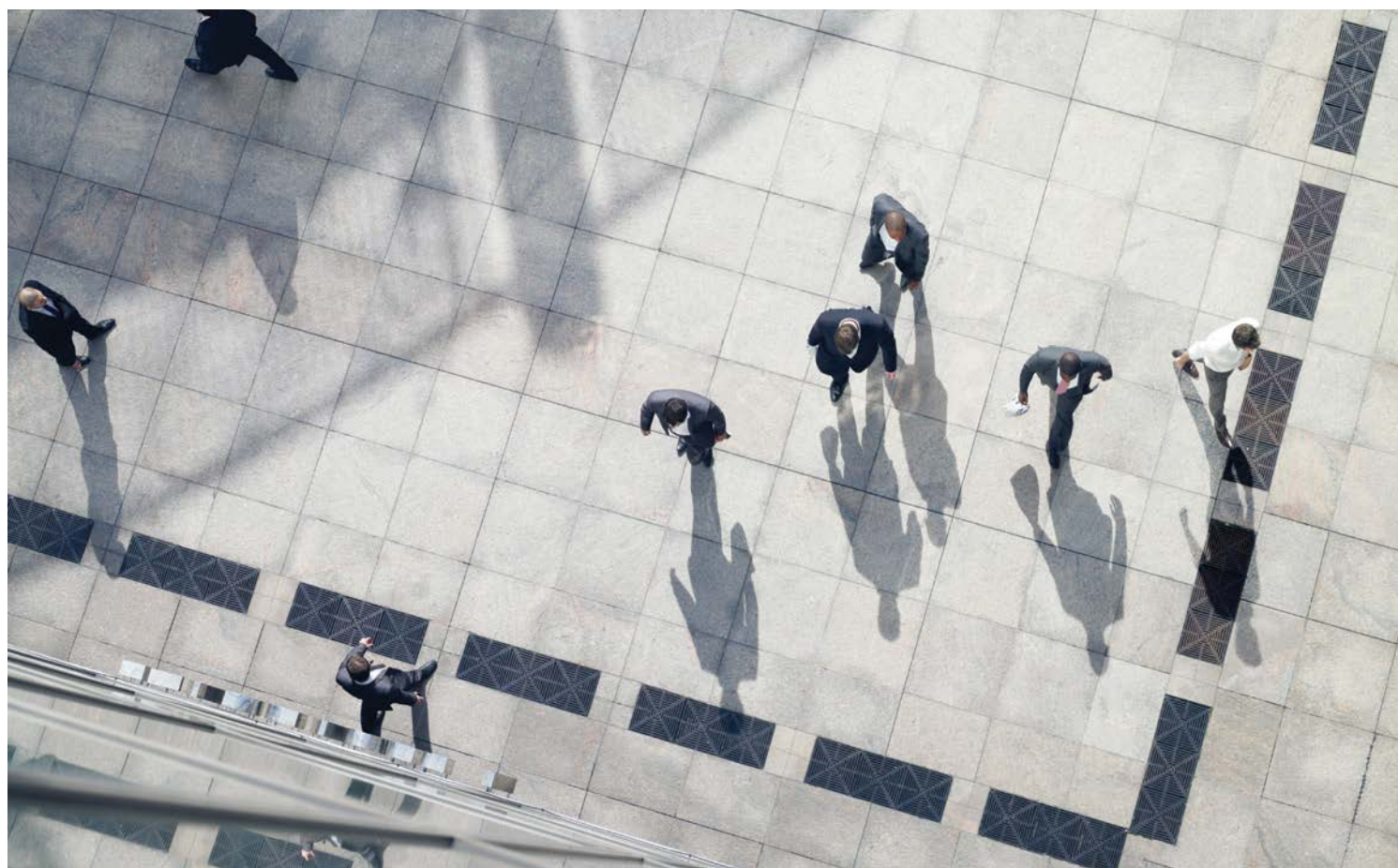


Proxy Advisors

¿Qué impacto tienen en las sociedades cotizadas españolas?



Índice

1. Resumen ejecutivo y recomendaciones	4
2. ¿Quiénes son los <i>proxy advisors</i> ?	8
2.1 Diferencias entre <i>proxy advisor</i> y <i>proxy solicitor</i>	10
2.2 Servicios ofrecidos por los <i>proxy advisors</i>	11
3. Problemática en torno a la industria de los <i>proxy advisors</i>	12
3.1 Conflictos de interés	12
3.2 Criterios de valoración y recursos utilizados por los <i>proxy advisors</i> para la formulación de recomendaciones de voto	12
4. Recomendaciones de los <i>proxy advisors</i> con mayor impacto en los acuerdos de JGA de las sociedades cotizadas	14
4.1 Temas críticos	14
4.2 Evolución de las votaciones no favorables en las JGA de las GEI en España (2010-2012)	16
4.3 Resultados de las JGA de las compañías cotizadas del Ibex 35 celebradas en 2012	17
5. ¿Qué han venido haciendo las autoridades europeas con los <i>proxy advisors</i> ?	20
6. Anexos	22
7. Bibliografía	24
8. Contactos	26

1. Resumen ejecutivo y recomendaciones

Actualmente, la influencia de los *proxy advisors* en el mercado de las compañías cotizadas españolas podría valorarse como poco relevante, teniendo en cuenta el menor peso relativo de los inversores institucionales en comparación con otros mercados. Sin embargo, es posible que esta situación empiece a cambiar en los próximos años, hipótesis que surge de considerar los siguientes aspectos:

- i) el incremento del porcentaje del capital flotante durante los últimos años, tanto en las compañías del Ibex 35, como en las del mercado continuo (ver Anexo 1.1).
- ii) Tendencia a la baja, en los últimos años, del número de sociedades cotizadas en las que existe una persona física o jurídica que posee la mayoría de los derechos de voto (ver Anexo 1.2).

Si bien la exposición de las sociedades cotizadas frente a los *proxy advisors* depende de varios factores relacionados con el nivel de dispersión accionarial y de apertura del mercado a inversores extranjeros, podemos observar que, tanto a nivel nacional como internacional, se han producido diversas actuaciones en torno a este grupo de interés emergente en el último año:

Organismos “reguladores” o “supervisores”:

- Diversos organismos europeos, como la Comisión Europea y el ESMA¹ han

propuesto actuaciones que fomenten un mayor grado de transparencia por parte de los *proxy advisors*.

- La CNMV², a través del Grupo de Expertos, también ha dado su opinión sobre las posibles alternativas y opciones regulatorias en relación con los *proxy advisors*.

Sociedades emisoras:

- Algunos emisores han empezado a mostrar interés en mejorar la transparencia en la divulgación de información, así como en mejorar el nivel de diálogo con los *proxy advisors*, mediante la celebración de *road shows*, u otras actuaciones similares.

Proxy Advisors:

- Ante el incremento de normativa y de recomendaciones de los últimos años, este grupo emergente ha empezado a reaccionar adoptando, algunas de ellas:
 - Mayor grado de flexibilidad, en algunas de las compañías, en los criterios adoptados para sus recomendaciones de voto en las Juntas Generales de Accionistas (JGA), estableciendo dentro de sus políticas de voto un “case to case” en vez del tradicional “one size fits all”.
 - Mayor transparencia en su metodología de trabajo para preparar sus informes de recomendación de voto en las JGA, así como en sus políticas de voto.

¹ ESMA: European Securities Market Authority.

² CNMV: Comisión Nacional del Mercado de Valores.

- Mayor predisposición a incrementar el nivel de diálogo con las compañías cotizadas en periodos distintos a la temporada de JGA.

¿Cómo pueden avanzar los estados (reguladores/supervisores) en esta materia?

- **Impulsando el conocimiento y la divulgación de los avances de Gobierno Corporativo** como forma de fomentar una cultura de aceptación e interiorización del valor del Gobierno Corporativo en la sostenibilidad de nuestros mercados de capitales.
- **Promoviendo códigos de conducta** en la industria de los *proxy advisors* que mejoren sus estándares de calidad, así como que adquieran un mejor entendimiento del marco regulatorio y un diálogo más directo con los emisores.
- **Facilitando los procesos de identificación de accionistas** que permitan un mejor diálogo entre los emisores y sus verdaderos accionistas y, por ende, un mayor entendimiento del marco actual de Gobierno Corporativo de la compañía y su mejora futura, y limitando el riesgo de que la decisión de voto no se adopte realmente por el accionista, sino por un tercero.
- **Potenciando elementos nuevos de transparencia** en lo relativo a la relación entre los *proxy advisors* y los emisores, así como entre los accionistas y ejecutivos de los *proxy advisors* y los emisores, de forma que los potenciales conflictos de interés se minimicen.
- **Facilitando o animando la entrada de nuevos “jugadores”** que limiten la extraordinaria concentración (duopolio de “facto”), en la industria de los *proxy advisors*.

