

**PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATOLICA DEL PERU**  
**ESCUELA DE POSGRADO**  
**MAESTRIA EN DERECHO DE LA EMPRESA**



PONTIFICIA  
**UNIVERSIDAD**  
**CATÓLICA**  
DEL PERÚ

**“El Rol del *Proxy Advisor* en el Gobierno de la Empresa. Breve Análisis de la Realidad Peruana”**

**Tesis para optar el Grado Académico de Magister en Derecho de la Empresa**

**AUTOR**

Edison Paul Tabra Ochoa

**ASESOR**

John Pineda Galarza

**JURADO**

Guilhermo Auler Soto (Presidente)

Jessica Valdivia Amayo (Miembro)

John Pineda Galarza (Asesor)

**Lima – Perú**

**2016**

## ÍNDICE

### Contenido

SEMINARIO DE INVESTIGACIÓN 2.....	1
ÍNDICE .....	2
INTRODUCCIÓN.....	4
<b>CAPITULO I FUNDAMENTOS TEÓRICOS DE LOS <i>PROXY ADVISORS</i></b> .....	8
1. Ideas previas .....	8
2. Concepto .....	10
3. Origen.....	12
4. Diferencia entre el <i>Proxy Advisor</i> con otros tipos de asesor .....	13
4.1 Diferencia con otros <i>gatekeepers</i> .....	14
4.2 Diferencia con el Asesoramiento de Inversión o Asesoramiento Financiero.....	16
4.3 Funcionamiento de los <i>Proxy advisors</i> .....	17
5. Justificación del trabajo del <i>Proxy Advisor</i> .....	19
6. Características .....	19
7. Ventajas y desventajas de los <i>proxy advisors</i> .....	24
7.1 Ventajas .....	25
7.2 Desventajas.....	28
CONCLUSIONES DEL CAPÍTULO I.....	35
<b>CAPITULO II LA PROBLEMÁTICA DE LOS <i>PROXY ADVISORS</i> EN EL MERCADO FINANCIERO INTERNACIONAL</b> .....	36
1. Estados Unidos.....	37
1.1 Entidades gubernamentales.....	37
1.2 Empresas Asesoras de Voto en EEUU .....	41
2. La Unión Europea.....	47
2.1 Entidades comunitarias.....	47
2.2 Asesoras de Voto en Europa.....	52
3. Panorama del <i>proxy advisory service</i> en Inglaterra, Francia y España .....	61
3.1 Inglaterra.....	61
3.2 Francia.....	62
3.3 España.....	63
CONCLUSIONES DEL CAPÍTULO II.....	65

<b>CAPITULO III. La influencia de los <i>proxy advisors</i> en el Perú</b> .....	66
1. Ideas previas .....	66
2. El mercado financiero peruano .....	69
3. Los inversionistas institucionales en el mercado financiero peruano.....	71
4. El rol del Proxy Advisor en el gobierno de los inversionistas institucionales del Perú.....	75
4.1 Problemática.....	75
4.2 El aporte de los asesores de voto en la labor de los inversionistas institucionales.....	77
5 El rol del proxy advisor en el gobierno de los fondos de pensión .....	81
5.1 Problemática.....	82
5.2 La influencia de los <i>Proxy Advisors</i> en el trabajo de los fondos de pensión en el Perú .....	84
6 La industria del <i>Proxy Advisory</i> en el mercado peruano .....	88
6.1 La presencia de los <i>Proxy Advisors</i> en los inversionistas institucionales	89
6.2 El mercado del <i>proxy advisory</i> en el Perú.....	94
6.3 Recomendaciones de los asesores de voto para el mercado peruano.....	95
7. La implementación de normas de los Proxy Advisors en el Perú .....	97
7.1 Derecho de sociedades .....	98
7.2 Mercado de Valores .....	99
7.3 Sistema financiero .....	107
7.4 Gobierno corporativo .....	109
<b>CONCLUSIONES DEL CAPÍTULO III</b> .....	114
<b>CONCLUSIONES GENERALES</b> .....	115
<b>BIBLIOGRAFÍA</b> .....	116

## INTRODUCCIÓN

El Derecho de la empresa es un área legal que estudia a los fenómenos que gobiernan la empresa y aquellos vinculados a ella, de manera directa e indirecta. A simple vista, el lector puede pensar que el autor confundió los términos y en vez de utilizar las palabras “comercial” o “mercantil” prefirió hacer uso de “empresa”. Para un sector doctrinal, el derecho de la empresa representa la evolución y la modernización de los comercios o mercaderes y su sustitución por formas de organización más profesionales o científicas. Este criterio es correcto más debe resaltarse un aspecto muy esencial: las competencias que requiere todo especialista en derecho de la empresa trascienden lo meramente legal para comprender a una organización tan compleja como es la empresa.

Tales competencias necesitan contar con conocimientos en economía, contabilidad, gerencia, finanzas, entre otros, que le permitan a todo abogado argumentar las propuestas que incrementen el valor de la empresa y colaborar con su labor a largo plazo. Estos conocimientos son esenciales sobre todo para estudiar y explicar los actuales fenómenos de la empresa moderna como son la figura de los Asesores de Voto, conocidos comúnmente como los *Proxy Advisors*

Los asesores de voto realizan sus actividades de asesoría en grandes empresas donde su propiedad está separada de la administración y crea un problema de agencia: los socios (inversionistas) de una corporación no tienen los incentivos necesarios para



monitorear o supervisar el trabajo de la administración. El motivo se debe a que los socios se enfrentan a un escenario donde poseen participaciones en varias empresas, ubicadas en diferentes países, y continentes, que cuentan con una legislación comercial variable, una idiosincrasia diferente, y sesiones de junta en fechas indistintas. Este panorama crea la pregunta ¿cómo puede un inversionista o grupo de inversionistas controlar la labor del Directorio o Consejo de Administración y de la Gerencia General de la empresa que le vendió participaciones (empresa emisora)?.

La respuesta sería el uso masivo de la representación, una figura legal muy reconocida en la gran mayoría de legislaciones comerciales. Pero ¿qué sucede si la agenda a discutir en las sesiones de junta es compleja o por su contenido no es recomendable delegarlo a un representante? El mercado ha propuesto la tercerización del estudio del sentido de voto en manos de los *Proxy Advisors*. Estos asesores de voto se caracterizan porque analizan las agendas a discutirse en la sesión de socios que les presentan sus clientes, principalmente, grandes inversionistas, y proponen el sentido de voto que deben de adoptar: a favor, en contra o abstención. Sus recomendaciones deben contar con el sustento correspondiente y pueden versar sobre cualquier tipo de decisión: la elección de consejeros, los sueldos del CEO de la empresa emisora, la renovación de los directores, la reorganización societaria, entre otros. En suma, los *Proxy Advisors* se han constituido en un referente de la gran empresa en los mercados internacionales y parte influyente en la gestión de ésta.

En el Perú el trabajo de los *Proxy Advisors* aún no ha sido desarrollado y su conocimiento es aun restringido pese a que muchos inversionistas extranjero contratan sus servicios de estudio sobre el sentido del voto antes de participar en las sesiones de junta general de accionistas. Existen algunos estudios, pero insuficientes, sobre su influencia en nuestro país.

La figura del *Proxy Advisor* o asesor de voto es una muestra de la tendencia actual de los mercados internacionales: la necesidad de un inversionista de encargar los procesos previos al ejercicio del derecho de voto a un tercero. En el desarrollo de este trabajo, la

tercerización de servicios es eficiente cuando su fin es contribuir a la eficiencia de la gestión empresarial y la protección de los intereses de quien recurre a ella (inversionista).

Sin embargo, la actividad del *proxy advisory service* ha sido objeto de críticas de diversa forma: conflictos de interés (el asesor de voto del inversionista colabora con la empresa emisora que somete a evaluación sus decisiones) o, que, el *Proxy Advisor* es parte del mismo grupo de empresas donde pertenece la empresa emisora. Estos conflictos perjudican la seriedad y la reputación de las recomendaciones del asesor de voto y crear el riesgo de perjudicar los intereses de sus clientes (los inversionistas).

