Center at George Mason University (June 18, 2014). Otros autores defienden que la concentración ha disminuido desde 2017 y en la actualidad se encuentra más cercana al 90%.

21. ISS Sustainability Report 2022.

informa que sus clientes votan en 8,5 millones de papeletas que representan 3,8 billones de acciones

Existen otras compañías especializadas en otros mercados diferentes de EE.UU., entre las que destacan: Pensions & Investments Research Consultants (PIRC) y Minerva en Reino Unido, GES Investment Services y Nordic Investor Services en Suecia o Institutional Investor Advisory Services en la India.

Corporance Asesores de Voto S.L. es el primer y único *proxy advisor* español. Forma parte de una red internacional de asesores de voto independientes, Ethos European Network, constituida por el suizo Ethos, el alemán DSW y el italiano Frontis Governance y una red de analistas especializados en los mercados globales.

El hecho de que el sector de los asesores de voto esté dominado casi exclusivamente por dos grandes entidades plantea muchos problemas desde el punto de vista de la competencia del mercado, la calidad del servicio prestado y de la independencia de estas entidades.

Aunque las dos grandes entidades (ISS y Glass Lewis) cuentan con numerosos empleados, el asesoramiento de voto no es el único servicio que prestan y su estructura de personal resulta claramente insuficiente para cubrir y dar seguimiento a todas las votaciones que tienen lugar durante el periodo de juntas. De hecho, no es infrecuente que durante el periodo de sesiones (*proxy season*) los principales asesores de voto subcontraten temporalmente personal para atender a sus clientes, en un porcentaje que puede llegar al 40%.

El carácter temporal de los trabajadores no favorece la prestación de un servicio de calidad en una materia que requiere un grado importante de especialización y, sobre todo, una labor de análisis más detallado para ajustar los análisis y recomendaciones al contexto particular de cada país.

Otro de los reproches que suelen recibir los asesores de voto es que, a diferencia de las personas que realizan la auditoría externa en una empresa, nadie conoce al equipo que está detrás de las recomendaciones ni el grado de conocimiento o contacto que han tenido con las empresas analizadas. ¿Se han reunido con los principales directivos para contrastar sus opiniones? ¿Manejan información adicional a la que se publica en la web²²?

22. Revista Consejeros n.º 195. Julio 2023. Entrevista a Rosa María Sanz (páginas 33-37).

Debido a esta situación los asesores de voto han venido recibiendo numerosas críticas, acusándoles de que sus recomendaciones son muy uniformes, contienen muchos errores de hecho e imponen modelos de gobierno de talla única (*one-size fits-all argument*), sin tener en cuenta las condiciones del mercado local y los diferentes sistemas reguladores²³.

Como ejemplo se suele citar el caso del consejero delegado de Lufthansa, Sr. Mayrhuber, y las diferencias de opinión entre el *proxy* de EE.UU. ISS y el alemán IVOX, que en aquel momento todavía no era filial de Glass Lewis. El Sr. Mayrhuber abandonó el consejo de administración en 2010 y se postuló a la presidencia del consejo de supervisión en 2013. ISS recomendó votar en contra de su candidatura basándose en sus directrices internas, que recomiendan un periodo de reflexión de cinco años, a diferencia del Código Alemán de Gobierno Corporativo, que solo exigía dos años. Lufthansa criticó duramente a ISS por “no entender el sistema de gobierno corporativo dual alemán”.

Con el fin de evitar estas situaciones, la mayoría de los códigos de conducta aprobados están obligando a los asesores de voto ser más transparentes con sus clientes en la metodología en la que basan sus recomendaciones, a adaptarla a las circunstancias peculiares de cada mercado y a establecer procesos de control de calidad más exhaustivos, incorporando, por ejemplo, en la prestación de su servicio a un miembro de *staff senior* que revise la calidad del trabajo.

También deben informar cómo actualizan y revisan sus políticas y recomendaciones periódicamente, así como la cualificación y formación de su personal.

No obstante, la principal crítica que reciben los asesores de voto, además de su opacidad, es su falta de independencia debido a los numerosos conflictos de intereses que tienen.

Por conflicto de intereses se entiende aquella situación en la que, en una misma persona, natural o jurídica, o ámbito de decisión, confluyen, al menos, dos intereses contrapuestos susceptibles de comprometer la objetividad de una decisión.

Los conflictos de intereses de los asesores de voto tienen su origen en tres tipos de situaciones: a) la prestación de servicios a clientes con intereses contrapuestos; b) la existencia de vínculos personales o profesiones entre los empleados de las organizaciones que prestan servicios de asesoramiento (o sus parientes más cercanos) y sus clientes; y c) la existencia

23. Heinen, Vanda and Mario Scharfbillig. “Do foreign proxy advisors export corporate governance views? Differences in coverage, recommendations, and influence on voting outcome between foreign and domestic proxy advisors” (2015).

de vínculos económicos o personales entre los propietarios de las entidades de asesoramiento de votos y las entidades a las que prestan servicio.

De los tres conflictos el más frecuente e importante es el derivado de la prestación de servicios a los emisores. Los principales asesores de voto (ISS y Glass Lewis) prestan servicios de asesoría y *rating* a las empresas cotizadas y ofrecen asesoramiento a inversores institucionales en relación con esas empresas. En estas circunstancias, el riesgo de que los asesores de voto se dejen influenciar y ofrezcan recomendaciones positivas de voto sobre las empresas con los que contratan servicios de asesoría es muy alto.

Además del conflicto de intereses en sí, algunos afirman que esta situación supone, en la práctica, un abuso de posición de dominio, al permitir a los grandes *proxys* ofrecer precios más competitivos que compensan con los ingresos procedentes de otros servicios.

Este tipo de conflicto es análogo al que vienen enfrentando las *Big Four* desde hace años, al prestar a las empresas cotizadas tanto servicios de auditoría legal como diferentes servicios de asesoría. Esta situación se ha visto agravada por el creciente peso que tienen los ingresos procedentes de los servicios de asesoría en relación con los ingresos totales de las entidades auditoras, poniendo en riesgo la calidad e independencia de los servicios de auditoría legal²⁴.

A diferencia de las entidades auditoras, que tienen limitado o prohibido legalmente prestar una serie de servicios a las empresas auditadas, los asesores de voto, de momento, no están afectados por estas restricciones legales.

Otro conflicto de intereses importante puede surgir entre los propietarios de los *proxys*, en caso de que sea un inversor con intereses en la compañía (o la bolsa en que cotizan) como es el caso de ISS.

El conflicto de interés también puede surgir cuando el asesor de voto tiene que emitir una recomendación en una junta sobre algún punto del orden del día de la sociedad cotizada en el que su cliente inversor está personalmente interesado.