¿Cómo pueden avanzar las sociedades cotizadas españolas en esta materia?

Si bien en la actualidad, por los motivos antes expuestos, los *proxy advisors* no cuentan con influencia como para bloquear ninguna propuesta de acuerdo en las JGA de las sociedades cotizadas españolas, están adquiriendo un peso cada vez mayor y sus potenciales votaciones en contra de las propuestas de acuerdo podrían tener, como mínimo, una repercusión negativa en la reputación de la compañía y por ende, en su sostenibilidad y valor a largo plazo.

Es por ello que resulta fundamental que las sociedades cotizadas se preparen adecuadamente para tratar con los *proxy advisors*. Algunas actuaciones que podrían limitar el riesgo de obtener un porcentaje elevado de votos en contra en las JGA, son:

- **Elevar la importancia de la gestión del Gobierno Corporativo** en los emisores, pasando de ser considerado un elemento de cumplimiento a un elemento de valor que refuerza la estrategia global de la compañía.
- **Establecer canales de comunicación efectivos** entre las sociedades cotizadas y sus grupos de interés a lo largo del ejercicio.
- **Potenciar los mecanismos de diálogo directo entre las sociedades emisoras y los inversores institucionales**, elevando su nivel de contactos durante el año, encaminados a conocer las inquietudes y preocupaciones de este grupo, en materia de Gobierno Corporativo, y a ofrecer explicaciones sobre los motivos que están detrás de las decisiones que se adoptan en las JGA. Estos diálogos entre los inversores institucionales y las

sociedades cotizadas podrían convertir a los *proxy advisors* en meros “facilitadores” de información, que les ayude a cumplir con una parte específica de sus obligaciones de administración y deberes fiduciarios, pero no serían los responsables del sentido de voto en los acuerdos de las JGA.

– **Asimismo, desarrollar mecanismos de diálogo con los *proxy advisors***, que permita a las sociedades cotizadas conocer mejor sus preocupaciones y comprender el contexto en el que operan, ya que al fin y al cabo, constituyen un elemento más del sistema de votación en JGA.

• **Mejorar el nivel de transparencia** por parte de las sociedades emisoras, a través de sus páginas web corporativas, en todos los temas referidos al Gobierno Corporativo de la entidad. Asimismo, consideramos relevante incluir en el Informe Anual de Gobierno Corporativo (IAGC) información relativa a la contratación de cualquier tipo de servicios que realicen de los *proxy advisors*.

• **Establecer mecanismos para identificar a los accionistas** (en especial a los internacionales), lo que permitirá a las sociedades cotizadas conocer, más allá de los órganos que custodian las acciones, a los responsables de ejercer el voto. Aunque los procesos para la identificación de accionistas no dependen sólo de los emisores, éstos pueden seguir proponiendo e impulsando mejoras en la regulación de los mismos, así como tomar medidas respecto a cómo avanzar en su caso particular. En este sentido, el rol de los *proxy solicitors*, u otros asesores semejantes, para la identificación de dichos accionistas puede ser relevante para alguna entidad.

¿Cómo pueden avanzar los *proxy advisors*?

Por su parte, los *proxy advisors* deberían evolucionar en una serie de aspectos, para dar una respuesta adecuada a la mayor regulación y/o recomendaciones sobre su actividad, mediante:

• **Mayor transparencia e información** sobre los servicios que les contratan los inversores institucionales, lo que podría mejorar la comprensión, por parte de las sociedades cotizadas, sobre la capacidad de influencia de estos asesores. Asimismo, mejorar la transparencia sobre la metodología de trabajo utilizada para la definición de las recomendaciones de voto en las JGA, así como sobre sus políticas de voto.

• **Desvelar información a los distintos grupos de interés** (sociedades cotizadas, inversores institucionales, regulador, etc.) sobre los potenciales conflictos de interés que pueden tener y la gestión de los mismos.

• **Mejorar la calidad de los informes que se generan**, contemplando entre otras cosas, su política de voto para cada uno de los aspectos de Gobierno Corporativo que evalúa y, contextualizando dicha política con la establecida por la regulación (*hard y soft law*) propia del país donde se domicilia la sociedad cotizada en cuestión. De esta manera se facilita a los clientes dónde se sitúa cada propuesta de voto, es decir, cómo está respecto a la regulación local y cómo está respecto al estándar fijado por el *proxy advisor*.

• **Considerar el impacto en el valor de la compañía** de la aplicación estricta de sus recomendaciones de voto, muy relevante para los accionistas a los que asesoran con sus informes.

Por todo lo antes expuesto, más allá de las preocupaciones o incomodidades que puede haber generado en muchas de las sociedades cotizadas españolas la presencia de los *proxy advisors*, las compañías deben de evaluar las ventajas y beneficios que generan en la evolución de su Gobierno Corporativo.

Ante esta situación, y viendo las perspectivas a futuro, cabe plantearse varias preguntas: ¿conocemos realmente quiénes son y de dónde surge la industria de los *proxy advisors*?, ¿cuál es su área de actuación e influencia?, ¿cómo están afectando sus

recomendaciones en las sociedades cotizadas españolas?, ¿se están configurando como un elemento de mejora del Gobierno Corporativo, o se constituyen simplemente como un actor “importado” a nuestro modelo que hay que soportar como parte del “coste” de estar en el mercado?

El presente documento pretende dar respuesta a éstas y otras preguntas más. Es un informe de reflexión que pone de manifiesto la presencia de un grupo de interés cada vez más relevante por su creciente influencia en las votaciones de acuerdos en las JGA.



2. ¿Quiénes son los proxy advisors?

Los *proxy advisors* (PA), nuevos actores entre los principales grupos de interés de compañías cotizadas, han surgido y se han expandido junto al desarrollo normativo y mayor activismo de los inversores institucionales.

Los PA, en español asesores de voto, son firmas contratadas por inversores institucionales para recomendar, a favor o en contra, sobre diversos aspectos en materia de Gobierno Corporativo (entre otros más), que serán tratados en distintos puntos del orden del día en las JGA³.

Si bien en estos últimos años, los PA están adquiriendo un mayor grado de protagonismo en España, su presencia se remonta a los años 70, cuando en EE.UU., se emitió la primera normativa para impulsar la participación de los inversores institucionales⁴ en las JGA. En el apartado 5 del presente documento se hace referencia a la normativa más relevante, en EE.UU., UK, Francia y en la Unión Europea, en esta materia.

El reto al que se enfrentan los inversores institucionales es grande: gestionan un amplio portfolio de inversiones y necesitan ejercer sus deberes fiduciarios y, consecuentemente, los derechos de voto, en numerosas JGA y en multitud de países cada año, durante un plazo acotado de tiempo (febrero-junio). Debido a la alta complejidad y variedad de temas a analizar para cada JGA, **muchos**

inversores necesitan el soporte de alguien que les asesore sobre el sentido de su voto en cada acuerdo a tomar, de ahí que acudan a los PA.

El sector de los PA está altamente concentrado; se podría decir que funciona, en cierto modo, como un oligopolio, donde existen diversas barreras de entrada, debido a, entre otras cosas:

- i. **Costes:** se podría considerar que la rentabilidad del servicio principal de los PA (recomendaciones de voto en JGA) se produce como consecuencia de una economía de escala. Mientras más grande sea el PA, más clientes tendrá, y por tanto, el coste de elaboración de los informes (coste fijo para el PA) se diluye.
- ii. **Reputación:** los inversores institucionales prefieren muchas veces acudir a los PA “más conocidos”, al considerar que éstos cuentan con mayor reconocimiento en el mercado.
- iii. **Obligatoriedad del voto de los inversores institucionales:** se podría decir que en países como EEUU, donde el voto de los inversores institucionales en JGA es obligatorio, el mercado de los PA ha tenido un mayor grado de desarrollo.

ISS⁵ y Glass Lewis son las compañías con mayor proyección pública y los que

³ Más adelante, veremos que los PA ofrecen servicios adicionales a las recomendaciones de voto en JGA.

⁴ Ley Federal ERISA (Employee Retirement Income Security Act) – 1974.

⁵ Institutional Shareholders Services.

Cuadro 1.

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

* Fuente: Datos aproximados extraídos de diversas fuentes de información
n/d: No disponible

concentran la mayor parte del mercado de PA a nivel global. En el cuadro 1 se detalla un listado con los principales PA existentes y mercados sobre los que operan.

El cuadro 1 muestra que:

- Gran parte de la participación de mercado está concentrado en ISS y Glass Lewis (ambas de origen norteamericano).
- El resto de PA tienen cuotas de mercado fundamentalmente en Europa y, dependiendo de qué país, su presencia puede tener más o menos relevancia. Existe la tendencia a centrarse en el mercado doméstico.