El presente Trabajo de Investigación tiene como propósito estudiar la figura de los *Proxy Advisors*, desarrollar sus principales características, resaltar su importancia y justificar su aplicación en el mercado peruano. Para esto, la tesina tomará como perspectiva las diversas posiciones que han adoptado la doctrina comparada, la legislación comparada y los diversos mecanismos de autoregulación existentes (gobierno corporativo y responsabilidad social).

Su estructura consta de tres capítulos: el primero describe el trabajo que desarrollan los *Proxy advisors* tomando como referencia los principales estudios que sobre el tema se han desarrollado en el derecho comparado. En esta parte el lector tendrá una idea clara que le permita responder a las preguntas ¿qué es un *proxy advisor*?, ¿cuál es el fundamento de su existencia en el mercado?, ¿cuáles son sus antecedentes?, ¿cuáles son sus características más importantes?, y, ¿cómo desarrolla su trabajo? De igual forma se expondrán las ventajas y desventajas de su labor en el mercado financiero.

La segunda parte busca establecer la problemática que plantea la existencia de los *Proxy advisors* en el mercado internacional. Para conseguirlo, el trabajo toma como referencia el estudio comparativo de los reguladores estatales en los Estados Unidos y la Unión Europea que poseen avances muy significativos sobre esta temática y pueden aportar datos valiosos para entender el caso peruano. También el estudio incorpora datos proporcionados por los principales asesores de voto (ISS y Glass Lewis). Se espera que

al término de la investigación, el lector posea una mayor idea sobre el trabajo de los asesores de voto de forma comparada.

El tercer capítulo está dirigido a justificar y plantear la regulación de los *Proxy Advisors* en el mercado financiero peruano. En esta parte se argumenta esta figura debe ser usada en nuestro sistema legal. En este punto, el autor escribió a las principales empresas asesoras de voto del mundo para pedir recibir sus opiniones acerca de su labor en el Perú y el resto de Latinoamérica. El resultado de esta gestión fue el generoso apoyo de parte del *Proxy Advisor Institutional Shareholders Service* (ISS) en la persona de su vicepresidenta y de la encargada del equipo investigador de ISS para América Latina a quienes el autor agradece por la información brindada.



## CAPITULO I FUNDAMENTOS TEÓRICOS DE LOS *PROXY ADVISORS*

### 1. Ideas previas

La noción de los *Proxy advisors* está asociada al papel cada vez más relevante que juegan los inversionistas en las empresas. La doctrina discute que el rol de todo inversor no es sólo económico (generación de bienestar) sino debe de compartir otras funciones que están asociadas a la responsabilidad social. Esto responde al desarrollo de la idea de “inversión socialmente responsable” o “inversión ética” que esbozan la idea de un inversionista que desea colocar su patrimonio de acuerdo a la responsabilidad ética, política, ecológica, entre otros, que complementen la rentabilidad económica (Argandoña 2000: 13).

#### a. Inversionista responsable

La noción del “inversionista responsable” se refiere al protagonismo social que deben de desempeñar los inversionistas en los mercados, más allá de lo eminentemente económico. Según este criterio, todo tipo de inversión económica debe buscar la rentabilidad o retorno sin vulnerar los intereses o derechos de quienes conforman la sociedad (*stakeholders*): el medio ambiente, los derechos humanos y la gobernabilidad. Como consecuencia se han creado los criterios ESG (por sus siglas en inglés) que buscan combinar los objetivos financieros con la protección al medio ambiente, la sociedad y del gobierno corporativo (Alejos Góngora 2014: p. 8).

Este criterio ESG tiene utilidad para los inversionistas porque les sirve, como parte del grupo de estrategias, para determinar las inversiones que desean realizar en cualquier lugar del mundo. De acuerdo a la Organización de las Naciones Unidas (ONU), los criterios ESG son un factor que toda empresa debe practicar para ejercitar una adecuada inversión en su actividad económica. El Departamento de Trabajo de los Estados Unidos va más allá y argumenta que su inclusión genera beneficios para el inversor (PRI 2015: p. 4). Por ejemplo, en España, el 86% de los 50 inversores institucionales extranjeros presentes opta por utilizar la estrategia ESG de forma prioritaria en lugar del *engagement*, el uso de criterios temáticos, los criterios de exclusión, *best in class* y el *Screening* basado en normas internacionales (Club de Excelencia en Sostenibilidad, Georgeson y Funds People 2014: p. 29).

Asimismo, el uso de la estrategia ESG obedece a diferentes razones como son la generación de un desarrollo sostenible, la gestión de riesgos a largo plazo, la protección de la reputación corporativa y la rentabilidad financiera. De estos factores, la sostenibilidad es el factor que motiva en mayor medida a los inversores a practicar la inversión responsable<sup>1</sup> (Novethic y Caisse des Dépôts Group 2015: p. 4).

“sostenibilidad” empresarial promueve que el ejercicio de la actividad de toda organización económica debe generar un “valor a largo plazo”. Es decir, cuando el inversionista incluye el criterio ESG en su actividad económica, genera “prudencia” en el ejercicio de su inversión. Para que su actividad sea catalogada de “responsable”, “sostenible” y propensa al “largo plazo”, debe ejercitar una “conducta de cuidado” que combine la “técnica” y “prudencia” en su gestor al momento de practicar la inversión (PRI 2015: p. 8). De esta manera, la inclusión

---

<sup>1</sup> De 181 inversores europeos que manejan 7367 billones de euros, el 36% señaló que la sostenibilidad es el factor que motiva a considerar el criterio ESG, 32% indicó que la administración de riesgos, el 15% la reputación corporativa y el 13% la rentabilidad financiera.

del criterio ESG genera valor en la empresa porque reduce los riesgos económicos y no económicos en su retorno.

#### **b. Inversionista “activo”**

El criterio de inversionista “activo” (*shareholder activism*) o llamado “activismo” en el inversor juega un papel importante en la gestión de la empresa. Desde una perspectiva de la teoría de la agencia, el principal inconveniente que poseen las grandes empresas es hallar la forma ideal de prevenir la conducta oportunista del agente (director) para cautelar los intereses del principal (dueño de los derechos de propiedad de la empresa). Según la noción del “activismo”, el inversionista debe desempeñar un papel “activo” en la gestión de la empresa por medio del uso del poder de voto en sus acciones o participaciones (Copland, James R.; Feyman, Yevgeniy; y O’Keefe, Margaret 2012: p. 5).

Este protagonismo implica que el accionista utilice su posición de propietario o dueño de acciones de la empresa para influenciar en su gestión (formulación de políticas y la administración). Y, para conseguirlo, el inversionista realiza un conjunto de acciones como la formulación de pedidos de información a la administración, elaboración de preguntas en las sesiones de socios y la firma conjunta, con otros inversores, de petitorios públicos (Judge, William Q., Gaur, Ajai, y Muller-Kahle, Maureen I. 2010: p. 2).

En síntesis, el inversionista es “responsable” cuando incluye la preocupación por el medio ambiente, los problemas de la sociedad y la gobernanza en el gobierno en aquellas empresas donde tiene participación o propiedad. Este adjetivo de “responsable” influye en la participación “activa” en el gobierno de la empresa y en la perspectiva de generación de retornos (generación de valor) a largo plazo..

## **2. Concepto**



La necesidad de la incluir el criterio “responsable” en la actividad del inversionista ha creado la obligación de ejercitar de forma responsable el derecho de voto, que adquirió por la realización de inversiones en diversas empresas e industrias, para salvaguardar la sostenibilidad, el largo plazo y la generación de valor de su actividad.

A decir de Strenger y Zetsche, los derechos han experimentado cuatro (4) etapas de evolución. En la primera, los derechos de voto se entendieron como fruto de la regulación estatal que permitía a los inversionistas disminuir los costos de agencia que trae la administración de una empresa. En la segunda, los derechos de voto fueron percibidos como medios de no incentivo al trabajo de determinados inversionistas (accionistas minoritarios). En una tercera fase, los derechos de voto fueron catalogados como instrumentos de “corto plazo” que causaron la crisis financiera (2008) y se restringió a su idea de derecho. Y la cuarta etapa enfoca que el voto consiste en una actividad de colaboración y compromiso a largo plazo con la gestión de la empresa. Por tanto se puede afirmar que, actualmente, el ejercicio del voto simboliza la coincidencia entre la perspectiva a largo plazo del inversionista y los fines de una empresa (2013: p. 508).