24. Para profundizar en esta cuestión remitimos a todos los informes que la Fundación Haz ha venido publicando sobre la falta de independencia de las Big4. “Riesgos sobre la falta de transparencia e independencia del auditor externo en las empresas del Ibex-35”. (2017). Fundación Haz; “Transparencia e independencia del auditor externo en las empresas del IBEX 35” (2020). Fundación Haz.

Principales cuestiones abordadas por los *proxys*

Aunque el ámbito de las recomendaciones de los *proxys* se está ampliando, la mayoría de las cuestiones que son objeto de recomendación están relacionadas con los principales problemas de agencia entre los diferentes accionistas o entre estos y los administradores.

Estas cuestiones se pueden incluir en cuatro grandes campos:

Composición del consejo de administración y comisiones

La propuesta y nombramiento de los miembros del consejo de administración y, en su caso, de las correspondientes comisiones es una de las decisiones que van a influir más en el gobierno de la empresa, pues al consejo le corresponde supervisar e impulsar la iniciativa empresarial, junto con los administradores, y definir la estrategia de la empresa.

Cuatro son los principales asuntos analizados en relación con la composición del órgano de gobierno. En primer lugar, hay que asegurar que los candidatos reúnan las competencias, diversidad²⁵, aptitudes y disponibilidad de tiempo para formar parte de este.

Lo habitual es que el consejo de administración, previa propuesta de la comisión de nombramientos, proponga al candidato para su elección a la junta de accionistas, justificando su designación mediante un informe *ad hoc*.

Las recomendaciones de los *proxys* suelen castigar la propuesta de consejeros que responden a criterios políticos o de candidatos que participan en numerosos consejos de administración (cinco o más) o que tienen responsabilidades ejecutivas en varias compañías, por entender que su disponibilidad para desempeñar con diligencia las funciones de consejero se encuentra muy limitada.

En segundo lugar, es necesario garantizar el equilibrio de intereses en el consejo mediante el nombramiento de consejeros “independientes” que puedan hacer de contrapeso a los

25. El 23 de noviembre de 2022 se aprobó la Directiva 2022/2381/UE que deberá incorporarse a derecho español antes del 28 de diciembre de 2024 y que establece, por primera vez, cuotas obligatorias para fomentar la presencia femenina en los consejos de las sociedades cotizadas. En concreto, antes del 30 de junio de 2026, las mujeres tendrán que representar (i) el 40 % de los consejeros no ejecutivos o (ii) el 33% del total de los miembros del consejo de administración.

consejeros ejecutivos y a los consejeros dominicales, que representan a aquellos accionistas que poseen un porcentaje significativo de acciones.

Este equilibrio suele concretarse en recomendaciones de que en el consejo exista un porcentaje significativo de consejeros independientes y que las comisiones estén integradas y presididas por una mayoría de consejeros independientes²⁶.

Por último, resulta importante cerciorarse que ese carácter independiente se mantiene y no se pierde por circunstancias sobrevenidas o por el transcurso del tiempo. Las circunstancias sobrevenidas pueden derivarse de la existencia de un vínculo familiar o económico que genere un conflicto de intereses. Se entiende, también que un consejero tiene un riesgo importante de perder su carácter independiente cuando lleva ejerciendo su responsabilidad como consejero durante mucho tiempo²⁷.

A continuación, detallamos algunos ejemplos de recomendaciones negativas en esta área:

- El consejo no proporciona suficiente información sobre los candidatos para ser nombrados para al consejo ni sobre su posible contribución a la empresa.
- El candidato o candidata tiene fuertes vínculos políticos poniendo en cuestión su independencia y/o cualificación profesional.
- El candidato para el que se propone la renovación lleva más de diez años de consejero y no existe una justificación suficiente para proceder a su renovación.
- El candidato tiene un conflicto de intereses incompatible con su rol como consejero.
- El candidato para el consejo representa a un accionista que ya está suficientemente representado en el consejo.
- El candidato para formar parte del consejo fue el antiguo auditor de la empresa.
- La propuesta no respeta el porcentaje mínimo de mujeres en el consejo sin ofrecer una justificación razonable.

26. El Código de Buen Gobierno (CBG) español es su Recomendación 17 establece un umbral del 50% de independientes, precisando que “cuando la sociedad no sea de elevada capitalización o cuando, aun siéndolo, cuente con un accionista o varios actuando concertadamente, que controlen más del 30% del capital social, el número de consejeros independientes represente, al menos, un tercio del total de consejeros”.

27. El artículo 529 duodécimo de la Ley de Sociedades de Capital establece un periodo máximo de doce años como consejero independiente, transcurrido el cual se pierde esa condición. El Code UK es más restrictivo y establece un periodo máximo de nueve años (Provision 10).

Propuesta de la política de remuneraciones

A nadie se le escapa que uno de los asuntos más controvertidos del gobierno corporativo son las decisiones relativas a la remuneración de los consejeros y principales directivos. En pocas áreas existen más probabilidades de que se presenten “problemas de agencia” entre los gestores y los accionistas como en los temas relacionados con los sueldos de los miembros del órgano de gobierno.

No se requiere una especial sutileza para concluir que resulta poco probable que los consejeros, que son los que tienen la facultad de proponer el sistema retributivo que se les va a aplicar a ellos mismos, se refrenen y acuerden bajarse o congelarse el sueldo.

No puede extrañar, por tanto, que el llamado “say on pay”, el derecho de los accionistas a emitir su opinión sobre las políticas de retribuciones de los consejeros y la alta dirección sea una de las cuestiones más controvertidas y sobre las que los *proxys* se han pronunciado con más frecuencia y profundidad.

El primer país en adoptar legalmente la práctica del “say on pay” fue Reino Unido en 2002 obligando a todas las empresas cotizadas a publicar un informe sobre la política de remuneraciones y someterlo al voto consultivo de la junta de accionistas. Posteriormente, se sumaron Holanda, Australia, Suecia y Noruega. En los EE.UU. se aprobó en el año 2010 la *Dodd-Farnk Act* que obligo a someter a la votación no vinculante de las juntas de accionistas la propuesta de remuneración e indemnizaciones de los consejeros.

España se sumó a esta iniciativa en el año 2011 tras la aprobación de la Ley de economía sostenible. Posteriores regulaciones han ido concretando esta exigencia obligando al consejo a elaborar un informe anual de remuneraciones con la información relevante que debe incluir, para someterlo a la votación no vinculante de la junta de accionistas.

El número de recomendaciones de voto en contra de las propuestas sobre remuneraciones de las grandes empresas por parte de los asesores de voto (*proxys*) ha aumentado progresivamente en los últimos años.