Estos son los casos mayoritariamente de Reino Unido, Francia y Alemania.

- Varias de las compañías de PA pertenecen a grupos de control que ofrecen servicios adicionales, relativos a las recomendaciones de voto en las JGA, a compañías cotizadas.
- Si bien no hay un dato contrastable sobre el porcentaje de influencia que ejercen los PA en los resultados de las JGA, existe un consenso por parte de los analistas respecto a que los PA que más influencia ejercen en las JGA son ISS y Glass Lewis. Su porcentaje de influencia puede estar en torno al 20% del quórum de asistencia a las JGA.

2.1 Diferencias entre proxy advisor y proxy solicitador

Los *proxy solicitador* (PS) son entidades contratadas por las compañías cotizadas con una doble finalidad. Por un lado, para facilitar a sus Consejos la identificación y el conocimiento de los accionistas (normalmente inversores institucionales) y, por otro, para desarrollar y mantener mecanismos de diálogo con los inversores institucionales. Combinando este conocimiento y los niveles de confianza reales de los inversores hacia la compañía y su dirección, el Consejo puede desplegar estrategias más adecuadas para mitigar el impacto de la eventual intervención negativa de los PA y alinear los intereses de los accionistas (inversores institucionales) con el Consejo de Administración.

Es decir, un mejor conocimiento por parte de los emisores sobre sus accionistas, mediante un adecuado diálogo, les permitirá lograr que las propuestas que se realicen sean más acordes con los intereses de los accionistas y que el asesoramiento de los

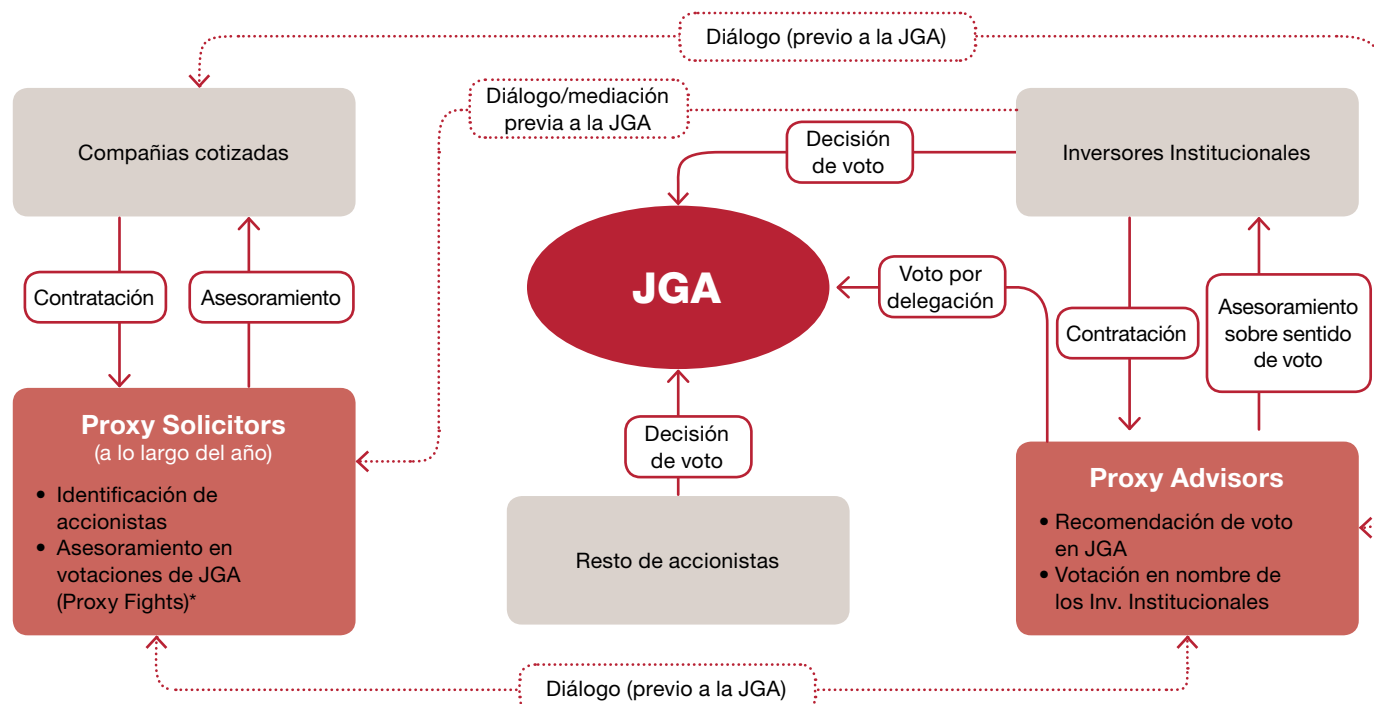
PA sea más favorable a las propuestas del Consejo.

En España, en los últimos años, los inversores institucionales internacionales han comenzado a participar y ejercer sus derechos de voto, contando para ello con el asesoramiento de los PA y de los PS. En contraste, los inversores institucionales domésticos no los suelen utilizar y difícilmente se oponen a las propuestas del Consejo en las JGA.

Probablemente, uno de los motivos por los que los inversores institucionales domésticos no suelen participar en las JGA pueda estar explicado, en cierto modo, por el grupo que controla cada inversor institucional, en muchos casos entidades de crédito que, a su vez, tienen participación o trato comercial con sociedades en las que habría que ejercer el voto, lo que plantearía ciertos conflictos de interés.

En el cuadro 2 se muestra gráficamente el papel que asumen los PA y PS dentro de la cadena para las decisiones de voto en las JGA.

Cuadro 2. Agentes que intervienen en las decisiones de voto en los acuerdos de las JGA



*Proxy Fights: Se refiere a la unión por parte de varios accionistas con la finalidad de reunir un porcentaje de voto suficiente como para adoptar alguna medida (incorporar puntos en el orden del día, solicitar una JGA extraordinaria, ...) ajenas a las propuestas del Consejo, a la JGA.

2.2 Servicios ofrecidos por los proxy advisors

Como se ha comentado previamente en este apartado, el principal servicio ofrecido por los PA a inversores institucionales es la recomendación de voto en las JGA de las compañías cotizadas mediante las siguientes funciones:

- Monitorización de los portfolios de inversiones de los inversores institucionales, informando sobre dónde y cuándo se desarrollarán las JGA, cuáles serán los requisitos para ejercer el derecho de voto y qué temas se tratarán.
- Elaboración de informes sobre emisores y recomendaciones de voto de cada una de las propuestas de acuerdo en las JGA, para facilitar el voto de los inversores institucionales.
- Ejercicio del derecho de voto en nombre de los inversores institucionales.

Cabe destacar que muchos de los PA ofrecen servicios adicionales a los antes descritos, que podrían agruparse en los siguientes:



Servicios ofrecidos por los proxy advisors

1. Servicio principal:

Recomendaciones de voto a los inversores institucionales sobre los distintos puntos del orden del día que se tratan en las JGA de sociedades cotizadas.

2. Servicios adicionales:

Plataforma de votación para inversores institucionales: incluye el desarrollo de aplicaciones que controlan la asignación al inversor institucional de todos los derechos de voto que le corresponden, la correcta emisión de sus instrucciones de voto o la conformidad de las mismas a sus políticas de voto, entre otros.

Reportes de investigación en temas relativos a gobierno corporativo que permitan a los emisores tener un mayor conocimiento en esta materia.

3. Problemática en torno a la industria de los proxy advisors

3.1 Conflictos de interés

La independencia e imparcialidad de los PA suele cuestionarse a menudo por parte de las compañías emisoras. Los principales motivos de conflictos de interés identificados son:

- **Prestación de servicios a las compañías sobre las que emiten recomendaciones de votación en las JGA, o a algún accionista de dicha compañía**

Algunos PA, además de ofrecer asesoramiento de voto a los inversores institucionales (accionistas), asesoran a las compañías cotizadas sobre Gobierno Corporativo. Para ello, las que lo realizan, indican contar con “cortafuegos” rigurosos para gestionar los potenciales conflictos de interés derivados de la prestación de ambos servicios.

- **Pertenencia del PA a un grupo empresarial cuyas actividades empresariales puedan condicionar los servicios prestados por su PA.**

Los dos PA más importantes presentan conflictos de interés en esta materia. En el caso de **ISS**, en 2006 fue adquirida por MSCI Inc., un proveedor de herramientas de soporte para decisiones de inversión. Cabe resaltar que la compañía ofrece en su página web información sobre los “cortafuegos” que permiten gestionar los potenciales conflictos de interés.

En el caso de **Glass Lewis**, el potencial conflicto de interés podría estar asociado a que su principal accionista de control es también un inversor institucional importante radicado en Canadá, Ontario Teacher’s Pension Plan.