En el caso de los inversionistas, principalmente, aquellos que poseen grandes participaciones, el ejercicio del derecho de voto se ha convertido en un proceso complejo por el volumen de inversiones y la existencia de regulación en el mundo, que muy pocos inversores tienen la capacidad de ejercerlo de forma óptima. Como señala Scott Garrett muchos de estos inversores han confiado en empresas asesoras de voto o, comúnmente conocidas como *Proxy Advisory Firms*, para que los ayuden a ejercer el voto en las múltiples propuestas de decisión que se les plantean en las agendas de junta de socios (accionistas) (*Committee on Financial Services U.S. House of Representatives*: p. 2).

Los *Proxy Advisory Firms*, o asesores de voto, son empresas de asesoría independiente que proveen a sus clientes-inversionistas servicios de investigación y análisis sobre diversos aspectos o temas que serán sometidos a votación en la



sesión de socios. El aspecto peculiar del trabajo de estos asesores es la formulación de recomendaciones sobre el sentido del voto que deberían adoptar los inversionistas, una vez analizado los puntos de la agenda, y no asumen el riesgo de la decisión que pertenece exclusivamente al inversionista.

Para Price Waterhouse Choopers (PWC), los *Proxy Advisors* son “firmas contratadas por inversores institucionales para recomendar sobre diversos aspectos en materia de Gobierno Corporativo (entre otros más), que serán tratados en distintos puntos del orden del día en las Junta General de Accionistas” (2013: p. 6). Por su parte, la Comisión Nacional del Mercado de Valores de España (CNMV) define a los *Proxy advisors* como “entidades que prestan servicios a los inversores, principalmente institucionales, de asesoramiento en relación con el ejercicio del derecho de voto derivado de la titularidad de acciones en sociedades cotizadas” (2012: p. 1).

Vistos estos conceptos e integrando la actual tendencia sobre el rol que debe desempeñar el inversionista, el *Proxy advisor* se puede definir como el órgano instrumental que permite y facilita la participación del inversionista en el gobierno de la empresa por medio del ejercicio del derecho de voto de forma responsable, sostenible, a largo plazo y con la perspectiva de generar valor.

### 3. Origen

El servicio de *Proxy Advisory Service* proviene de EEUU con la creación del *Responsability Research Center* (IRRC) a mediados de la década de los 70. Esta empresa se dedicaba a analizar diversas labores corporativas. Con la promulgación de la *Employee Retirement Income Security* (ERISA) en 1974, el Departamento de Trabajo exigió a las empresas fondos de pensión que demuestren que su actividad no descuida los intereses de sus clientes y/o socios. Posteriormente, en la década de los 80, los fondos de pensión se vieron en la necesidad de contar con un mecanismo que certifique la veracidad de sus actividades económicas conforme los intereses de sus clientes. En 1988 el

Departamento de Trabajo, en una carta de respuesta dirigida al Presidente de Avon, conocida como *Avon Letter*, estableció que “el ejercicio del derecho de voto es valioso y está considerado como parte de los deberes fiduciarios que tiene el accionista (lealtad y prudencia)” (Center on Executive Compensation 2013: p. 6).

Así surgieron empresas proveedoras de servicio de voto como *Proxy Monitor* (1984) e *Institutional Shareholder Services* (ISS), fundada en 1985, que crecieron rápidamente en la década de los 90. Posteriormente, se constituyeron nuevas empresas como Egan-Jones Proxy Services (2002), Glas Lewis & Co (2003) y Proxy Governance (2005) (Alexander, Cindy R.; Chen Mark A.; Seppi, Duane J.; y Spatt, Chester S. 2010: 4424). En la actualidad existen otras empresas como Proxyinvest (1995), Marco Consulting Group (1988), Manifest (1995), Pensions Investment Research Consultants (PIRC, 1986), Institutional Voting Information Service (IVIS, 1993) entre muchos otros.

#### 4. Diferencia entre el *Proxy Advisor* con otros tipos de asesor

El concepto de *Proxy Advisor* o asesor de voto se vincula con su labor de estudio sobre el sentido del voto que debe asumir su cliente inversionista. Este tipo de concepto requiere de una precisión conceptual para diferenciar la labor entre la asesoría o consultoría financiera y aquellas que le son propias al “asesor de voto”.

El común denominador que tienen ambos tipos de asesoría es la labor de consultoría sobre los diversos temas (legales, contables, económicos, etc.) que tiene una empresa. Pero mientras los asesores o consultores se centran en brindar apoyo profesional en las áreas de su especialidad; la labor del *Proxy Advisor* prioriza el estudio e investigación de aquellas propuestas de agenda que requieren el ejercicio del derecho a voto del inversionista para hacer prevalecer sus derechos de propietario de la empresa frente a los intereses de la empresa<sup>2</sup>.

---

<sup>2</sup> Los intereses de los accionistas-inversionistas no coincide necesariamente con el de los directivos (Bebchuk, L. 2005: pp. 912-913).

#### 4.1 Diferencia con otros *gatekeepers*

La doctrina corporativa asocia la noción de los *gatekeepers* como los medios que brindan un servicio a la empresa para rentabilizar su actividad (Tuch 2010: p. 110)<sup>3</sup>. Su uso se fundamenta en razones de economía de experiencia, economía de escala, economía de costos y certificación (Tuch 2010: pp. 110-113)<sup>4</sup>. Dentro de los más conocidos destacan los *proxy solicitor*, los *proxy advisor*, los bancos de inversión<sup>5</sup>, los auditores y las agencias de *rating* (Gutiérrez Velandia y Abella Rubio 2015: p. 422).

##### a. *Proxy Solicitors*

Los *Proxy Solicitors* son instituciones de asesoría que ayudan a las empresas a identificar, localizar y entablar comunicación con sus principales accionistas inversores con el propósito de reunir los votos necesarios para mantener la gobernabilidad de la empresa (Georgeson 2016)<sup>6</sup>. En tanto, el *Proxy Advisor* estudia y recomienda sobre el sentido de voto que su cliente inversionista le ha encargado de elaborar.

---

<sup>3</sup> El *gatekeeping service* toma como referencia la noción de costo-beneficio, esbozada por Ronald Coase (Tuch, A. 2010: p. 110).

<sup>4</sup> La razón de economía se refiere cuando una empresa contrata los servicios de un *gatekeeper* para ahorrarse los costos de transacción de sus conocimientos y que sería más costoso para ella si decide hacerlo por su cuenta. En la economía de escala, las grandes empresas acuden a un *gatekeeper* para que, en nombre suyo, procese una gran cantidad de operaciones y transacciones de forma especializada y eficiente (prevención de riesgo de ineffectividad). También, la economía de costos explica que los *gatekeepers* ahorran recursos económicos a la empresa, en tanto que la certificación implica un “compromiso de reputación” del *gatekeeper* al realizar el servicio a favor de la empresa (Tuch, A. 2010: pp. 110-113).

<sup>5</sup> El análisis está en el punto 3.2.

<sup>6</sup> Ver <http://www.georgeson.com/us/business/Pages/proxysolicitation.aspx> [último acceso: 09 de marzo de 2016]. Para más información consultar en Gutiérrez Velandia y Abella Rubio 2016: pp. 423-425.

**b. Proxy Voting Team**

Existe diferencia entre el *Proxy Voting Team* del Inversor Institucional y el *Proxy Advisor*. El primero es el departamento u oficina, adscrito al inversor, que tiene como función el estudio de la agenda del inversor y emite su opinión sobre el sentido del voto (Gutiérrez Velandia y Abella Rubio 2016: p. 425). Mientras, el *Proxy Advisor* es una entidad que no depende de manera directa y no es parte del organigrama del inversionista.

**c. Agencias de Rating**

Las agencias de *rating* tienen como labor principal realizar los procesos de análisis, transmisión, examen y calificación de la calidad de la información interna y externa que publica una empresa, así como el comportamiento y trabajo de sus órganos de gobierno y cuerpo directivo (Tabra 2015: p. 283). En tanto que los *Proxy advisors* se centran en realizar la labor que corresponde al inversionista de una empresa que, en su calidad de accionista, debe estudiar aquellas materias que son parte de la agenda de la Junta General de Accionistas y emite su opinión sobre el sentido del voto que el inversionista debe de adoptar.