Los motivos de este rechazo suelen ser variados, pero se podrían resumir en dos grandes temas. El primero de ellos se refiere al contenido y condiciones de la propuesta de retribuciones. El segundo motivo de controversia atañe al procedimiento, carácter y competencia del órgano que elabora la propuesta para su aprobación por la junta.

A continuación, detallamos algunos ejemplos de recomendaciones negativas en esta área:

- La retribución es excesiva, teniendo en cuenta la coyuntura de la empresa y la comparación con otros emisores y mercados.
- El paquete o estructura retributiva (fijo, variable, bonus, planes de incentivos, planes de pensiones, indemnizaciones) no es adecuado por diversas razones, como excesivos importes, falta de equilibrio, cortoplacismo, etc.
- Falta de transparencia o contrapeso en los criterios y métricas que se utilizan para establecer y medir los objetivos y calcular la retribución.
- Los integrantes de la comisión de retribuciones carecen de las cualificaciones técnicas adecuadas para abordar esta cuestión.
- Los integrantes de la comisión de retribuciones carecen de independencia debido a la alta remuneración que perciben.
- Los integrantes de la comisión de retribuciones son órganos pasivos que desoyen a los accionistas y no toman medidas para corregir los votos disidentes.

Modificación de los estatutos

Otra de las áreas que puede concentrar propuestas más propensas a recibir una recomendación negativa por parte de los *proxis* se refiere a la modificación de los estatutos, sobre todo cuando esta puede afectar a los derechos políticos de los accionistas o la libre transmisibilidad de las acciones.

Detallamos algunos ejemplos de recomendaciones negativas en esta área:

- Las propuestas que limitan el principio “una acción = un voto”, salvo en casos excepcionales en que la sostenibilidad de la empresa a largo plazo pueda estar en peligro.
- Propuestas que protejan a los administradores de una opa hostil que sea compatible con los intereses a largo plazo de los accionistas de la empresa.
- Propuestas para celebrar de forma virtual la junta de accionistas sin la debida justificación.
- Propuestas para convocar juntas de accionistas con poca antelación.

Dilución de capital

Un último ámbito se refiere a todas aquellas decisiones por las que los inversores institucionales pueden ver disminuido el valor de su participación en la empresa mediante la facultad del consejo de administración de ampliar el capital, excluyendo el derecho de suscripción preferente. Ejemplos de recomendaciones negativas en este caso podrían ser:

- Propuestas que permiten una ampliación de capital superior al 10% del capital emitido sin derechos de suscripción preferente.
- Propuestas que permiten una ampliación de capital superior al 20% del capital emitido sin derechos de suscripción preferente.
- Propuestas que permiten una reducción del 5% capital emitido sin la debida justificación.

Otras cuestiones

En los últimos años las cuestiones objeto de recomendación de los *proxys* se han ido extendiendo a otras áreas como reacción a las nuevas preocupaciones de los grupos de interés y las exigencias de los legisladores en el ámbito del buen gobierno y la rendición de cuentas.

Entre esas nuevas áreas, las que más relevancia tienen son todas las relativas al compromiso de la empresa con las exigencias medioambientales y, más concretamente, con las medidas adoptadas para luchar contra el cambio climático: *Say on climate*.

El compromiso medioambiental de la empresa suele concretarse en el informe anual de sostenibilidad o de responsabilidad corporativa, que es el documento donde la empresa rinde cuentas de las medidas y objetivos cuantitativos que ha asumido para, por ejemplo, reducir sus emisiones, los residuos tóxicos, el ahorro de agua o energía, la deforestación, los riesgos asociados a la extracción del gas, etc.

Si los *proxys* consideran que el compromiso medioambiental de la empresa es insuficiente o poco claro pueden proponer una recomendación negativa al punto del orden del día de la junta de accionistas en la que se somete a aprobación el estado de información no financiera (EINF) o el informe de gestión de la compañía²⁸.

Algo similar puede ocurrir si algún *proxy* estima que la reputación de la compañía está siendo dañada por un comportamiento poco ético y el consejo no ha tomado las medidas necesarias para corregirlo o no las ha explicado con la suficiente claridad.

28. De acuerdo con el informe “Georgeson’s 2022 AGM Season Review”, el número de resoluciones de “say on climate” propuestas por los consejos de administración en las juntas generales de las empresas de los siete mercados europeos (Reino Unido, Países Bajos, Alemania, España, Francia, Suiza e Italia) se triplicó entre las juntas generales de 2021 y 2022, pasando de 12 resoluciones en 2021 a 36 en 2022. En cambio, en España, AENA, Ferrovial y Repsol repiten, siendo las únicas compañías dentro del Ibex-35 en someter a votación consultiva en la junta de accionistas propuestas de *say on climate*. Según Georgeson, “cabe esperar que la aprobación de la Directiva 2022/2464/UE sobre el reporte no financiero (la “Directiva CSRD” - Corporate Sustainability Reporting Directive), que afectará a los informes que deban elaborar las sociedades cotizadas a partir de 2025, suponga un impulso y que veamos más propuestas de acuerdo vinculadas al cambio climático en las próximas juntas generales de accionistas”.

Aunque estos temas son los más comunes, las cuestiones que se someten a la votación de las juntas de accionistas no paran de crecer, incluyendo mociones sobre objetivos de descarbonización y diversidad, donaciones políticas, derechos de los trabajadores y muchos otros asuntos.

En Estados Unidos se presentó la cifra récord de 592 propuestas medioambientales y sociales antes de la temporada de juntas generales de este año 2023, que se celebra en mayo y junio, principalmente. En los veinte años transcurridos desde la salida a bolsa de Amazon en 1997, los accionistas han votado veintidós resoluciones presentadas por otros inversores. En la última asamblea, celebrada el 25 de mayo, tuvieron que pronunciarse sobre catorce.

No parece, pese a las quejas de las sociedades cotizadas y de algunos accionistas, que esta inflación de propuestas vaya a disminuir en los próximos años. La mayor exigencia en el nivel de reporting y rendición de cuentas de la empresa supone un incremento de los asuntos sometidos a examen y, como consecuencia, la probabilidad de que haya un cuestionamiento de estas.

Diversidad, equidad e inclusión: ¿un tema en la agenda?

Los temas de diversidad, equidad e inclusión se están incorporando gradualmente en la agenda de los *proxys*, aunque con distintas prioridades y enfoques, según las diferentes jurisdicciones.

En el ámbito de la Unión Europea, la diversidad, al igual que la equidad salarial, seguirá siendo un tema ligado principalmente al género, sin que a corto plazo se integren otras dimensiones de la diversidad, como las relacionadas con la discapacidad, las minorías, el colectivo sénior o la orientación sexual.