- **Participación del PA, o de alguna entidad vinculada a éste en el accionariado de sociedades que analizan y sobre las que luego emiten recomendaciones de voto.**

- **Participación por parte de directivos / empleados del PA, en el accionariado de sociedades que analizan y sobre las que luego emiten recomendaciones de voto.**

Parece claro que, para ofrecer un mayor grado de transparencia por parte de los PA, éstos deberían de hacer públicas, mediante sus páginas web corporativas, las características de los “cortafuegos” existentes para hacer frente a estos potenciales conflictos de interés.

3.2 Criterios de valoración y recursos utilizados por los proxy advisors para la formulación de recomendaciones de voto

Las sociedades cotizadas suelen opinar (y por lo general, negativamente) sobre diversos aspectos en torno a la eficacia y transparencia de los procesos llevados a cabo por los PA, indicando como más frecuentes los siguientes:

- **Utilización de estándares internacionales para la aplicación de recomendaciones de voto:**

Las sociedades cotizadas españolas creen, en general, que los PA, al realizar sus análisis, aplican estándares específicos de “buen gobierno” que son muchas veces más restrictivos que lo contemplado en el marco legal y/o las recomendaciones de buenas prácticas españolas. Esto hace que las recomendaciones de los PA, en general, puedan percibirse que no están suficientemente adecuadas al mercado local y a las compañías sobre la que emiten una recomendación.

En cualquier caso, los *proxy advisors* nunca aportan, aunque sea a nivel referencial para sus clientes, el marco regulatorio local (*soft* y *hard law*), de manera adicional a sus estándares específicos aplicados, lo que sin duda podría ayudar al juicio que conforme el inversor institucional para ejercer finalmente el voto.

- **Calidad técnica de los informes elaborados por los PA:**

Las compañías emisoras suelen considerar sobre la calidad técnica de los informes:

- **Escaso nivel de comunicación entre los PA y las compañías emisoras:** si bien el bajo nivel o, incluso, ausencia de comunicación entre los PA y las compañías emisoras suele atribuirse a una única razón por parte de los proxies (garantizar la objetividad e independencia de sus recomendaciones), hay que tener en cuenta que esta práctica también implica un menor conocimiento sobre la compañía sobre la que emiten una recomendación.
- **Necesidad de generar un elevado número de informes en un reducido plazo de tiempo:** el elevado número de

informes que deben de generar los PA en las distintas áreas geográficas, aunado a la concentración de las JGA en un escaso periodo de tiempo (febrero-junio), pueden tener un impacto en la dedicación y, por tanto, en el grado de exhaustividad y análisis que los PA hagan sobre las compañías, dado el nivel y número de sus recursos.

- **Falta de transparencia por parte de los PA sobre el perfil, conocimientos y experiencia de sus analistas:**

si bien la mayoría de PA tienen una política establecida para la contratación de sus analistas, el desconocimiento existente por parte de las compañías emisoras sobre dichas políticas genera cierta inquietud.

- **Falta de transparencia sobre el proceso seguido por los PA para la elaboración de sus recomendaciones de voto:**

Existe cierto desconocimiento y, por consiguiente, preocupación por parte de las sociedades emisoras sobre las bases o directrices que utilizan los PA para desarrollar sus opiniones, así como sobre la metodología utilizada para elaborar sus políticas y recomendaciones.

Tanto ISS como Glass Lewis basan su análisis en información pública.

Si bien algunos PA publican los criterios aplicados para sus recomendaciones y el proceso llevado a cabo para la formulación de sus políticas de voto, no es una costumbre común a todos los PA. Por otro lado, sería positivo que se consideraran, tanto las condiciones particulares del mercado y regulaciones que afectan a cada compañía, como también que se especificaran en qué casos se considera más apropiado utilizar principios o criterios de referencia internacional.

4. Recomendaciones de los proxy advisors con mayor impacto en los acuerdos de JGA de las sociedades cotizadas

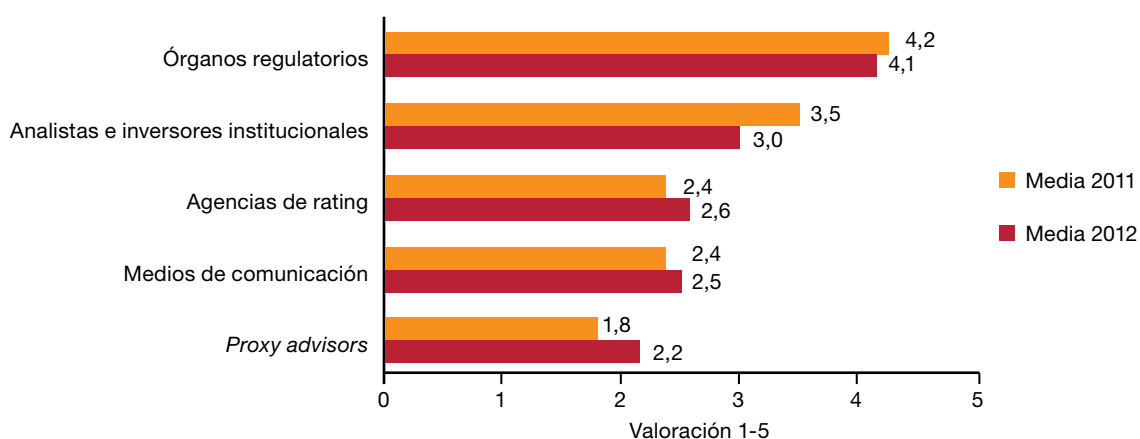
Como se ha comentado anteriormente, la presencia de los PA en España es aún incipiente. Así lo corroboran los resultados obtenidos de la opinión de 40 empresas cuyos consejeros han sido entrevistados de cara a la elaboración de la cuarta edición de nuestro informe sobre Consejos de Administración de sociedades cotizadas que será publicado en junio de 2013.

Les preguntamos sobre el nivel de influencia de diversos grupos de interés en las decisiones del Consejo, planteando una escala de valoración entre 1 y 5 (1 no influye - 5 influye mucho). De las respuestas se desprende que los *Órganos regulatorios* siguen constituyendo el

“grupo de interés” de mayor influencia, seguido de los *Analistas e inversores institucionales* y las *Agencias de rating*. Los *Proxy advisors* continúan siendo los que ejercen un menor grado de influencia, si bien la valoración media de este grupo ha aumentado de 1,8 en 2011 a 2,2 en 2012.

4.1 Temas críticos

A pesar del bajo nivel de influencia que tienen los PA en España en la actualidad, su actividad podría llegar a influir decisivamente en un futuro no muy lejano en el porcentaje de votos a favor o en contra e, incluso, en la aprobación o no de las propuestas de acuerdo que se presenten a la JGA⁶.



⁶ Como se ha comentado en apartados anteriores, el nivel de influencia del PA en cada compañía, variará en función de factores particulares relativos a i) la concentración / dispersión de la propiedad, ii) porcentaje de acciones en manos de inversores institucionales y dentro de este grupo, iii) presencia de inversores institucionales extranjeros.



Los grandes temas sobre los que los PA se están manifestando mediante recomendaciones de voto en contra son los siguientes:

Temas críticos	Detalles
Composición del Consejo de Administración y comisiones	En relación a la elección y/o reelección de consejeros, las principales cuestiones en las que los PA suelen emitir recomendaciones en contra son: • Unificación de los cargos de presidente del Consejo de Administración y consejero delegado o máximo ejecutivo de la compañía. • Presencia de consejeros ejecutivos en las comisiones de Auditoría y de Nombramientos y/o Retribuciones.
Informe de retribuciones	En general, los PA aplican criterios internacionales sobre aspectos ligados a la retribución y sobre el contenido de la información que publica la compañía. En los casos en que el Informe Anual no incluya información considerada 'clave' en materia de retribuciones, generan una recomendación negativa de voto. Algunos ejemplos se mencionan a continuación: • Falta de descripción de los criterios de evaluación de desempeño en las políticas de retribución. • Límites insuficientes para las indemnizaciones de los ejecutivos. • Ausencia de cláusulas de <i>claw-backs</i>.
Dilución de capital	Una preocupación de los inversores institucionales es la posibilidad de ver disminuida su participación mediante el otorgamiento al Consejo de Administración de la facultad de ampliar el capital, excluyendo el derecho de suscripción preferente. Los PA aplican en este tema requisitos más rigurosos que los límites previstos en el art. 297.1.b) LSC⁷.

⁷ LSC: Ley de Sociedades de Capital. Se refiere al Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital.

4.2 Evolución de las votaciones no favorables⁸ en las JGA de las GEI⁹ en España (2010-2012)¹⁰

Intentar concluir respecto del porcentaje de influencia que ejercen los PA sobre la votación de los inversores institucionales en las JGA en España, sería bastante complejo por un simple motivo: no se puede asegurar que, en el caso de que un inversor institucional vote en la JGA la recomendación hecha por el PA, esto sea consecuencia de la influencia ejercida por el PA. Siempre existe la posibilidad de que el inversor institucional establezca su propio criterio.