**d. Empresas de Auditoría y Consultoría**

La diferencia entre las empresas de auditoría y consultoría y los *Proxy advisors* plantea un escenario complicado. Gutiérrez Velandia y Abella Rubio señalan acertadamente que su rol ha evolucionado: de la supervisión de labores “tradicionales” en las empresas auditadas, como el “aseguramiento de la información financiera”, a la promoción del gobierno corporativo en las mismas (Gutiérrez Velandia y Abella Rubio 2015: p. 449). Asimismo, sus servicios son globales y multidisciplinarios<sup>7</sup>.

A primera vista nada impide que una empresa auditora haga la labor de un *Proxy Advisor* y desempeñe la misma actividad en favor del inversionista. Sin embargo, la labor del *proxy advisor* se centra en la defensa de los intereses del inversionista-accionista mientras que la empresa auditora trabaja para la empresa emisora. Ahora no es posible asesorar al inversionista y a la empresa emisora a la vez

---

<sup>7</sup> Para más detalles revisar Tabra, Edison 2015: pp. 307-308.

porque generaría un conflicto de interés que podría perjudicar la reputación en ambos.

#### **4.2 Diferencia con el Asesoramiento de Inversión o Asesoramiento Financiero**

El asesoramiento de inversión consiste en el proceso de prestación de recomendaciones de parte de un intermediario financiero a su cliente, sea a petición de este, o a iniciativa de dicha entidad, considerando las circunstancias personales, con respecto a una o más operaciones relativas a instrumentos financieros, que pueden pertenecer o a la oferta de productos y servicios de la entidad (Leyva Martínez y Caballero Núñez 2013: p. 138). Asimismo, la idea del asesoramiento al inversionista no se encuentra regulado de forma especial, por lo que en algunos casos estará relacionado con la gestión de carreras y en otros a la promoción de valores (*idem*: p. 138).

La idea de asesoramiento financiero es utilizada por los inversionistas cuando deciden invertir en los mercados financieros. Consiste en el consejo, opinión o recomendación que brinda el asesor con conocimientos especializados en los mercados de valores a su cliente inversionista para satisfacer sus necesidades financieras. Para cumplir este trabajo, el asesor considera las singularidades de su cliente (edad, situación personal y profesional, entre otros), brinda su asesoría de forma personalizada y diligente, considera la evolución del mercado (pasado, presente y futuro), actúa a pedido del inversionista y su fin es ayudarlo a tomar decisiones de inversión informadas (Otiniano Campos y Salas Vigo 2014: p. 2).

La idea del *Proxy Advisor* tiene una connotación específica. Su trabajo corresponde al que realiza un asesor financiero pero se diferencia en que presta únicamente el servicio de asesoría en el ejercicio del voto. En otras palabras, el asesor de voto protege los intereses del inversionista por medio de la evaluación profesional de las propuestas de voto que éste último debe de adoptar en la sesión de socios de la empresa emisora. Los Asesores de Voto son medios materializadores del ejercicio del derecho de voto del inversionista porque



recopilan la información necesaria, la estudian y, luego, recomiendan la adopción de su sentido de voto<sup>8</sup>.

#### 4.3 Funcionamiento de los *Proxy advisors*

##### a. Elección de los miembros del directorio

Los *Proxy advisors* ejercen una labor de estudio y evaluación de las calidades éticas y profesionales de los candidatos postulantes al cargo de director de la empresa emisora o a la renovación de aquellos que ya son parte de los órganos de gestión<sup>11</sup>. Dependiendo del estudio que haga y según sus propias pautas internas de trabajo, el *Proxy Advisor* puede recomendar al inversionista que vote a favor, o en contra, del nombramiento o la renovación de los candidatos. A modo de ejemplo se tiene el caso del *Proxy advisor Institutional Shareholder Services (ISS)* que recomendó a los inversores de VIACOM retirar su apoyo a la continuidad de 6 miembros de su Consejo de Administración por un motivo de “desalineamiento” entre el salario o compensación económica de los directivos y el rendimiento económico de la empresa (Reuters 2016)<sup>12</sup>.

##### b. Aprobación de la compensación de los miembros del directorio

La compensación de los directivos es un punto muy controversial en la contratación de los miembros del Consejo de Administración o Directorio. Las grandes empresas buscan seleccionar a los mejores cuadros y las políticas de compensación son importantes a la hora de captar a los candidatos idóneos. La elaboración de dichas políticas de compensación es atribución de los miembros del Directorio pero su aprobación depende, generalmente, de los inversionistas. Ahora bien, si ello no sucede, el inversionista siempre tendrá el criterio de impugnar el nombramiento del directivo y pedir su vacancia de acuerdo a lo estipulado al estatuto o a las leyes.

---

<sup>8</sup> Como apunta Charles Nathan la efectividad del modelo del proxy advisor descansa en que el proceso de evaluación del sentido del voto puede ser delegado a un tercero sin que ello implique un costo adicional a la empresa evaluada (Bartl, T. 2013: p. 40).

<sup>11</sup> La administración comprende al Consejo de Administración o Directorio y a la Plana Gerencial o General.

<sup>12</sup> Disponible en: <http://www.reuters.com/article/us-viacom-directors-idUSKCN0VS2RP> [Consulta: 10 de marzo de 2016].

En este panorama el trabajo del *Proxy advisor* juega un rol protagónico: proporciona la información documentada al inversionista para impugnar la política compensatoria de una empresa y que se someta a ratificación de la junta general de accionistas. También puede impugnar el nombramiento de los directores por medio de criticar su salario. Asimismo el *Proxy advisor* puede recomendar, en base a la información obtenida, el sentido de voto que el inversionista debe adoptar en este aspecto. Por ejemplo, el *Proxy advisor* PROXINVEST recomendó votar en contra de reevaluar la remuneración del Presidente Director General de Altran Technologies, Philippe Salle (PROXINVEST 2015: p. 21).

**c. La gestión de la empresa según las atribuciones de la Junta general de accionistas.**

El trabajo de los *Proxy advisors* juega un rol protagónico en el ejercicio de las facultades del inversionista e, indirectamente en el funcionamiento de la Junta General de Accionistas. El asesor de voto recopila los datos necesarios para que el inversionista ejerza sus atribuciones de socio de forma, consciente y sustentada, en el ejercicio del derecho de voto. Así, las recomendaciones del *Proxy Advisor* versan sobre aspectos como la aprobación de las cuentas anuales de la empresa, la modificación de estatutos, la adquisición y venta de participaciones de la empresa, la delegación de competencias a favor de la Administración, autorización de aumento o reducción de capital social, entre otras.

También por razones de estrategia en favor de sus clientes, los asesores de voto pueden recomendar a los inversionistas no asistir a las sesiones de junta general, impugnar los acuerdos adoptados en su ausencia, pedir la postergación de la sesión, pedir la suspensión de la participación de otro socio, solicitar la exclusión de algún miembro de la junta o directorio, entre muchas otras.

**d. Definir la composición de los miembros de la Junta de Administración**

Los inversionistas demandan a las empresas que implementen y cumplan un clima de comunicación y entendimiento con su Administración para crear, de forma conjunta, bienestar sostenible para la empresa (HERMES 2012: 4). Esto significa que los criterios de contratación de directivos deben de considerar la preparación profesional, el género, la nacionalidad, experiencia internacional, entre otros, que



permita crear un consejo de administración capaz de cumplir con las expectativas de los inversores.

**e. Otras según estatuto y la ley**

En este acápite incluimos todos aquellos temas que el inversionista estime conveniente que el *Proxy Advisor* debe estudiar o analizarlos eficientemente y que permitan el ejercicio de su voto en la junta. La labor de los *Proxy Advisors* permite que el inversionista ejerza otros derechos conexos al voto.

**5. Justificación del trabajo del *Proxy Advisor***

está relacionado al poder que tienen los inversores, de tipo “institucional”, para influenciar en el gobierno de las empresas. Los *Proxy advisors* son una herramienta que garantiza a los inversionistas institucionales el cumplimiento de sus deberes fiduciarios y de salvaguardia de los intereses de sus *stakeholders*. Este criterio bien puede ampliarse al resto de inversores que requiere de contar de un “efecto de certificación” al sentido de voto que ejercerán en la Junta General de Accionistas<sup>13</sup>.