Por tanto, todos los temas relacionados con la presencia de mujeres en los consejos de administración y, particularmente, en los puestos de alta dirección que, cada vez más, se ven como un trampolín para poder optar posteriormente a puestos en el consejo, van a seguir siendo prioritarios en los próximos años. Igualmente, se seguirá impulsando la divulgación por parte de la empresa de las políticas o iniciativas en materia de equidad salarial por razón de género, así como la exigencia de medidas y objetivos para reducir la brecha salarial por género.

En los EE.UU., sin embargo, los temas de diversidad e inclusión relacionados con la procedencia étnica y la orientación sexual han ido adquiriendo importancia, no sin cierta polémica, en las últimas temporadas de juntas del 2022 y 2023.

Para entender bien este cambio de mentalidad hay que tener en cuenta el peso e importancia que tiene la igualdad y la cuestión racial en los EE.UU., potenciada en los últimos años por iniciativas como el movimiento *Black lives matter*, originado dentro de la comunidad afroamericana a raíz de las muertes de numerosos afroamericanos asesinados por la acción policial.

El impulso de la diversidad más allá del género para incluir la diversidad racial y étnica en los consejos de administración comenzó a consolidarse de forma significativa en el año 2020, coincidiendo con la muerte de George Floyd, como resultado de la brutalidad policial. A partir de ese año, los principales inversores institucionales como BlackRock, State Street y Vanguard dejaron claro que valorarían la posibilidad de votar en contra de determinados consejeros en aquellos casos en que los consejos no hubiesen tomado medidas suficientes para incrementar la diversidad.

State Street anunció que votaría en contra de los presidentes de los comités de nombramientos y gobernanza de las empresas del S&P 500 y del FTSE 100 que no hiciesen pública la compo-

sición racial y étnica de sus consejos de administración y, a partir de 2022, votarían en contra de los presidentes de los comités de nominación y gobernanza de empresas que no tengan, al menos, un consejero de una comunidad infrarrepresentada en el consejo. Vanguard y BlackRock adoptaron propuestas similares en los siguientes años.

Tras la toma de posición de las principales gestoras de activos, ISS y Glass Lewis actualizaron sus políticas de voto en el año 2021 para incluir los temas relacionados con la diversidad, igualdad e inclusión, recomendando el voto en contra de la propuesta de consejeros o la elección del presidente de la comisión de nombramientos si la compañía no divulga datos sobre la diversidad de género, étnica y racial sobre la composición de su consejo.

La divulgación sobre los temas de diversidad ha sido reforzada por algunas recientes iniciativas legislativas y el Nasdaq. En el ámbito legislativo la Comisión para la Igualdad de Oportunidades en el Empleo de Estados Unidos (Equal Employment Opportunity Commission; EEOC), una agencia federal del Gobierno de Estados Unidos que hace cumplir las leyes contra la discriminación en los lugares de trabajo, aprobó en el año 2023 el estándar EEO-1 Report, que obligará a un importante número de empresas a proporcionar a partir de 2024 información desglosada sobre las categorías y salarios de los empleados que incluyan temas de diversidad de género, racial y étnica.

El Nasdaq, en una decisión no exenta de polémica y críticas, aprobó en el año 2023 una enmienda que exigirá a la mayoría de las empresas que cotizan en el Nasdaq a cumplir o explicar por qué no tienen, al menos dos directores “diversos”: uno autoidentificado como mujer y uno que se identifique como perteneciente a un grupo racial o étnico infrarrepresentado o LGBTQ+.

La SEC, por su parte y hasta la fecha, no ha requerido explícitamente a las empresas que informen sobre la composición de sus consejos de administración en lo que respecta a la diversidad. Como es conocido, la SEC, históricamente, se ha negado a exigir la divulgación de información relacionada con la diversidad, optando en su lugar por un régimen basado en el principio de materialidad o relevancia, en virtud del cual son las propias las empresas las determinan si la información relativa a la diversidad es relevante y, en caso afirmativo, qué deben divulgar específicamente.

En España, ninguno de los principales *proxys* se ha pronunciado en sus políticas de voto sobre temas de diversidad, inclusión y equidad no relacionados con la diversidad género. Tanto ISS como Glass Lewis consideran que las compañías de alta y mediana capitalización deben tener al menos un 40% de consejeros del género menos representado. Cuando una propuesta de

nombramiento no se alinee con estos objetivos o la compañía no haya proporcionado una explicación suficiente o un plan para abordar el problema, podrán recomendar el voto en contra del presidente del comité de nombramientos o del propio candidato.

En cuanto al *proxy* español, Corporance Asesores de voto, en su política de voto aprobada para las juntas de 2024 no se pronuncia sobre estas cuestiones al abordar la composición del consejo.

Ahora bien, que las recomendaciones de los *proxys* en Europa sobre diversidad se limiten a incluir las cuestiones de género no significa que la situación no pueda cambiar en el corto o medio plazo.

Los asesores de voto nunca han cumplido la función de avanzadilla, se limitan a prescribir lo que otros grupos (inversores institucionales, activistas, políticos, etc.) anticipan o priorizan. No sería, por tanto, descartable que en el futuro las cuestiones de diversidad más allá del género vayan ganando pujanza. El que esto suceda o no dependerá de la presión que ejerzan los políticos, así como del grado de influencia de los grupos e instituciones interesadas en impulsar estos temas.

No hay un tema de naturaleza tan política como el de la promoción de la igualdad y la equidad. Hasta qué punto las autoridades políticas pueden imponer a las empresas prácticas en este ámbito sin coartar o limitar la libertad de empresa es una cuestión abierta al debate como prueba el ejemplo de los EE.UU.

Dejando a un lado la “agenda política” de cada país y de cada momento histórico, no hay que despreciar la influencia de las organizaciones de la sociedad civil o del propio sector empresarial para situar estos temas en la agenda de las empresas. Un buen ejemplo es la iniciativa de *CEO por la diversidad*, que sin necesidad de incentivos políticos de ningún tipo ha conseguido persuadir a las principales empresas españolas de la importancia de incluir la diversidad, equidad e inclusión como una estrategia para impulsar la competitividad del talento y la reducción de la desigualdad y exclusión en la sociedad española.

Análisis de la temporada de juntas de accionistas en España 2022

El principal *proxy solicitor*, Georgeson, publica anualmente informes en los que analiza las principales novedades relacionadas con la temporada de las juntas de accionistas en los diferentes mercados. En su informe “*El gobierno corporativo y los inversores institucionales. Preparando la temporada de Juntas 2022*” presenta las siguientes conclusiones referidas a la temporada de juntas de las empresas cotizadas españolas²⁹.