De hecho, de acuerdo a los resultados de una encuesta realizada en 2013¹¹, los inversores institucionales domésticos manifiestan que la influencia de los PA sobre ellos es muy baja: el 64% declaró no considerar los informes de estas entidades para analizar el sentido del voto en las JGA del año 2012 (similar al 62% del año 2011).

Sin embargo, lo que sí que podemos analizar es que los temas más

“candentes” y los que más preocupan a los PA son los puntos del orden del día que mayor porcentaje de votos no favorables han obtenido las compañías analizadas, como se puede observar en el cuadro 3.

Premisas de partida:

- Se ha tomado como base de análisis tres temas considerados críticos por los PA y que han sido tratados en la mayoría de JGA de las compañías analizadas, en los últimos tres ejercicios:
 - Elección y/o reelección de consejeros (reelección del consejero que ostente los cargos de presidente y CEO).
 - Dilución accionarial (sin derecho preferente de suscripción).
 - Políticas de retribución.
- Estos temas se han contrastado con otros, también tratados en la mayoría de JGA, pero que no generan mayor “controversia” (aprobación de cuentas, gestión del Consejo, etc.).

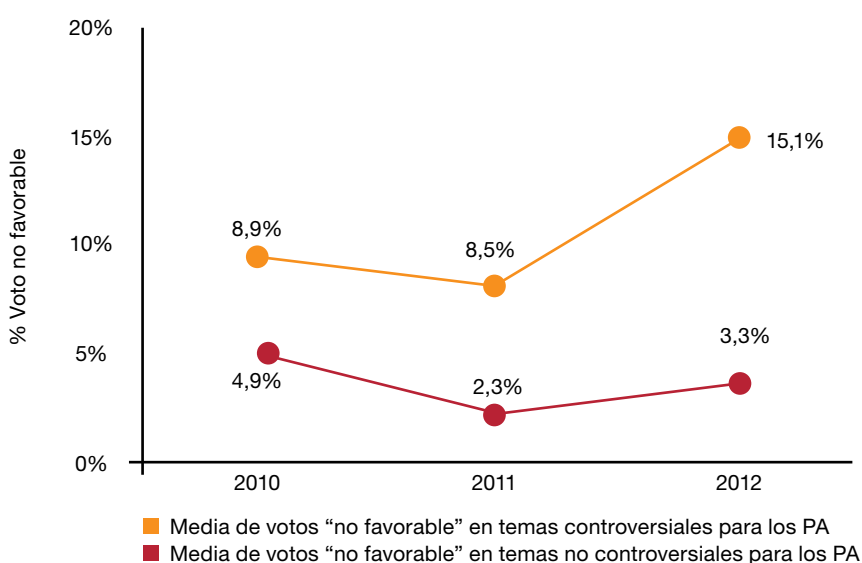
- Se han comparado los resultados obtenidos en las JGA de las GEI (Telefónica, Banco Santander, BBVA, Repsol, Inditex e Iberdrola), celebradas en 2010, 2011 y 2012, por ser los últimos años con información disponible.

- Para analizar los resultados, se calcularon los porcentajes de votos a favor y “no favorable” (considerando dentro de este grupo los votos emitidos en blanco, en contra y las abstenciones), de los distintos puntos del orden del día propuestos por el Consejo, obteniendo los siguientes resultados:

Principales resultados obtenidos:

- El cuadro 3 muestra que, la media de votos “no favorable”, en aquellos puntos del orden del día donde los PA no suelen manifestarse negativamente, como pueden ser la aprobación de las cuentas anuales o la aprobación de la gestión del

Cuadro 3. Evolución de los votos no favorables



⁸ Se ha considerado las votaciones no favorables (votaciones en contra, en blanco y abstenciones) en el análisis, dado que ninguna de ellas manifiesta de forma clara un apoyo a las propuestas del Consejo.

⁹ GEI: Grandes empresas del Ibex 35.

¹⁰ Datos relativos a los acuerdos obtenidos en las JGA correspondientes a los ejercicios 2009, 2010 y 2011

¹¹ El Gobierno Corporativo y los inversores institucionales, Georgeson-Cuatrecasas, Gonçalves Pereira, Edición 2013.

Consejo, fue del 3,3% en las JGA correspondiente al ejercicio 2012.

- En otros temas más controversiales en los que los PA suelen analizar con mayor severidad, las compañías analizadas han obtenido una media de votos “no favorable” superiores. En este sentido, respecto al tema retributivo, la media de votos “no favorable” fue del 18,8% y en la elección y o reelección de consejeros independientes, 18,9%. En conjunto, la media de los temas considerados “en punto de mira” por los PA, han tenido una media de votos “no favorable” en las JGA de 2012 de 15,1%.

Existe una clara correlación entre la orientación de las recomendaciones de los PA y los resultados de las votaciones en las JGA, aunque no se pueda descartar que existan otros factores que intervengan en el sentido del voto de los inversores institucionales, más allá de las recomendaciones hechas por los PA.

4.3 Resultados de las JGA de las compañías cotizadas del Ibex 35 celebradas en 2012¹²

Se ha tomado como base de análisis tres temas que han sido tratados en la mayoría de JGA de 2012 de las compañías que forman parte del Ibex 35 y que son los principales asuntos en los que los PA centran sus criterios a la hora de votar:

- **El nombramiento y/o reelección de consejeros independientes, CEO, presidente** y otros temas relacionados como la limitación del número de años que un consejero puede ejercer el cargo para ser considerado como independiente.
- **La política de retribución.** Aquí se incluyen aspectos como el voto consultivo sobre el Informe Anual de Remuneraciones, la aprobación de políticas retributivas específicas para consejeros ejecutivos y altos directivos o la imposición de un límite en la retribución total anual del Consejo.

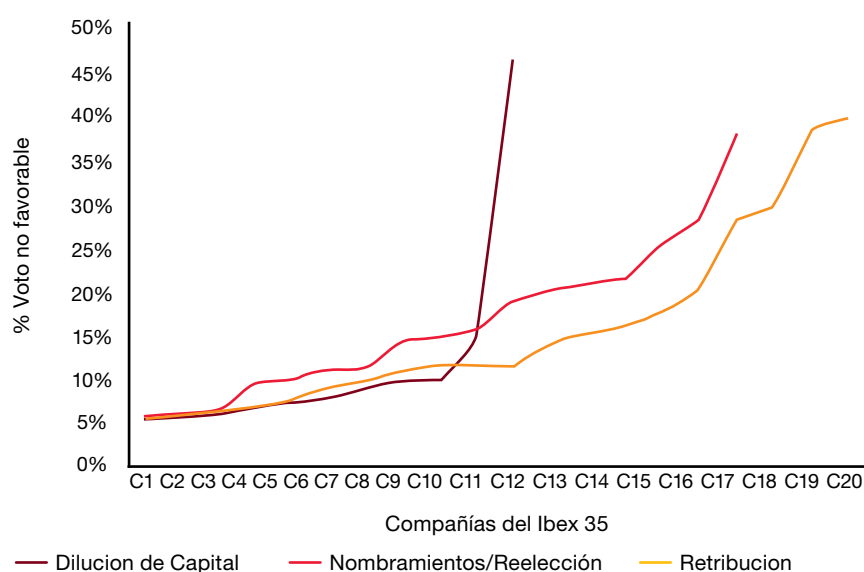
- **La dilución accionarial,** donde se contemplan los casos en los que el Consejo adquiera la facultad para realizar ampliaciones de capital con la posibilidad de excluir el derecho de suscripción preferente de los accionistas.

Los cuadros 4 a 7 muestran los resultados de aquellas compañías que, en alguno de los tres temas mencionados anteriormente, han tenido una votación “no favorable” superior al 5% en JGA.

En los casos en los que hay más de un acuerdo por área (nombramientos, retribución o dilución de capital), se ha realizado la media de las votaciones “no favorables” o se ha seleccionado la votación “no favorable” más alta en los casos en los que existe una elevada dispersión en los datos.

En el Cuadro 4, observamos que son los puntos relacionados con la política de retribución los que aparecen en un mayor número de compañías con votaciones “no favorables” superiores al 5% (20 compañías del Ibex 35), seguidos de los nombramientos/reelecciones de

Cuadro 4. Juntas generales de Accionistas Ibex 35



¹² Datos relativos a los acuerdos obtenidos en las JGA correspondientes al ejercicio 2011 (celebradas en la primavera 2012), por ser la última información disponible para todas las compañías del Ibex 35, a la fecha de emisión de este informe (Mayo 2013).

consejeros (17 compañías del Ibex 35) y de la dilución de capital (11 compañías del Ibex 35).

