

La nueva Ley de fomento de la implicación de los accionistas y los asesores de voto

AUTOR

Juan Prieto

Fundador de Corporance
Asesores de Voto.

Consejero independiente
de CNP Partners.

Abril 2021

Se transpone la Directiva

El pasado martes 13 de abril se publicó en el BOE la Ley 5/2021, que modifica la Ley de Sociedades de Capital y otras normas financieras, en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas. Las otras normas afectadas son las Leyes de Instituciones de Inversión Colectiva, de Entidades de Capital Riesgo, de Auditoría de Cuentas y de Mercado de Valores (nos ahorramos los números).

Con casi dos años de retraso, llega finalmente a España la Directiva (UE) 2017/828 de fomento a la implicación, que modificó la Directiva 2007/36/CE, más conocida como *Shareholders' Rights Directive* (SRD), tras casi cinco años de discusión en las instituciones europeas, dentro del Plan de Acción de la Comisión sobre Derecho de sociedades europeo y gobierno corporativo (2012).

El objetivo de la norma es promover el ecosistema que facilite la transparencia, comunicación y sobre todo una mayor participación de los accionistas en la viabilidad a largo plazo de las empresas donde invierten. Así establece objetivos de transparencia para emisores (para variar), intermediarios y agentes, inversores

institucionales, gestores de activos y asesores de voto.

Los asesores de voto en la normativa

Vamos a centrarnos en estos últimos grupos. Como indica su título, la Ley establece a estos inversores la obligación de publicar una política de implicación, integrada en su política de inversión y en el mandato de gestión, incluyendo información sobre estrategia, rendimiento financiero y no financiero, riesgos, estructura del capital, impacto social y medioambiental y gobierno corporativo, así como los mecanismos de diálogo con las cotizadas, el ejercicio de sus derechos políticos y el uso de asesores de voto.

La Ley destaca la creciente importancia que los asesores de voto, o *proxy advisors*, han adquirido en las juntas de accionistas de las sociedades cotizadas y de sus potenciales conflictos de intereses. 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". Su figura es regulada por primera vez en un acto de la Unión Europea; en España, a través de la Ley de Mercado de Valores.

A partir del 3 de mayo, los asesores de voto debemos publicar nuestro código de conducta (propio o compartido) e informar anualmente de su cumplimiento, así como de nuestras actividades, metodología, políticas de voto, relación con terceros y gestión de conflictos de intereses. Aquí reside uno de los problemas de la industria, como veremos enseguida.

Origen y evolución de la industria

Los *proxy advisors* nacen a la vez que las obligaciones de voto de los inversores institucionales, en Estados Unidos con la ley de protección de pensiones *Employee Retirement Income Security Act* (ERISA) de 1974. Desde 2003, tras los escándalos de Enron y WorldCom, la SEC obliga a todos los fondos a votar. Por ello los principales asesores de voto, Institutional Shareholder Services (ISS) y Glass Lewis, de origen americano, hoy dominan la industria con un monopolio de facto. Similar a las agencias de rating.

ISS se crea en 1985, PIRC en 1986 en Reino Unido, el francés Proxinvest en 1995, el suizo Ethos en 1997, el italiano Frontis en 2001 y en España creamos Corporance en 2017, como miembros para España y Portugal de la alianza europea Proxinvest (antes ECGS, 2001). A finales de 2020, el fondo de capital riesgo Genstar Capital, que había adquirido ISS en 2017 por US\$ 720 millones, vende el 80% a la bolsa alemana Deutsche Bourse por US\$ 1.820 millones, es decir, triplica el valor de su inversión. En marzo de este año, dos inversores canadienses, Peloton Capital Management y Stephen Smith compraron Glass Lewis, el #2, dispuestos a rentabilizar su inversión extendiendo los servicios y datos del proxy advisor a otros mercados, tanto a inversores como a las compañías.

La crítica principal sobre los *proxy advisors* es el conflicto de intereses, en especial el asesoramiento a las compañías que analizan, que compromete su independencia de criterio. A pesar de las murallas chinas y declaraciones en contra, las sospechas crecen, sobre todo por parte de los emisores analizados a los que extienden su oferta de servicios.

La competencia en la Unión Europea

El ámbito general de aplicación de la Directiva es la Unión Europea (UE), y en el caso de los asesores de voto, a aquellos que tengan su domicilio o establecimiento en un país de la UE. La supervisión corresponderá a la respectiva autoridad nacional competente (NCA), en España la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). Esta distribución puede suponer un problema de falta de uniformidad supervisora y potencial arbitraje regulatorio. Por ejemplo, no tiene mucha lógica que un inversor español votando en la junta de una sociedad española sea asesorado por un proxy advisor que no esté regulado por la CNMV, sino por la de otro país, o incluso por ninguna NCA, si no tiene establecimiento en la UE. Esto sin duda no pasaría en los Estados Unidos ("buy American and hire American").

Si a eso le añadimos el problema del dominio cuasi-monopolio americano, con altas barreras de entrada, pensamos que se ha desaprovechado la oportunidad de crear un asesor de voto fuerte europeo, independiente, con experiencia y presencia local, que pudiera competir con los anglosajones. Una historia parecida a la de las agencias de rating, por no hablar de las firmas de auditoría. Pero no hay que perder la esperanza y la regulación pendiente (Gobierno Corporativo Sostenible, Pacto Verde Europeo, Plan de Recuperación/*Next Generation*) puede establecer medidas favorables al análisis europeo, como fomentar el uso de asesores locales o una segunda opinión. También los desarrollos normativos locales mediante reglamentos o circulares pueden apoyar el producto nacional.

Conclusión: ahora o nunca

Desde Corporance Asesores de Voto trataremos de cumplir nuestro propósito: por un lado, mejorar el análisis de nuestras cotizadas, basándonos en nuestra experiencia y conocimiento de la normativa y práctica local. Y más importante aún, ayudar a los inversores institucionales españoles, que hasta ahora han ido a la zaga en inversión responsable e implicación con las sociedades, a cumplir sus obligaciones regulatorias y adoptar los mejores estándares internacionales.

La normativa americana obligó a sus inversores a ejercer su rol fiduciario, vigilando las compañías de las que son dueños. En Europa llegó a través de recomendaciones y códigos de las instituciones públicas (reguladores y supervisores) y privadas (asociaciones de inversores y gestores), como el *UK Stewardship Code* de 2010. En España, la suave regulación y la ausencia de códigos no provocó el cambio cultural esperado hacia una inversión responsable y comprometida. Por ejemplo, en juntas españolas, nuestros inversores institucionales votan en nivel bajo el 40%, mientras que los extranjeros superan el 60% (los americanos votan el 90% en sus propias juntas). De ahí la Directiva y la Ley, que proveen un marco claro de inversión sostenible. De hecho, las gestoras ya están empezando a desarrollar sus políticas de voto e implicación.

La CNMV también ha reabierto el proyecto de elaborar un código de inversores (versus cinco códigos de buen gobierno para emisores), iniciando una consulta, una excelente noticia. Seguro que esta vez estaremos todos a la altura que los nuevos tiempos demandan.