Retribución del consejo

El tema que sigue suscitando mayor nivel de disidencia entre los grandes inversores institucionales y los principales *proxys advisors*, al igual que en años anteriores, es el relativo a la retribución del consejo. Sin embargo, en la temporada de juntas 2022, ha sido menor el número de propuestas con más de un 10% de voto en contra que, en 2021, tanto en las compañías del Ibex-35 (32 propuestas en 2022 frente a 46 propuestas en 2021), como en las Top 40 del Mercado Continuo (28 propuestas en 2022 frente a 38 propuestas en 2021).

Esta disminución –según Georgeson– se explica, principalmente, por la mejora en los modelos retributivos de las compañías españolas, que se han ido alineando con las expectativas de mercado.

Entre los motivos que han llevado a los inversores institucionales a no apoyar los asuntos retributivos destacan los siguientes:

- Falta de alineación con el interés de los accionistas a largo plazo.
- Ausencia de coherencia entre los resultados de la compañía y la retribución de sus ejecutivos.
- Planes de incentivos a largo plazo no alineados con las demandas del mercado.
- Opacidad en la divulgación de métricas y sus pesos, así como sobre su nivel de cumplimiento.
- Falta de métricas ESG vinculadas a la remuneración
- Falta de respuesta por parte del consejo ante elevados niveles de disidencia en materia retributiva en ejercicios anteriores.
- Poca claridad en las condiciones de los contratos con ejecutivos: cláusulas de recobro, pagos por terminación de contrato o política de tenencia de acciones.

29. En su análisis incluye a todas las empresas del IBEX 35 y las Top 40 del Mercado Continuo.

Composición del consejo

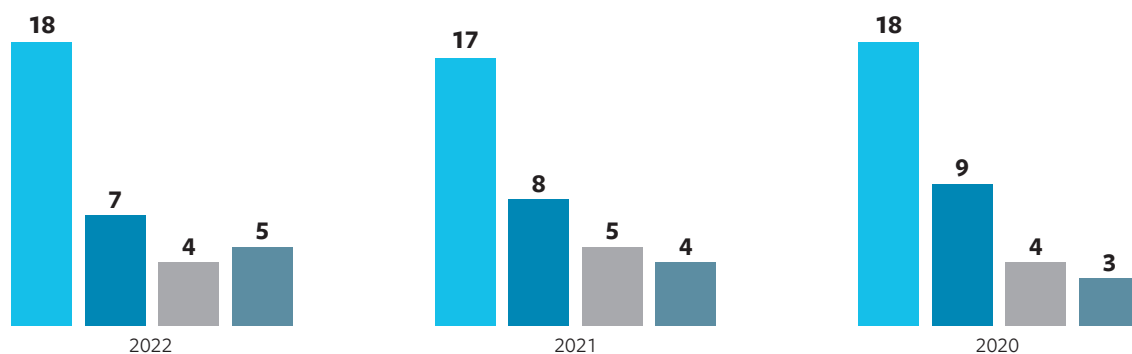
El número de propuestas relativas a la ratificación, nombramiento o reelección de consejeros con más de 10% de voto en contra aumenta con respecto al año anterior en el Ibex-35 (23 propuestas en 2022 frente a 18 en 2021), si bien representan un porcentaje inferior al del 2021 sobre el total de propuestas presentadas (14% en 2022 frente a 15% en 2021).

El aumento del número de propuestas con más de 10% de voto en contra es más mayor en las compañías del Top 40 del Mercado Continuo: 29 propuestas en 2022 frente a 8 en 2021 (lo que representa un porcentaje sobre el total de propuestas presentadas del 23% en 2022 frente a 10% 2021).

Uno de los temas que la comunidad inversora supervisa cada vez con más rigor es la independencia en el consejo asociada al cargo del presidente y que se concreta en las siguientes medidas: a) la separación de cargos entre el presidente y CEO; b) la presidencia independiente del consejo; y c) la existencia de un consejero independiente coordinador (*lead independent director*).

En el Ibex-35, más de la mitad de los presidentes de las compañías son consejeros ejecutivos (53%) y únicamente un 12% de los presidentes son consejeros independientes. Como se desprende del Gráfico 8, la presencia de un presidente del consejo independiente sin funciones ejecutivas sigue siendo excepcional en nuestras empresas. El *cesarismo*, acumulación de poderes en una misma persona, sigue siendo una de las características de nuestras empresas cotizadas. Las empresas cotizadas siguen prefiriendo la alternativa de nombrar un consejero delegado sin obligar al presidente a renunciar a sus funciones ejecutivas o nombrar un consejero independiente coordinador que equilibre el poder del presidente³⁰.

Gráfico 9. Ibex 35. Presidentes de consejos según tipología



30. Cfr. Martin Cavanna J. "Cesarismo en el Ibex-35. Informe de análisis y evaluación de riesgo sobre concentración de poderes en las empresas del IBEX 35". (2020). Fundación Haz.

Durante la temporada de juntas 2022, los consejeros independientes son los que han obtenido el mayor nivel de votos favorables tanto en las compañías del Ibex-35 (96,39% de nivel de apoyo medio) como en las del Top 40 del Mercado Continuo (98,01% de nivel de apoyo medio). En las compañías del Ibex-35, el número de consejeros independientes se mantiene estable respecto al 2021, pasando de 239 consejeros independientes en 2021 a 235 en 2022. La situación en el Top 40 del Mercado Continuo es similar: el número de consejeros independientes pasa de 171 en 2021 a 175 en 2022.

Los principales motivos que han llevado a que los inversores institucionales no diesen su apoyo a las compañías en los puntos relativos a la composición del consejo han sido:

- Falta de independencia en el consejo.
- Ausencia de diversidad entendida en un sentido amplio, con especial hincapié en la diversidad de género.
- La presencia de consejeros que forman parte de un número elevado de consejos.

Ampliación de capital

El porcentaje de propuestas de ampliación de capital que ha recibido más del 10% de votos en contra ha disminuido en los últimos tres años tanto en las empresas del Ibex-35 como en las del Top 40 del Mercado Continuo. De 26 propuestas presentadas en el Top 40 del Mercado Continuo, tan solo tres recibieron un porcentaje de voto en contra mayor al 10%, mientras que en el Ibex-35 fueron seis propuestas de 38.

Las recomendaciones de los *proxys*

Para realizar su análisis Georgeson tiene en cuenta las recomendaciones de voto de los dos principales asesores de voto internacionales, ISS y Glass Lewis, y las de Corporance, el único asesor de voto de origen español.