Por otro lado, en general, los puntos del orden del día relacionados con los nombramientos/reelecciones muestran unos porcentajes de votos “no favorables” superiores al resto.

- Los cuadros 5, 6 y 7 detallan el porcentaje de votos “no favorables” de cada uno de los tres puntos del orden del día comentados, así como la media y la mediana de los mismos, permitiendo realizar un mayor análisis de los datos. Los resultados obtenidos han sido los siguientes:

En el cuadro 5 observamos que los **nombramientos y/o reelección de consejeros independientes** es el punto del orden del día que **presenta la mayor media de votos “no favorables”**, con un 16,2% y una mediana del 14,7% en las JGA correspondientes al ejercicio 2011. Una compañía ha tenido un voto no favorable en este ámbito (reelección de un consejero independiente) de casi 40%, lo que indica

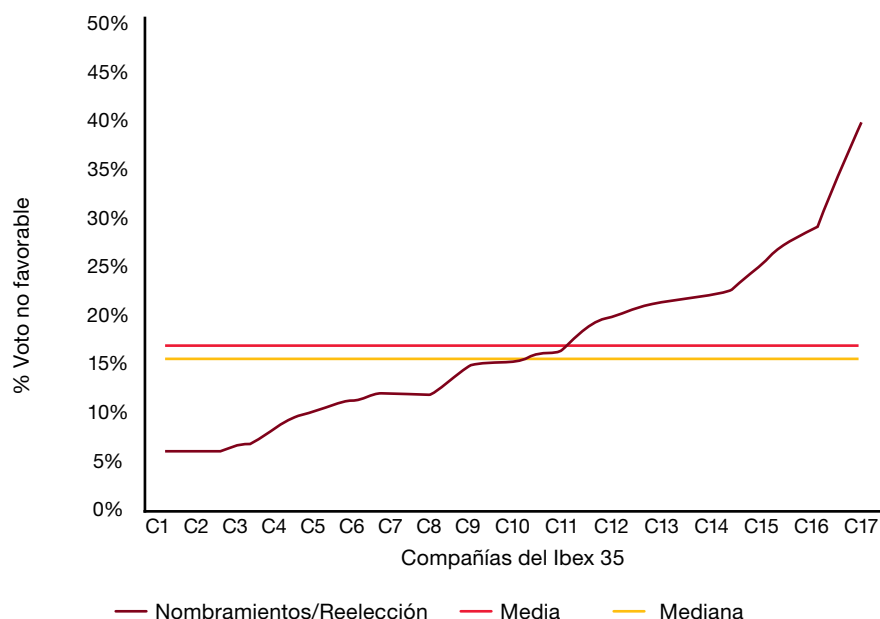
el grado de insatisfacción por parte de los accionistas respecto de este tema.

En el cuadro 6, observamos que en el caso de la **política de retribución**, la media de votos “no favorables” fue del 15,7% y la mediana del 11,5%. Al igual que el caso anterior, **varias compañías han tenido votos “no favorables” en este ámbito cercanos al 40%.**

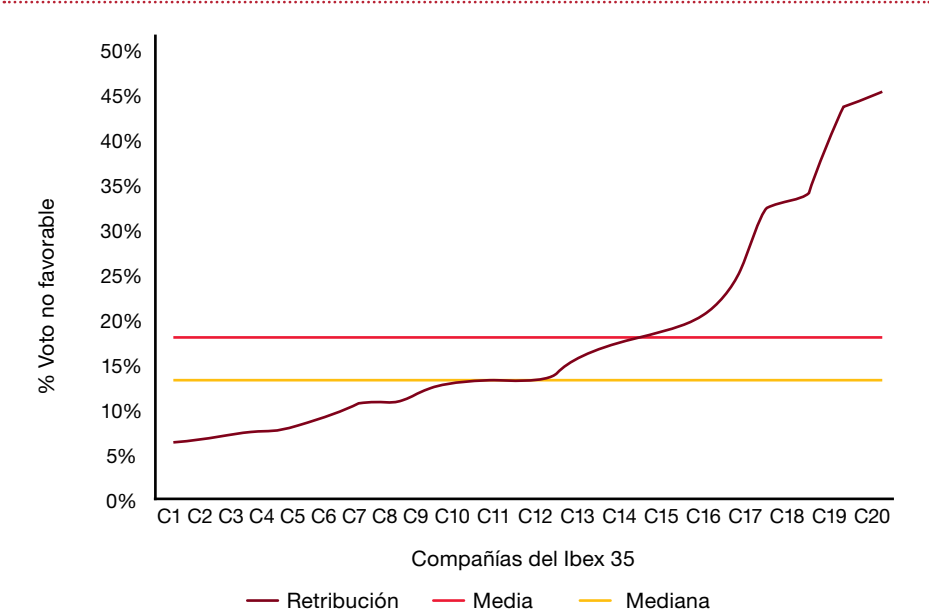
El cuadro 7 muestra que, en el caso de la **dilución de capital**, la media de votos “no favorables” fue del 11,6% y la mediana del 7,7%. Como puede observarse, los porcentajes de voto no favorable en este ámbito son los que muestran una mayor concentración entre las compañías del Ibex 35 (entre 5% y 14% de votos no favorables), si bien es destacable que una de las sociedades se aleja mucho de esta banda, con un 46,2% de votos no favorables.

- En conjunto, la media de los temas considerados como “bajo el punto de mira” de los PA han tenido una media de votos en contra del 14,9% y una mediana de un 11,2%.

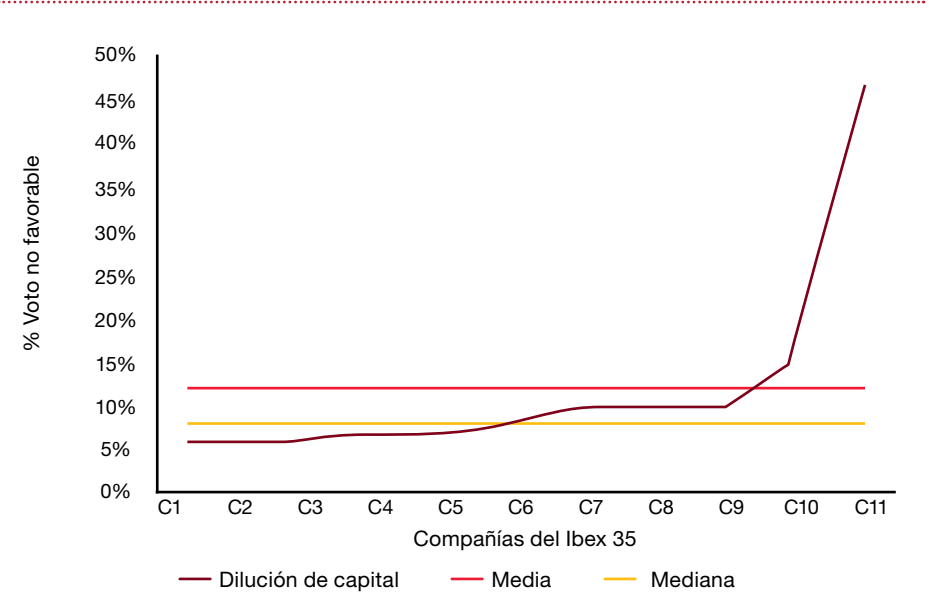
Cuadro 5. Nombramientos / Reelección Ibex 35



Cuadro 6. Retribución Ibex 35



Cuadro 7. Dilución de capital Ibex 35



5. ¿Qué han venido haciendo las autoridades europeas con los proxy advisors?

Como se mencionó en el apartado 2, la presencia de los PA, aunque en España se encuentra en un estado incipiente, se remonta a los años 70, cuando en EEUU se emitió Ley federal ERISA¹³, impulsando la participación de los inversores institucionales en las JGA, obligando a votar a los administradores de fondos de pensiones. Posteriormente, los distintos países han ido incorporando normativa al respecto, o mecanismos para su autorregulación.

A continuación se hace un resumen de lo más relevante de los últimos años:

En EEUU:

- En el caso de EEUU, el último incentivo a este mayor activismo, fue en 2010 con la entrada en vigor de la Ley Dodd-Frank, que introdujo nuevos temas en materia retributiva (*say on pay*) para ser sometido a votación en las JGA.

En Europa:

- La **Comisión Europea**, en 2011, realizó una consulta sobre diversos aspectos de Gobierno Corporativo entre los que se encontraban los temas relativos a los PA. Asimismo, en diciembre de 2012, dio a conocer su opinión sobre los PA¹⁴, resaltando entre sus principales preocupaciones:
 - La falta de transparencia para la elaboración de sus recomendaciones.