**6. Características**

**a. Facilitadores del derecho de voto**

Los *Proxy Advisors* ejercen un servicio de asesoría sobre el sentido del voto que deben de adoptar los inversionistas. Dicho servicio requiere de un proceso de estudio o análisis elaborado de manera profesional y técnica. Para facilitar su labor puede valerse de la colaboración de profesionales de las más diversas profesiones vinculadas a la empresa y, principalmente, según los temarios de la agenda que se suelen discutir en la junta de socios.

---

<sup>13</sup> Los inversores consideran que las recomendaciones que emiten los asesores de voto juegan un rol de certificación. En base a tales recomendaciones los inversionistas elaboran su decisión final para emitir su voto (Alexander, Cindy R.; Chen, Mark A., Seppi, Duane J. y Spatt, Chester S. 2010: p. 4452).

La labor de facilitación de información significa que el *Proxy Advisor* debe suministrar la información necesaria para que el inversionista ejerza su voto de manera profesional y responsable, velando por la salvaguardia del aporte del inversionista y, de forma conexas, con el bienestar de la de la empresa (bien supremo de la sociedad). En otros términos, la labor del asesor de voto contribuye con alcanzar el bien común de la empresa aportando el conocimiento que se requiere para colaborar con el gobierno de la empresa de forma eficiente.

**b. Sus clientes son prioritariamente Inversionistas institucionales**

En principio que la labor de los *Proxy Advisors* se dirige a asesorar a todo tipo de inversionista que tiene participación en una empresa emisora de valores<sup>14</sup> con una perspectiva de rentabilidad y liquidez. De acuerdo a Torres Méndez, los inversionistas se clasifican en institucionales e individuales de acuerdo a lo cuantitativo y a la especialización (2012: p. 46). Por su parte, la normativa y jurisprudencia del Tribunal Administrativo de la Superintendencia Nacional de Mercado de Valores (SMV), clasifica a los inversionistas en cuatro tipos: institucionales, acreditados, sofisticados e inversionistas sensatos y razonables<sup>15</sup>.

Así, la contratación de los servicios de los *Proxy Advisor* no discrimina a los inversionistas que creen conveniente necesitar de sus servicios. Cualquier inversionista puede solicitar sus servicios de asesoría en el estudio del sentido de voto que deben adoptar en la Junta General de Accionistas de la Empresa emisora. Sin embargo, los inversionistas institucionales son principalmente el universo de clientes que contratan los servicios de *proxy advisory* porque cuentan con grandes recursos económicos que les permite adquirir valores mobiliarios en grandes cantidades masivas y requieren de una alta “especialización” en su manejo y en la participación en el gobierno de las empresas emisoras (junta general de accionistas) para defender sus intereses y de sus clientes a su vez.

Si bien los inversionistas institucionales cuentan con asesores internos propios que evalúan la gestión de sus inversiones, la gran cantidad de participaciones que

<sup>14</sup> Llámese acciones, bonos o cualquier otro valor mobiliario.

<sup>15</sup> Resolución del Tribunal Administrativo de la ex Comisión Nacional de Supervisora de Empresas y Valores (hoy SMV), mediante Resolución del Tribunal Administrativo N° 116-2003-EF/94.12.

tienen les obliga a votar en gran número de juntas de gobierno y en un lapso breve de tiempo<sup>16</sup>. Por ello, la labor del *Proxy Advisor* atiende prioritariamente a los inversionistas institucionales debido a que poseen masivas participaciones en el mercado y que, ante la necesidad de participar en el gobierno de todas las empresas emisoras, sus equipos propios no tienen la capacidad de estudiar todas las agendas de Junta de la Socios o, prefieren de una certificación o confirmación de sus propuestas.

**c. Disminuyen riesgo de oportunismo del Administrador de la empresa emisora**

Los clientes de los *Proxy advisory Firms* requieren ejercitar su rol de accionista de forma “diligente” para garantizar que las políticas de gobierno de la empresa emisora están alineadas con sus intereses (Larker, McCall y Tayan 2013: p. 1).

El trabajo de los *Proxy advisors* comprende un proceso de suministro de información sobre los puntos de agenda que se discutirán en la junta general de accionistas. De esta manera, los inversionistas pueden ejercitar su derecho de voto de manera eficiente y diligente de acuerdo a sus intereses y colaborar con el trabajo de la administración de la empresa emisora. Esto permite un mejor control a la labor de la Administración (Consejo de Administración y CEO) y disminuye los riesgos de oportunismo de parte de los encargados de la gestión.

**d. Estudian el gobierno corporativo de las empresas cotizadas**

Las recomendaciones sobre el sentido de voto, que emiten los *Proxy advisors*, se hacen considerando las políticas de gobierno corporativo de cada una de las sociedades cotizadas donde el inversionista tiene participación.

El gobierno corporativo no es un medio desincentivador del rendimiento y la competitividad de las empresas en el mercado (Novak 1997: p. 3) (Tabra 2015: p. 87), sino un instrumento facilitador y preventivo de su actividad económica (Tabra 2015: p. 87) que busca establecer un conjunto de conductas en los socios, miembros del directorio y de la gerencia general. Estos criterios buscan que la

---

<sup>16</sup> Gutiérrez Velandia manifiesta que hay inversionistas institucionales que deben votar en más de 15,000 sociedades cotizadas emisoras en un corto periodo de tiempo (2-4 meses) (Gutiérrez Velandia P. 2015: p. 426).

empresa sea percibida por los agentes de mercado como una organización que se comporta de forma confiable, segura y transparente. Por ejemplo, las calificadoras de riesgo incluyen el grado de cumplimiento de normas gobierno corporativo como parte de su proceso de calificación al producto financiero que las empresas emiten al mercado (Tabra 2015: p. 283).

En este escenario, el trabajo del Asesor de Voto busca propiciar el funcionamiento óptimo del gobierno de la empresa por medio de incentivar al trabajo de los integrantes de la junta general de accionistas y facilitar que el inversionista sufrague eficientemente su voto y los demás derechos conexos al voto. El ejercicio correcto de los derechos del inversionista, junto con los demás socios, constituye un contrapeso y control al poder de la administración (consejo de administración y gerencia), reduce cualquier conducta oportunista y mejora los niveles de transparencia, seguridad y confianza en los agentes de mercado.

**e. El trabajo de los *Proxy advisors* considera la geografía y cultura de la empresa emisora**

El problema que plantea una empresa emisora es la variabilidad de su forma de gobierno según su ubicación geográfica y la cultura predominante en ella. Los inversionistas que adquieren participaciones en zonas diferentes a su lugar originario de constitución se enfrentan a situaciones muy disímiles, como la influencia de la religión, la idiosincrasia de los gobiernos, la cultura, entre otros problemas, que influyen en el gobierno de la empresa y que requieren de ser estudiados para participar adecuadamente en el gobierno de la empresa<sup>18</sup>.

En este sentido, los *Proxy Advisors* estudian, investigan y recolectan datos sobre la realidad (política, económica, social y cultural) del país donde está localizada la empresa emisora y lo incluyen en la evaluación sobre el sentido de voto que debe adoptar el inversionista<sup>19</sup>. Así, los instrumentos de análisis que utilizan los *Proxy*

---

<sup>18</sup> Así los criterios de ejercicio de voto que manejan los inversionistas institucionales varían según la región o país donde esté ubicada la empresa emisora (BlackRock 2014: p. 4).

<sup>19</sup> Para cumplir su trabajo adecuadamente, los *Proxy Advisors* tienden a contratar a profesionales de diversa nacionalidad y experiencia internacional. Para más detalles revisar el artículo de Estélyi, Kristína Sághy y Nisar, Tahir M. (2016). *Firms benefit when board directors have different*

*advisors* se adaptan a cada región: Estados Unidos, Reino Unido, Europa, Asia y economías emergentes (Glass Lewis 2016: p. 1)<sup>20</sup>.