En relación con las políticas de voto de los principales *proxys advisors* que operan en el mercado español las principales novedades según el Centro de Gobierno corporativo de ESADE son las siguientes³¹:

31. <https://consensodelmercado.com/es/emisores/novedades-en-las-politicas-de-voto-de-los-proxy-advisors-para-2023>.

Cuestiones climáticas

La relevancia e impacto de los riesgos climáticos se va a revisar con más profundidad, especialmente en aquellas empresas emisoras o incluidas en *Climate Action 100+ Focus Group* que deberán informar de manera clara y exhaustiva sobre los riesgos climáticos y la manera en que se mitigan y se supervisan por el consejo.

Acciones de lealtad

Los *proxys* siguen defendiendo el principio “*one share one vote*”. En consecuencia, en compañías donde haya distintos tipos de acciones y las de clase superior no coticen, podrían recomendar votar en contra de los presidentes de los comités de gobierno (o similares), otros consejeros o puntos del orden del día concretos, cuando no se someta a votación la estructura accionarial o no se establezcan plazos de terminación razonables.

También recomendarán votar en contra de las propuestas de acuerdo que establezcan estructuras con distintas clases de acciones o, en el caso de las ya existentes, de los consejeros que representen a los accionistas titulares de las acciones beneficiadas, con la excepción de: empresas de nueva cotización con cláusulas de caducidad de no más de siete años; cuando las situaciones de voto desigual son mínimas (no exceden del 10%) o cuando se ofrezcan garantías a los accionistas minoritarios (como poder votar regularmente sobre el mantenimiento de dichas estructuras).

Juntas híbridas y virtuales

Se opta claramente por los formatos de junta híbrida, que combinan la protección de los derechos de los accionistas con los beneficios de la opción de participación virtual. Si la empresa se decanta por una junta telemática deberá motivar esta decisión y justificar que no se ven afectados los derechos de los accionistas.

Resultados de las votaciones de la junta anterior

En línea con el incremento de las obligaciones de transparencia, Glass Lewis añade en su política que recomendará votar en contra de los presidentes de los comités de *governance* (o similares) de las empresas de alta y mediana capitalización cuando no se hayan publicado de manera detallada los resultados de las votaciones de la junta anterior.

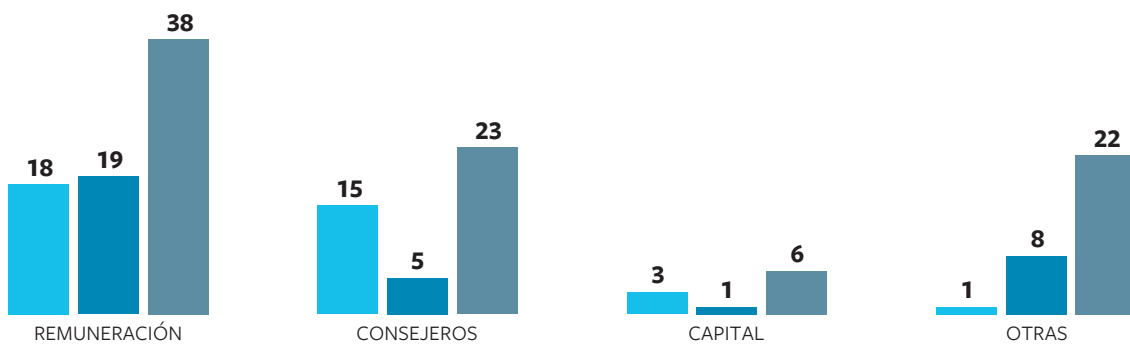
Estructura y composición del consejo

En relación con la composición del consejo, se han endurecido las exigencias respecto al número máximo de posiciones que pueden ocupar los consejeros en otros consejos. Se recomendará votar en contra del consejero propuesto o del presidente de la comisión de

nombramientos cuando el consejero propuesto: (I) ocupe un puesto ejecutivo en una compañía cotizada además del de consejero en más de otra compañía cotizada adicional; (II) sea consejero ejecutivo de una compañía cotizada a la vez que es consejero no ejecutivo de otras dos cotizadas; o (III) ocupe un puesto de consejero no ejecutivo en más de cinco cotizadas en total.

Resulta significativo comprobar que el número de recomendaciones no favorables del *proxy* español suele ser muy superior al de las entidades extranjeras, como muestra el Gráfico 10, lo que podría indicar que un conocimiento más profundo del mercado local suele implicar un mayor grado de exigencia sobre las entidades emisoras. Por supuesto también ayuda su mayor independencia de criterio ante la ausencia de conflicto de intereses.

Gráfico 10. Ibex 35. Número de recomendaciones de voto no favorables de los asesores de voto



Influencia de los asesores de voto

Una de las cuestiones más discutidas se refiere al impacto o influencia real que tienen los *proxys* sobre el resultado de las votaciones adoptadas en las juntas generales o sobre el cambio de criterio en los directivos y administradores.

Existe bastante evidencia de que los asesores de voto influyen en los resultados de la votación, aunque no existe un acuerdo sobre el grado de influencia en estos resultados.

Cualquier investigación que intente identificar la influencia real de los *proxys* se va a encontrar con el obstáculo de la falta de información o datos disponibles que relacione a los *proxys* con sus clientes³².

En este sentido, tratar de establecer una correlación entre el sentido del voto de los inversores y las recomendaciones puede subestimar la influencia de los *proxys*, pues los votos se agrupan entre todos los inversores y no identifican los votos específicos de los inversores a los que asesora un *proxy* en particular.

Por otra parte, también existe el riesgo de sobrestimar la influencia de los *proxys*, si se desconoce la posición previa del inversor sobre algún punto y la recomendación de su asesor de voto, que en muchos casos puede coincidir. No es posible saber cómo habrían votado los inversores institucionales sobre el mismo asunto si los asesores de voto no emitieron una recomendación o si hicieron una recomendación diferente.

Para valorar la influencia real de los asesores de voto en las votaciones³³ hay que tener en cuenta diversos factores como: a) las diferentes regulaciones normativas existentes; b) la estructura de propiedad de cada empresa; y c) si el asesor de voto presta también el servicio de emisión de voto con el riesgo de la votación robotizada (*robo voting*).

Así, por ejemplo, Francia, Italia y, recientemente, España han aprobado las “acciones de lealtad”, que otorgan doble voto a las acciones que haya mantenido su titular durante un

32. Shu, Chong. “The Proxy Advisory Industry: Influencing and Being Influenced” (2022). Department of Finance, David Eccles School of Business, University of Utah.