- Los fallos en la consideración de las características particulares de cada sociedad y la regulación aplicable.
- Los conflictos de interés.
- La ausencia de competidores.

- El plan de acción preliminar que la Comisión Europea informó al Parlamento¹⁵ incluye que a finales del 2013 se regulen los derechos de los tenedores de acciones, mejorando además la transparencia y los posibles conflictos de interés aplicables a los PA.

- Por su parte, la **Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA)** efectuó una consulta pública en 2012, sobre los PA. Tras el periodo de consulta y análisis, en febrero de 2013, la ESMA publicó su informe final¹⁶, resaltando que “no se ha hallado evidencia de la existencia de fallos de mercado en relación a los PA y su relación con los emisores e inversores”, recomendando como lo más apropiado el desarrollo de un Código de Conducta por parte del sector de PA. Cabe resaltar que en el documento, la ESMA presentó una serie de principios de alto nivel que podrían servir como antecedente para la elaboración del Código de Conducta.

- En España, y como respuesta al documento inicial de la ESMA, la

¹³ ERISA (Employee Retirement Income Security Act), de 1974.

¹⁴ Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions - Action Plan: European company law and corporate governance - a modern legal framework for more engaged shareholders and sustainable companies, European Commission, 12 de diciembre de 2012.

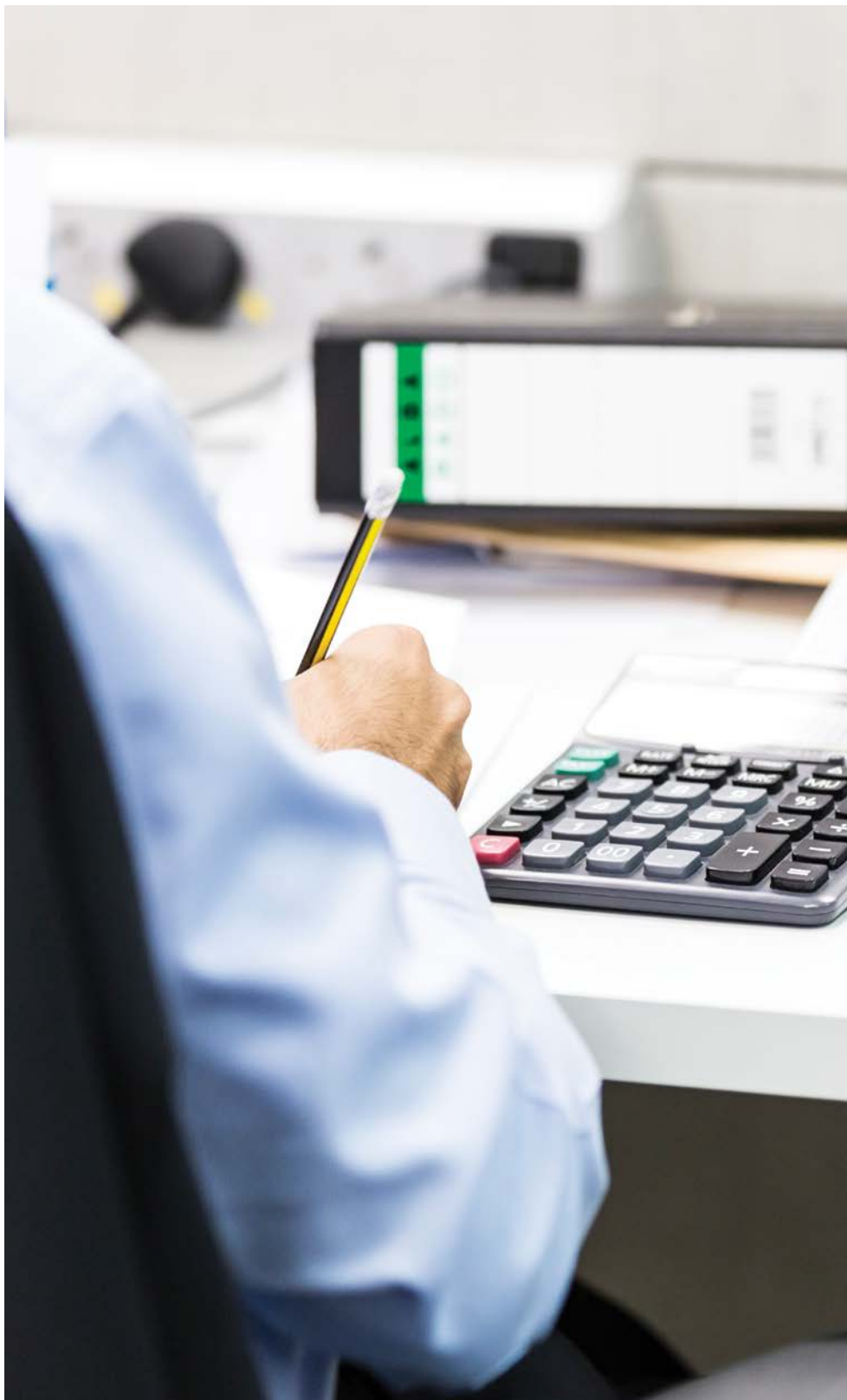
¹⁵ Ibid 13.

¹⁶ Final Report - Feedback statement on the consultation regarding the role of the proxy advisory industry, ESMA, 19 de febrero de 2013.

CNMV publicó un documento elaborado por un Grupo de Expertos españoles evaluando la actividad de los PA en relación con los emisores españoles¹⁷.

- En **Reino Unido**, el *Financial Reporting Council*, publicó el *Stewardship Code*¹⁸, actualizado en septiembre del 2012, un código dirigido a inversores institucionales que, bajo el principio de cumplir o explicar, recomienda a éstos informar al mercado sus políticas sobre el ejercicio de los derechos de voto, así como también los servicios contratados con los PA.

Mayor información sobre la normativa y recomendaciones más relevantes publicadas en los últimos años, tanto en EE.UU. como en la Unión Europea, la incluimos en el Anexo 2 del presente documento.

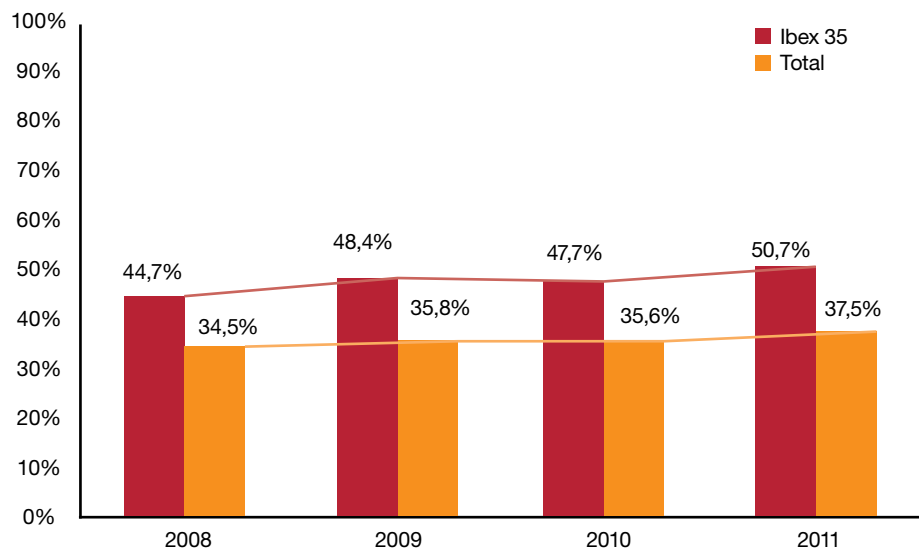


¹⁷ Documento elaborado por Grupo de Expertos para evaluar la actividad de los Proxy advisors en relación con los emisores españoles. Respuesta al DR-ESMA, CNMV, 16 de abril de 2012.

¹⁸ <http://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/UK-Stewardship-Code-September-2012.aspx>

6. Anexos

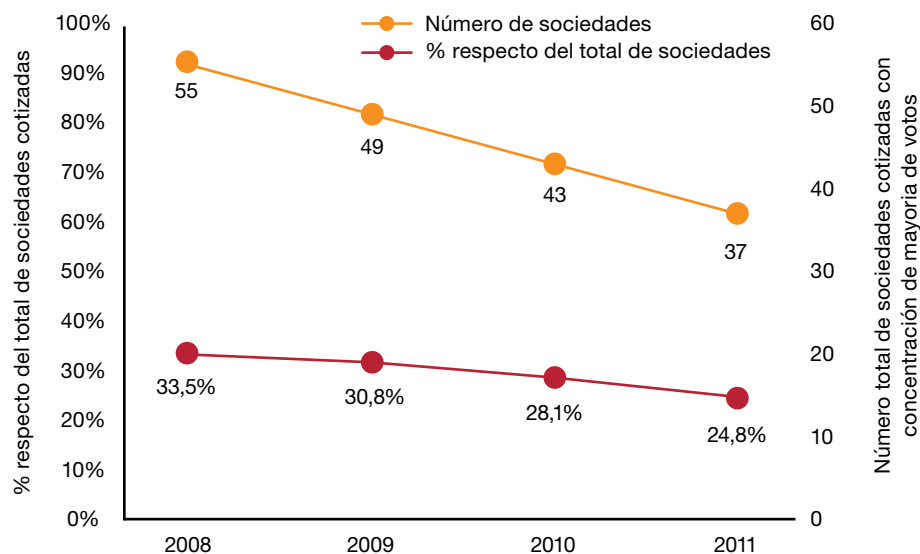
Anexo 1.1. Evolución del capital flotante



Fuente: Elaboración en base a las Estadísticas de Gobierno Corporativo de las sociedades cotizadas - CNMV. Datos de las sociedades anónimas cotizadas, agregados por sectores y grupos de capitalización bursátil- años 2011, 2010 y 2009.