#### f. Poseen áreas de especialización

Los *Proxy Advisors* tienen la capacidad de organizarse para desarrollar su trabajo de estudio y análisis de los puntos de la agenda según la especialidad que demanden sus clientes. Para un inversionista irrogaría mayores costos la contratación de asesores, con diversa preparación y especialización, que se encarguen de estudiar las agendas de innumerables sesiones de junta (*Proxy Season*). La presencia de los Asesores de Voto supone una mejor ventaja para el inversionista porque pueden reconvertir su organización acorde a las necesidades de los *proxies* (temas de agenda) y a un coste menor<sup>21</sup>.

#### g. Relación de agencia *Proxy Advisor*-Agente

La relación entre el inversionista y su asesor de voto se plasma en un contrato, que puede ser de agencia o comisión, por el cual el *Proxy Advisor* provee a sus clientes servicios de investigación sobre los puntos de agenda y de representación en la sesión de socios. En este acuerdo, el asesor de voto se compromete a facilitar que su cliente (inversionista institucional) ejerza su derecho de voto de forma eficiente y, para ello, les brindan la información que requieren para participar en la junta general de accionistas (Glass Lewis 2014: p. 4).

Dentro de los servicios que comprende el *proxy advisory* se puede destacar los siguientes (Manifest 2012: p. 3):

- Análisis e investigación sobre las prácticas de gobierno corporativo en la empresa emisora,
- Investigación, análisis y evaluación sobre las agendas de la empresa emisora,

---

*nationalities*. Disponible en: <http://blogs.lse.ac.uk/businessreview/2016/03/15/firms-benefit-when-board-directors-have-different-nationalities/> [Consulta: 15 de marzo de 2016].

<sup>20</sup> Glass Lewis elabora análisis de mercados de Asia, América y Europa principalmente. Para más detalles consultar el enlace: <http://www.glasslewis.com/guidelines/> [Consulta hecha el 15 de marzo de 2016].

<sup>21</sup> Se refiere a las nociones de economía de experiencia, economía de escala, economía de costos y certificación (Tuch A. 2010: pp. 110-113).



- Emisión de recomendaciones sobre el sentido de voto,
- Servicios de gestión de voto,
- Análisis y reporte del voto,
- Apoyo en el cumplimiento de obligaciones del inversionistas para con la empresa emisora, y
- Apoyo al inversionista en el gobierno de la empresa.

A su turno el inversionista debe de supervisar el trabajo de su *Proxy Advisor* y verificar la fiabilidad de su información. Esta obligación obliga al inversionista a comprobar que la empresa de *Proxy Advisory* tiene la capacidad y la competencia necesaria para analizar los puntos de la agenda. También, el inversionista debe revisar si el asesor de voto fue diligente en su trabajo (Bartl, Timothy 2013: p. 7).

## 7. Ventajas y desventajas de los *proxy advisors*

La labor de los asesores constituye una forma de tercerización de los actos que implica el ejercicio de voto de los inversionistas y colaboración con el gobierno en la empresa<sup>22</sup>. Sin embargo, esta labor ha generado críticas que destacan y alientan su uso así como aquellas donde su utilización significa la influencia de un tercero en la gestión de la empresa y una dependencia de sus recomendaciones.

---

<sup>22</sup> Los fondos de inversión optan por contar con un menor personal propio y prefieren tercerizar dicho proceso de estudio de propuestas a manos de los *Proxy Advisors* (Coffee J.: p. 16).

## 7.1 Ventajas

### a. Reducción de costos para los inversionistas

Los inversionistas institucionales son quienes prioritariamente contratan los servicios de los *Proxy Advisors* por razones de economías de experiencia, de escala, de costos y de certificación para que, en representación suya, elaboren investigación y/o recomienden, o certifiquen, el sentido de voto que deben de adoptar en cada una de sus numerosas sesiones de socios y colaborar con el buen gobierno de tales empresas.

El caso de Glass Lewis es ejemplar. Es una de las firmas más grandes y reconocidas en el negocio de *proxy advising* que cuenta con más de 1200 inversores institucionales, procedentes de todo el mundo, y manejan un volumen de activos por \$25 trillones de dólares (Glass Lewis 2016)<sup>24</sup>. Uno de sus clientes es Calpers, el Fondo de Pensiones de los empleados públicos de California, que posee participaciones en 321 empresas<sup>25</sup> en todo el mundo y tiene \$300 billones de dólares en activos. Este fondo asume el compromiso de que el ejercicio de su voto, y cumplimiento, son herramientas que posee para influenciar en la gestión de la empresa y en su gobierno corporativo (Calpers 2016: p. 6)<sup>26</sup>.

Precisamente, Calpers contrata los servicios de Glass Lewis para que elabore informe de recomendación que certifique su propuesta de voto e influyan en el voto del resto de inversores. De esta manera, la empresa cumple de forma diligente sus de compromisos con sus clientes. Por ejemplo, en junio de 2013, Calpers con el apoyo de Glass Lewis, e International Shareholder Services (ISS), exigió a Nabor Industries que el puesto de Presidente de Consejo de

---

<sup>24</sup> Disponible en: <http://www.glasslewis.com/company-overview/> [Consulta 15 de marzo de 2016].

<sup>25</sup> Según su página web disponibles en:

<https://www.calpers.ca.gov/page/investments/governance/proxy-voting/key-decisions> [Consulta 15 de marzo de 2016].

<sup>26</sup> California Public Employees' Retirement System Statement of Investment Policy for Global Governance. Disponible en: <https://www.calpers.ca.gov/docs/policy-global-governance.pdf>. [Consulta 15 de marzo de 2016].



Administración sea ocupado por un Director independiente y que los accionistas puedan proponer candidatos al puesto de directivo (Calpers 2016)<sup>27</sup>.

**b. Aumento o mantenimiento del valor de la empresa emisora**

El trabajo que desarrollan los *Proxy Advisors* en favor de los inversionistas institucionales genera beneficios a la empresa emisora. Las opiniones o conclusiones que se emitan respecto a las propuestas de votación pueden incrementar el valor del accionista, e indirectamente de la empresa, ya que demuestra el ejercicio de un adecuado, eficiente y transparente gobierno en sus órganos de gobierno. Esta certificación del buen gobierno de la empresa emisora puede ayudar a incrementar sus índices de reputación corporativa en el mercado, e indirectamente en su sostenibilidad y valor a largo plazo (PWC 2013: 5)<sup>28</sup>. También, la exigencia y cumplimiento de normas será otro factor que contribuirá a mantener el valor de la empresa.

En los Estados Unidos aproximadamente 7300 empresas públicas que cotizan en bolsa están obligadas a cumplir con el criterio “*say on pay*” que establece la *Dod Frank Act* y que obliga a los accionistas a votar sobre las políticas de remuneración de los miembros de la administración de las empresas emisoras.

**c. Reducción de costos económicos en la empresa emisora**

Los inversionistas institucionales asumen la obligación de defender sus intereses, o, los intereses de quienes dependen de ellos, de acuerdo a los criterios de activismo, sostenibilidad, largo plazo y generación de valor para el inversionista. La defensa de sus propios intereses, y de sus clientes, obliga al inversionista institucional a colaborar diligentemente con el gobierno de la empresa emisora. El

---

<sup>27</sup> Calpers urges change at Nabor Industries. Disponible en: Disponible en: <https://www.calpers.ca.gov/page/newsroom/calpers-news/2013/nabors-industries>. [Consulta 15 de marzo de 2016].

<sup>28</sup> Recientes trabajos cuestionan esta afirmación, al respecto véase el trabajo de David F. y McCall, Allan L. and Ormazabal, Gaizka, *Outsourcing Shareholder Voting to Proxy Advisory Firms* (October 30, 2014). *Journal of Law and Economics*, Vol. 58, No. 1 (February 2015), pp. 173-204.

trabajo de los asesores de voto certifica dicha conducta diligente del inversionista institucional<sup>29</sup>.

El deber fiduciario del inversionista “activista” de participar en el gobierno de la empresa puede configurar una situación de oportunismo en la empresa emisora porque podría ahorrar o disminuir sus costos de transacción de contratar a un asesor externo para que evalúe o certifique la efectividad de sus propuestas de agenda. Aunque se requieren estudios que corroboren este problema de *free-rider* de parte de la empresa emisora, se puede argumentar según la noción de los deberes fiduciarios (deber de lealtad y deber de cuidado o prudencia), la administración de una empresa emisora debe de ejecutar todos los mecanismos necesarios para mantener la rentabilidad de la empresa y la confianza de sus demás agentes de mercado<sup>30</sup>.