33. Distinguimos entre impacto y resultado de las votaciones porque, en ocasiones, el porcentaje de votos negativos en una votación puede tener bastante impacto en una compañía, aunque el resultado de la votación final haya sido mayoritariamente positivo.

periodo mínimo de tiempo (en el caso de España, dos años). Los inversores institucionales son accionistas a largo plazo y, por tanto, si la empresa aprueba en sus estatutos la adopción de las “acciones de lealtad”, la capacidad de influir de estos aumentará significativamente.

Otros países, como el Reino Unido, han incorporado como recomendación en sus códigos de buen gobierno la obligación del consejo de consultar con los accionistas y justificar las medidas que han adoptado, cuando recibe un voto negativo superior al 20%³⁴.

En relación con la estructura de propiedad de cada empresa, la influencia o impacto del voto en contra va a depender en gran medida del peso que tiene el capital flotante³⁵ (*free float*).

En algunas empresas del Ibex-35 el peso del *free float* es superior al 70% (ocho empresas), mientras que en otras no supera el 20% (cinco empresas). Como es fácil de intuir, un 10% del voto negativo en las primeras no suele tener el mismo impacto que en las segundas. En el segundo caso, ese 10% puede reflejar un gran descontento de la mayoría de los accionistas minoritarios.

En cuanto a la prestación por los asesores de voto del servicio adicional de emisión del voto, resulta evidente que cuando los *proxys* no se limitan a formular recomendaciones, sino que sus servicios se extienden a la emisión automática de las papeletas de voto electrónicas mediante mecanismos que vinculan el voto a la propuesta de voto sugerida por el propio *proxy advisor*, la posibilidad de influir es mucho mayor. Los estudios muestran que cuando se da esta circunstancia se produce un voto automatizado por parte de los inversores institucionales con el riesgo de que terminen delegando en los *proxys* su responsabilidad fiduciaria³⁶.

En cualquier caso, en muy raras ocasiones una recomendación negativa de un asesor de voto consigue influir en el resultado global de la votación, pues los inversores institucionales

34. El Code UK (Provision 4) establece que cuando una propuesta del consejo de administración haya obtenido un 20% o más de los votos en contra, la empresa deberá explicar, al anunciar los resultados de las votaciones, qué medidas piensa adoptar para consultar a los accionistas y comprender las razones del sentido del voto. Asimismo, deberá publicar una información actualizada sobre las opiniones recibidas de los accionistas y las medidas adoptadas en los seis meses siguientes a la celebración de la junta de accionistas. Finalmente, el consejo deberá presentar un resumen en el informe anual y, si procede, en las notas explicativas de las propuestas de la siguiente junta de accionistas, sobre el impacto que han tenido las consultas con los accionistas en las decisiones adoptadas por el consejo y, en su caso, en las acciones o resoluciones ahora propuestas.

35. El término “free float” (flotante libre en español) se refiere a la cantidad de acciones de una empresa que están disponibles para ser negociadas en el mercado público de valores. En otras palabras, el *free float* es la cantidad de acciones que están en manos de los inversores públicos, incluyendo inversores minoristas e institucionales, y que no están restringidas por acuerdos de tenencia a largo plazo o por la propiedad de la empresa. Por lo tanto, el *free float* excluye las acciones que son propiedad de los accionistas principales de la empresa, como los fundadores, ejecutivos de alto nivel, inversores estratégicos, fondos de inversión, entre otros. Esto se debe a que estas acciones no están disponibles para el público general y no se negocian en el mercado público.

36. Rebeca Herrero, “La problemática en torno a los proxys advisors: el Robo-voting”, blog de la Facultad de Derecho de la Universidad Autónoma de Madrid, 28 de noviembre de 2018.

no suelen tener participaciones significativas que les permitan influir decisivamente en las votaciones.

La mayoría de los estudios que se han llevado a cabo suelen destacar que la influencia de los asesores de voto varía en función de los asuntos. Las recomendaciones de voto suelen tener una moderada influencia en las propuestas de nombramientos de consejeros, una influencia entre moderada y grande en las recomendaciones que afectan a la propuesta o política de remuneraciones de los consejeros y una influencia grande en los temas que se refieren a las propuestas de mayor control sobre la empresa³⁷.

En realidad, como señalan algunos autores, la influencia entre los asesores de voto y los inversores es bidireccional. Los asesores de voto, en la práctica, suelen ajustar sus recomendaciones a las preferencias y opiniones de sus inversores. Algunos inversores suelen contratar a los *proxys* para contrastar sus recomendaciones con los análisis del inversor o remiten a los *proxys* sus políticas de voto para que las tengan en cuenta en sus recomendaciones³⁸.

Cuestión aparte es qué impacto puede tener en el futuro de los *proxys* el creciente peso de algunos inversores institucionales en la propiedad de las empresas cotizadas (Black Rock, State Street y The Vanguard Group) que no tienen necesidad de acudir a los *proxys* y cuentan con sus propias políticas de voto. En la medida en que las políticas de voto de estos “grandes jugadores” está más alineada con los intereses de los inversores institucionales algunos estiman que estos podrían terminar adhiriéndose a las mismas³⁹.

37. James R. Copland, David F. Larcker, and Brian Tayan, “The Big Thumb on the Scale: An Overview of the Proxy Advisory Industry”. (May 30, 2018). Stanford Closer Look Series. Rock Center for Corporate Governance (páginas 5 y 6).

38. “Analytical report. The influence of proxy advisors and ESG rating agencies on the actions and reporting of FTSE350 companies and investor voting”, The Financial Reporting Council Limited 2023.

39. “Why Proxy advisers are losing their power. The golden age for ISS and Glass Lewis is over”, *The Economist*, (Junio 2022).

Conclusiones

- 1** El peso e importancia de los inversores institucionales (fondos de pensiones, gestoras de activos, compañías de seguros y fondos de inversión) en la composición accionarial de las empresas cotizadas no ha parado de crecer en las últimas décadas. El aumento generalizado de la esperanza de vida y la insuficiencia del sistema público de pensiones presionará al alza el crecimiento de los inversores institucionales, que gestionan el ahorro privado de millones de trabajadores, desarrollando una estrategia cada vez más diversificada de sus carteras e invirtiendo en empresas que tengan perspectivas de rentabilidad a largo plazo.
- 2** Aunque la participación de los inversores institucionales en la propiedad de las empresas sea mayor en los países desarrollados, la importancia de estos inversores seguirá aumentando en todos los países, debido a la necesidad que tienen de diversificar sus carteras y a las crecientes facilidades tecnológicas para operar en todos los mercados financieros
- 3** El mayor peso de los inversores institucionales en la propiedad de las empresas ha coincidido con la corriente que ha impulsado la mejora del gobierno corporativo como respuesta a determinados escándalos empresariales y a los efectos de la crisis financiera del año 2007.
- 4** El movimiento de mejora de gobierno corporativo se ha concretado en distintas iniciativas, legales y voluntarias, para fortalecer, por una parte, un compromiso más activo de los accionistas con las prácticas de buen gobierno y la sostenibilidad de la empresa (activismo accionarial) y, por otra, un compromiso más activo de los administradores con la transparencia y la rendición de cuentas (*reporting*).
- 5** La implicación de los accionistas con la gobernanza y sostenibilidad de la empresa se ha materializado en una participación más diligente en las juntas de accionistas mediante el estudio propuesta y votación de las cuestiones incluidos en los órdenes del día.
- 6** El compromiso de los administradores con la rendición de cuentas se ha perfilado en el desarrollo de canales de diálogo permanentes con los accionistas para conocer sus