<http://www.cnmv.es/portal/GPAGSE.aspx?id=EstGCSC>

Anexo 1.2. Evolución de la concentración de mayoría de votos en una persona física o jurídica



Fuente: Elaboración en base al Informe de Gobierno Corporativo de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercado secundarios oficiales emitido por la CNMV - años 2011, 2010 y 2009.

Anexo 2. Resumen de las actuaciones más relevantes en materia de normativa y/o de recomendaciones por parte de las autoridades europeas y EEUU en relación con la industria de los PA e inversores institucionales.

País	Directiva /Normativa / Recomendación	Órgano regulador	Fecha de publicación	Link
EEUU	Employee Retirement Income Security Act of 1974 (ERISA)	United States Department of Labor	septiembre-74	http://www.shareholdercoalition.com/ERISAprxyrules.pdf
EEUU	Proxy Voting by Investment Advisers	SEC: US Securities and Exchange Commission	enero-03	http://www.sec.gov/rules/final/ia-2106.htm
EEUU	Concept Release on the US Proxy System	SEC: US Securities and Exchange Commission	julio-10	http://www.sec.gov/rules/concept/2010/34-62495.pdf
EEUU	Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act	SEC: US Securities and Exchange Commission	julio-10	http://www.sec.gov/about/laws/wallstreetreform-cpa.pdf
EEUU	Best Practices and Core Principles for the Development, Dispensation, and Receipt of Proxy Advice	US Chamber of Commerce	marzo-13	http://www.centerforcapitalmarkets.com/wp-content/uploads/2010/04/Best-Practices-and-Core-Principles-for-Proxy-Advisors.pdf
España	Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva	CNMV: Comisión Nacional del Mercado de Valores	noviembre-03	http://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2003-20331
España	Código unificado de buen gobierno de las sociedades cotizadas	CNMV: Comisión Nacional del Mercado de Valores	mayo-06	http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/Codigo_unificado_Esp_04.pdf
España	Documento elaborado por Grupo de Expertos para evaluar la actividad de los Proxy advisors en relación con los emisores españoles	CNMV: Comisión Nacional del Mercado de Valores	abril-12	http://cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Grupo/InformeProxyAdvisors.pdf
Francia	AMF Recommendation No. 2011-06 of 18 March 2011 on proxy advisory firms	AMF: Autorité des Marchés Financiers	marzo-11	http://www.amf-france.org/documents/general/9915_1.pdf
Reino Unido	The UK Stewardship Code	Financial Reporting Council	septiembre-12	http://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/UK-Stewardship-Code-September-2012.aspx
UE	OCDE - Corporate Governance and the Financial Crisis - Conclusions and emerging good practices to enhance implementation of the Principles	OCDE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico	febrero-10	http://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/44679170.pdf
UE	Directiva 2010/43/UE	Comisión Europea	julio-10	http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2010:176:0042:0061:ES:PDF
UE	Libro verde: La normativa de gobierno corporativo de la UE	Comisión Europea	abril-11	http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0164:FIN:ES:PDF
UE	ESMA comment letter on the EU Commission Green Paper - The EU Corporate Governance Framework	ESMA: European Securities and Markets Authority	julio-11	http://www.esma.europa.eu/system/files/2011_219.pdf
UE	Discussion Paper - An Overview of the Proxy Advisory Industry. Considerations on Possible Policy Options	ESMA: European Securities and Markets Authority	marzo-12	http://www.esma.europa.eu/system/files/2012-212.pdf
UE	Press Release: ESMA seeks views on proxy advisors	ESMA: European Securities and Markets Authority	marzo-12	http://www.esma.europa.eu/system/files/2012-224_0.pdf
UE	Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions - Action Plan: European company law and corporate governance - a modern legal framework for more engaged shareholders and sustainable companies	Comisión Europea	diciembre-12	http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2012:0740:FIN:EN:PDF
UE	Press Release: ESMA recommends EU Code of Conduct for proxy advisor industry	ESMA: European Securities and Markets Authority	febrero-13	http://www.esma.europa.eu/system/files/2013-240.pdf
UE	Final Report - Feedback statement on the consultation regarding the role of the proxy advisory industry	ESMA: European Securities and Markets Authority	febrero-13	http://www.esma.europa.eu/system/files/2013-84.pdf

7. Bibliografía

Ámbito internacional

- **Proxy Paper Guidelines - 2012 Proxy Season - An Overview of the Glass Lewis Approach to Continental European Proxy Advice.** Glass Lewis & Co: 2011.
- **2012 Voting Season Preview - Spain.** Institutional Shareholder Services: Marzo, 2012.
- **Discussion Paper: An Overview of the Proxy Advisory Industry. Considerations on Possible Policy Options.** European Securities Markets Authority: Marzo, 2012.
- **The Influence of Proxy Advisory Firm Voting Recommendations on Say-on-Pay Votes and Executive Compensation Decisions.** The Conference Board: Marzo, 2012.
- **A dialogue with Institutional Shareholder Services.** Audit Committee Leadership Network in North America, Issue 39: Noviembre, 2012.
- **2013 Corporate Governance Policy Updates and Process. Executive Summary.** Institutional Shareholder Services: Noviembre, 2012.
- **Action Plan: European company law and corporate governance - a modern legal framework for more engaged shareholders and sustainable companies.** European Commission: Diciembre, 2012.
- **2013 European Proxy Voting Summary Guidelines.** Institutional

Shareholder Services: Diciembre, 2012.

- **UK AGM Season Review.** Computershare: 2012.
- **Final Report: Feedback statement on the consultation regarding the role of the proxy advisory industry.** European Securities Markets Authority: Febrero, 2013.
- **Current issues for boards of directors.** Artículo de PwC US: Enero, 2013.
- **Best Practices and Core Principles for the Development, Dispensation, and Receipt of Proxy Advice.** Center for Capital Markets Competitiveness: Marzo, 2013.

Ámbito nacional

- **Cuadernos de derecho para ingenieros Número 9 - Accionistas institucionales, inversores y agencias externas.** Editorial: La Ley, Autores: Miguel Ángel Agúndez y Julián Martínez Simancas, edición 2011.
- **Las entidades de asesoramiento de voto (proxy advisors): situación actual y recomendaciones normativas.** Grupo de Trabajo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores: abril, 2012.
- **Proxy Advisors.** Artículo de Manuel Conthe en su blog "El sueño de Jardiel" en Expansión: agosto, 2012.
- **El Gobierno Corporativo y los inversores institucionales.** Georgeson, ediciones 2012 y 2013.



8. Contactos

Si desea más información puede contactar con:

Mario Lara

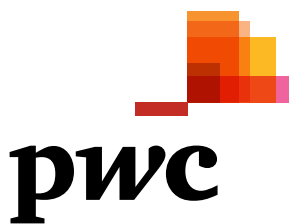
Socio y miembro de la Comisión Ejecutiva
de PwC
mario.lara@es.pwc.com
+34 915 685 730

Luis Ferrándiz

Senior advisor de PwC
luis.ferrandiz@es.pwc.com
+34 915 684 017

Claudia Morante

Senior manager de Governance,
Risk & Compliance de PwC
claudia_maria.morante.belgrano@es.pwc.com
+34 915 685 490



PwC ayuda a organizaciones y personas a crear el valor que están buscando. Somos una red de firmas presente en 158 países con más de 180.000 profesionales comprometidos en ofrecer servicios de calidad en auditoría, asesoramiento fiscal y legal y consultoría. Cuéntanos qué te preocupa y descubre cómo podemos ayudarte en www.pwc.es

© 2013 PricewaterhouseCoopers S.L. Todos los derechos reservados. "PwC" se refiere a PricewaterhouseCoopers S.L, firma miembro de PricewaterhouseCoopers International Limited; cada una de las cuales es una entidad legal separada e independiente.