#### d. Protección de los intereses de los *Stakeholders*

La protección de los intereses de los grupos de interés o *stakeholders* hoy en día ha cobrado mucha importancia en las grandes empresas. Donaldson expone que la administración de una empresa requiere como principal atributo la atención simultánea a los legítimos intereses de todos los grupos de interés o *stakeholders* y que debe manifestarse en las estructuras de organización, políticas de funcionamiento y toma de decisiones de una empresa (1995: p. 67). Este criterio debe incluir a los accionistas y a otros agentes involucrados con la actividad de la empresa. De igual modo, Argandoña argumenta que la empresa es “(...) una ‘máquina’ de producir ‘bienes’ para muchas personas, algunas muy implicadas con la empresa, y otras menos implicadas (...)” (2012: p. 2).

En este sentido, la labor de los *Proxy Advisors* se manifiesta en favor de los *stakeholders* de la empresa emisora y también en los grupos de interés que rodean al inversionista que contrata sus servicios. En el primer caso, la asesoría

---

<sup>29</sup> Es interesante el criterio de *BlackRock* que menciona que existen derechos fundamentales que van anexos a la propiedad de una acción. La administración de las empresas emisoras es responsable ante los inversores y tienen el deber de estructuras de *checks and balances* que aseguren que su trabajo protege los intereses de los accionistas (BlackRock 2014: p. 3).

<sup>30</sup> Para más detalles revisar United Nations Compact, UNEP, PRI e Inquiry (2016). Fiduciary duty in the 21 th century, pp. 1-88.

de voto facilita el activismo del accionista y a la defensa de sus intereses pero considerando los intereses de los demás grupos de interés en el ejercicio de voto, de forma directa o indirecta. También, los accionistas pueden promover iniciativas de gobierno en la junta general de accionistas de la empresa emisora que pueda satisfacer los intereses de los grupos de manera directa y principal. En ambos casos, la labor de los *Proxy Advisors* en favor de los *stakeholders* dependerá de las instrucciones que reciban de los inversionistas institucionales<sup>31</sup>.

Así tenemos el caso de BlackRock que ofrece oportunidades de inversión responsable con el medio ambiente o la sociedad, que equivale a 225 billones de dólares, así como también promueve programas de inversión con sus trabajadores, clientes entre otros (BlackRock 2016)<sup>32</sup>. Asimismo, el inversionista asume el criterio de exigir a las empresas emisoras que consideren los criterios medioambientales, sociales y éticos en su gestión, y, asimismo, la administración debe demostrar cómo ha incorporado dichas pautas en su administración diaria (Black Rock 2014: p. 7).

## 7.2 Desventajas

A la par que la presencia de los *Proxy Advisors* ha permitido que el inversionista ahorre costes de inversión e incremente su diligencia en ejercicio del voto, también se han generado inconvenientes que han sido objeto de crítica. Así, siguiendo el criterio de David Gallager, Comisionado de la *Securities Exchange Commission* de EEUU (SEC), la labor de la asesoría de voto ha creado problemas como la influencia negativa en las decisiones de los inversionistas institucionales, la inexistencia o nula competencia en el mercado del *Proxy Advisory Service*, la falta de transparencia en el trabajo de los asesores de voto y la existencia de conflictos de interés en el ejercicio de su trabajo (Gallager, David. 2014: pp. 11-12). A ello,

---

<sup>31</sup> El primer principio práctico aplicado a la asesoría de investigación y análisis del sentido del voto (BPP por sus siglas en inglés) establece que “las empresas asesoras de voto proveen sus servicios según las especificaciones dadas por sus clientes” (BPPGRP 2014: p. 11)

<sup>32</sup> Carta de Laurence D. Fink, Presidente Ejecutivo de BlackRock, a sus accionistas. Disponible en: <https://www.blackrock.com/corporate/en-lm/investor-relations/chairmans-letter> [Última consulta 17 de marzo de 2016].

también hay que agregar la mayor rigidez entre las recomendaciones de los *Proxy Advisors* y lo permitido por la legislación.

#### a. Influencia negativa en las decisiones de los inversionistas institucionales

La labor de los asesores de voto es estudiar y emitir las recomendaciones sobre el sentido de voto que su cliente inversionista debe manifestar en la junta de accionistas de la empresa emisora<sup>33</sup>. Como consecuencia, se asume como cierto que el aporte del asesor de voto promueve el activismo en el inversionista<sup>34</sup> que lo incentiva a participar en el gobierno de la empresa e incrementar el valor de la empresa y de sus participaciones.

Sin embargo, las recomendaciones de los *Proxy Advisors* generan el riesgo de convertir en dependientes a sus inversionistas quitándoles todo incentivo para corroborar la certeza o exactitud de sus análisis. Los inversionistas pueden carecer de incentivos de evaluar el sentido de voto por sí mismos y deciden hacer suya la recomendación de su *Proxy Advisor*. De esta manera, se pueden afirmar que el derecho de voto del inversionista ha sido cedido, de manera indirecta<sup>35</sup>, a su asesor y muchas de estas recomendaciones podrían perjudicar sus intereses<sup>36</sup>.

Los trabajos de Larcker, McCall y Mendieta demuestran que los *Proxy Advisors* recomiendan a sus clientes a adoptar decisiones que disminuyen el valor económico de sus participaciones en temas como la remuneración de los directivos y en los programas de recompra de acciones (*stocks options repricing*)

---

<sup>33</sup> También las empresas de *proxy advisory* adicionalmente elaboran el servicio de emisión de voto a través de una plataforma informática de voto o la representación en la junta. Ambos servicios no son objeto de estudio en la presente tesis.

<sup>34</sup> En este punto es interesante resaltar los trabajos de Egan-Jones que elaboran pautas de trabajo y actuación según el perfil que escojan sus clientes: estándar, responsable y religioso (Católico) (Egan-Jones 2016). Disponible en <http://www.ejproxy.com/public/methodologies/> [Consulta 19 de marzo de 2016].

<sup>35</sup> Es de recordar que el inversionista posee la última palabra en el sentido del voto. Mientras el rol del inversionista se reduce a “apoyar” o “colaborar” con el ejercicio de los derechos de voto de sus inversionistas (BPPGRP: p. 9).

<sup>36</sup> Choi, Fisch y Kahan presentan evidencia que demuestra que los fondos de inversión más pequeños son más propensos a seguir las recomendaciones de los *Proxy Advisors* a diferencia de los fondos más que prefieren considerar la opinión de la administración u oficina interna (Choi, Steven; Fisch, Jill; y Kahan, Marcel 2013: p. 67).

(Larcker, McCall y Mendieta 2013: pp. 34 y 165)<sup>37</sup>. Esta evidencia sugiere que cuando los inversionistas asumen las recomendaciones de voto de sus *Proxy Advisors*, sin el sustento y veracidad, se corre el riesgo que muchas de esas recomendaciones reduzcan el valor de sus inversiones. Por tanto, el inversionista debe implementar mecanismos internos que evalúen y contrasten las recomendaciones de sus asesores.

**b. Carencia de una regulación específica en el mercado del *Proxy Advisory***

En la actualidad el mercado de la oferta de servicios de *Proxy Advisory* es reducido y concentrado en dos empresas. ISS y Glass Lewis concentran la mayor cuota de mercado a nivel global mientras que otras empresas de asesoría como Proxyinvest, Marco Consulting Group, Manifest, Pensions Investment Research Consultants (PIRC), Institutional Voting Information Service (IVIS) e Egan-Jones; poseen participaciones en, principalmente, Europa (Alemania, Francia y Reino Unido) (PWC 2013: pp. 8-9).

En este panorama y conforme la academia ha cuestionado la influencia de los *proxy advisors*, se han propuesto marcos de regulación de forma nacional o internacional. En EEUU se ha reformado en el 2003 la *Advisors Act* de 1940 y se ha equiparado a los asesores de voto como asesores de inversiones y están sujetos a las obligaciones de reportar al regulador (SEC) sus procedimientos y políticas internas de trabajo y reportar sus recomendaciones y fundamentar el motivo de ellas (Bartl, Timothy 2013: p. 6)<sup>38</sup>.