expectativas y en la publicación de diversos informes en los que reportan cuestiones relevantes sobre la sostenibilidad y el buen gobierno en un formato estandarizado que permita medir los avances y compararlos con otras compañías similares.

- 7** Los *proxys* o asesores de voto surgen para tratar de dar respuesta a la exigencia impuesta a los accionistas institucionales de ejercer sus deberes fiduciarios y de implicarse en mejorar el gobierno corporativo de las empresas, analizando la información que publican las empresas cotizadas y contrastándolas con las prácticas de buen gobierno.
- 8** Los *proxys* son organizaciones especializadas en analizar las empresas cotizadas y emitir, a solicitud de los inversores institucionales, recomendaciones en relación con el sentido del voto sobre los puntos del orden del día incluidos en las juntas convocadas por las sociedades emisoras. También ayudan a facilitar la implicación y el cumplimiento de las obligaciones a los accionistas.
- 9** La votación responsable en las juntas de accionistas requiere de un proceso de supervisión costoso y especializado para muchos inversores institucionales en términos de tiempo, personal y conocimiento. Muchos de ellos prefieren subcontratar esta actividad a estas entidades especializadas que cuentan con economías de escala en el análisis y procesamiento de la información.
- 10** Las iniciativas regulatorias, impulsadas en los EE.UU. y, particularmente, en la Unión Europea, para impulsar una mayor implicación de los accionistas en la creación de valor a largo plazo de la empresa y regular el papel de los asesores de voto han basculado entre propuestas inicialmente centradas en procesos de autorregulación (códigos de buenas prácticas libremente asumidos) y la aprobación de disposiciones legales de obligado cumplimiento.
- 11** En el ámbito de la Unión Europea, la regulación se ha centrado en dos grandes temas: el impulso de la implicación a largo plazo de los accionistas (*engagement*) mediante la publicación de una directiva de obligado cumplimiento y la propuesta de elaboración de códigos de conducta para regular el funcionamiento y transparencia de los asesores de voto, mediante el cumplimiento voluntario de recomendaciones.
- 12** La transposición de la directiva europea en España dio lugar a la *Ley 5/2021, de 12 de abril, para el fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las socie-*

dades cotizadas. Esta nueva ley obliga a los inversores institucionales y gestores de activos a elaborar y hacer pública “una política de implicación que describa cómo integran su implicación como accionistas o gestores de los accionistas en su política de inversión”. Esta política deberá incluir, entre otras cuestiones, “una descripción general de su comportamiento en relación con sus derechos de voto, una explicación de las votaciones más importantes y, en su caso, del recurso a los servicios de asesores de voto”.

- 13** Siguiendo el ejemplo de otros países, que han aprobado códigos de buenas prácticas basados en principios y conforme a los enfoques «cumplir o explicar» o «aplicar y explicar», la CNMV publicó en marzo de 2023 el “*Código de buenas prácticas de inversores institucionales, gestores de activos y asesores de voto en relación con sus deberes respecto de los activos conferidos o los servicios prestados*”.
- 14** El Código refuerza la implicación a largo plazo de los inversores requiriéndoles que en sus decisiones de inversión tengan en cuenta todos los temas relacionados con la sostenibilidad, adquieran un conocimiento profundo de los compromisos y políticas de las empresas en las que inviertan, publiquen sus políticas de voto, un informe anual en el que rindan cuenta de su implicación y una política de gestión de los conflictos de intereses.
- 15** La industria de los asesores de votos sigue dominada por dos grandes actores: Institutional Shareholder Services (ISS) y Glass Lewis, que dominan entre un 70 y un 90% del mercado mundial. Junto a ellos existen algunas entidades que operan localmente ciertos mercados con bastante influencia, como puede ser el caso de los miembros de Ethos European Network (Frontis Governance y DSW) y de Corporate Asesores de Voto en España.
- 16** El hecho de que el sector de los *proxys* constituya un duopolio plantea muchos problemas desde el punto de vista de la competencia del mercado, la calidad y diversidad de la oferta de servicios y de la independencia de estas entidades. Los asesores de voto siguen recibiendo muchas críticas, acusándoles de que sus recomendaciones son muy uniformes, contienen muchos errores de hecho e imponen modelos de gobierno de talla única (*one-size-fits-all argument*), sin tener en cuenta las condiciones del mercado y los diferentes sistemas reguladores, no tener presencia local y operar desde sus sedes remotas.

- 17** La principal crítica, sin embargo, se refiere a los conflictos de intereses que las dos principales entidades tienen al prestar servicio al mismo tiempo a clientes con intereses que pueden ser contrapuestos: recomendación y ejercicio del voto a los inversores institucionales y asesoramiento en tema de buen gobierno a las sociedades cotizadas.
- 18** Las principales cuestiones sobre las que los asesores de voto emiten sus recomendaciones de voto están relacionadas con la composición del consejo de administración, la propuesta de remuneraciones de los consejeros y la alta dirección, las decisiones sobre el aumento o dilución del capital y los derechos políticos de los accionistas. Los asuntos relacionados con la sostenibilidad (*say on climate*) están entrando con fuerza.
- 19** Aunque existe bastante consenso sobre el impacto que tienen las recomendaciones de los *proxys* en la mejora de las prácticas de buen gobierno de las empresas cotizadas, no hay unanimidad sobre el grado de influencia que tienen las mismas.
- 20** Se discute igualmente en qué medida las principales gestoras de activos (BlackRock, The Vanguard Group y State Street), cuya participación en la propiedad de las empresas cotizadas es cada vez mayor, podrían desbancar en el futuro a los grandes *proxys* (ISS y Glass Lewis) al contar con departamentos propios que elaboran sus propias políticas de voto y recomendaciones, más acordes con los intereses de los inversores institucionales, que podrían terminar adoptándolas.