---

<sup>37</sup> Ambos trabajos contienen trabajos cuantitativos que contribuyen a elevar la exactitud y veracidad de sus afirmaciones.

<sup>38</sup> En una carta dirigida a Egan-Jones *Proxy Services* (mayo 2004), la SEC articuló un deber de supervisar y verificar que su *Proxy Advisor* es independiente y libre de influencia:

"Un asesor de inversión que contrata a una tercera parte para elaborar recomendaciones sobre como ejercer el derecho de voto, en diversos temas, debe adoptar razonables pasos o procedimientos para verificar que dicha tercera parte es independiente en todos los hechos y circunstancias. Una tercera parte generalmente sería independiente del asesor de inversión si esa persona es libre de la influencia o algún incentivo que le permita recomendar que los temas de agenda serán adoptados considerando los intereses de los clientes de los asesores de inversión" (Bartl, Timothy 2013: p. 6).



A su vez, el Parlamento Europeo aprobó el 08 de julio de 2015, en primera lectura<sup>39</sup>, la modificatoria a la Directiva Europea 2007/36/UE, sobre el fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas, y la Directiva 2013/34 sobre la declaración de gobernanza empresarial. Según la norma los asesores de voto deben adoptar y aplicar las “medidas oportunas” para garantizar que sus recomendaciones sean “exactas”, “fiables”, “basadas en un análisis exhaustivo de toda la información disponible” y “no se vean afectadas por ningún conflicto de interés real o potencia o relación comercial” (Base de datos del Parlamento Europeo 2016)<sup>40</sup>.

Asimismo, los *proxy advisors* tienen la obligación de reportar sus recomendaciones, la metodología de sus análisis empleado para elaborar sus recomendaciones, los diálogos con las empresas emisoras, los conflictos de interés de su personal, contar con un Código de Conducta, el uso del criterio “*comply and explain*” e informar alguna ocurrencia en su trabajo cada año. Por su parte la Autoridad Europea de Mercados de Valores (ESMA) opina que la mejor forma de normar la actividad de los *Proxy Advisors* es mediante la autorregulación, por medio de la creación y cumplimiento de un Código de Conducta (ESMA 2015: 5)<sup>41</sup>.

Por tanto, el panorama actual requiere de un entendimiento de los países que permita la comparación y evaluación de las empresas emisoras e inversores que operan en sus jurisdicciones (CNMV 2013: p. 33) que permita proponer normas eficientes y efectivas que sancionen las conductas de los asesores de voto en supuestos complicados como los conflictos de interés o la falta de transparencia en la elaboración de sus recomendaciones.

---

<sup>39</sup> Aún debe pasar por la aprobación definitiva de la Comisión Europea.

<sup>40</sup> Disponible en <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT+TA+P8-TA-2015-0257+0+DOC+XML+V0//ES&language=ES#BKMD-6> [Consulta: 20 de marzo de 2016].

<sup>41</sup> Se precisa un cambio de criterio en la ESMA: de proponer un modelo de código europeo (CNMV 2013: p.35) a ser partidaria que cada empresa de asesoría de voto elabore su propio código (ESMA 2015: pp. 5-6).

### c. Inexactitud y/o falta de transparencia en la elaboración de recomendaciones

Los *Proxy Advisors* publican sus Políticas de Elaboración de Recomendaciones de Voto en sus páginas de internet como parte de su política de transparencia. Cada año dichas políticas son revisadas y actualizadas de acuerdo a las opiniones de sus clientes y del resto de la sociedad (*Committee on Financial Services* 2013: p. 18).

*International Shareholder Services* (ISS) considera las opiniones de las empresas emisoras, los inversionistas institucionales, los representantes de los gremios empresariales y otros agentes de mercado. Estos proyectos son revisados por la plana directiva del mismo asesor de voto y, luego, comparado con las tendencias de gobierno en el mundo. Posteriormente, el resultado se publica en el mercado para recibir opiniones finales y, finalmente, se confeccionan las recomendaciones oficiales que son entregadas al cliente inversionista (Larcker, David F.; Allan L. McCall; y Tayan, Brian 2013: pp. 2-3).

Sin embargo, las críticas a la conducta transparente de los asesores de voto se traduce en la carencia de comunicación con la empresa emisora. La falta de publicidad de su metodología el sentido de voto y el desconocimiento en el uso de pruebas contundentes que permitan pronunciarse en temas como la remuneración de los directivos, la composición del consejo de administración, la elección del auditor, entre otros (CNMV 2013: p. 15). En su defensa las empresas asesoras de voto han argumentado que su actuación con las empresas emisoras obedece a la necesidad de mantener su independencia y prevenir cualquier tipo de presión de parte de la administración de la empresa emisora (CNMV 2013: p. 17).

Al respecto, Edelman menciona que los reclamos de las empresas emisoras pueden ser razonables pero hay que considerar que sus intereses no necesariamente coinciden con los accionistas inversionistas (2013: p. 1372). Los *Proxy Advisors* realizan un trabajo de predictibilidad del voto que se fundamenta en la necesidad de estudiar de forma adecuada las propuestas de agenda que han de ser votadas en las juntas de socios. Y como el voto corresponde al



inversionista, el *Proxy Advisor* debe analizar las propuestas de voto según los pautas que el inversor le indicó; lo cual es fundamental porque el asesor de voto desempeña su labor en beneficio de los intereses del dueño de la participación (inversionista) (Katz, David A. y McIntosh, Laura A. 2014: p. 6) y no de la empresa como tal.

El *Proxy Advisor* facilita el ejercicio del activismo empresarial en el inversor. El inversor puede controlar los actos de la administración de la empresa emisora (Gomez, Pierre-Yves 2005: p. 53) y supervisar que las recomendaciones de su asesor se hayan elaborado según sus intereses. De esta manera, el asesor de voto cumple con el criterio de transparencia con el inversionista<sup>42</sup>.

#### d. Conflictos de interés

Los conflictos de interés en la labor de los *Proxy Advisors* obligan a que cuente con fuertes políticas internas (autorregulación) que prevengan este tipo de conflicto de interés. PWC (PWC 2013: p. 12) identifica cuatro principales motivos:

- El *proxy advisor* brinda servicios a las empresas emisoras o algún socio vinculado a ellas.
- El *proxy advisor* pertenece al grupo de empresas que realiza actividades empresariales que pueden restringir sus servicios.
- El *proxy advisor*, o alguna empresa vinculada a él, es accionista de las empresas emisoras que son objeto de su recomendación de voto.
- Los directivos o empleados del *proxy advisor* son accionistas de las empresas emisoras.

---

<sup>42</sup> En un terreno más práctico, el inversor debe considerar la naturaleza y la calidad de los servicios del *Proxy Advisor*, la competitividad de sus precios y los potenciales conflictos de interés (*Investment Company Institute* 2015: p. 7). Asimismo, se debe evaluar que el asesor de voto adecue y mejore sus políticas y procedimientos de forma periódica; y brindarle el *feed back* como forma de mejorar la comunicación entre ellos (*Investment Company Institute* 2015: p. 9).

La importancia de que el *proxy advisor* prevenga la generación de los conflictos de interés en el interior de su empresa es importante porque puede generar un grado preocupante de desconfianza en su labor y muchos de sus clientes pueden considerar por votar en contra de su recomendaciones o considerar las opiniones del público (Aggarwal, Reena; Erel, Isil; y Stark, Laura 2014: p. 26).

Por su parte, Tao Li argumenta que los conflictos de interés en los *Proxy advisors* pueden prevenir o combatirse mediante la promoción de la competencia para el ingreso de nuevos asesores de voto al mercado en vez de imponer normas de tipo *soft law* (códigos de conducta) y propone la creación de un modelo gratuito de empresa de asesoría de voto a seguir por el resto de asesores de voto y mejorar los intereses públicos (2013: p. 29).

A su turno, *Independent Directors Council e Investment Company Institute* brindan algunas recomendaciones a los inversores. En su calidad de accionistas de la empresa emisora, los inversores institucionales deberían evaluar la estructura organizacional, las afiliaciones, las líneas de negocio y otras relaciones en el *Proxy Advisor* que podrían generar conflictos de interés. También consultar si la empresa asesora posee procesos de identificación, mitigación y reporte de potenciales conflictos de interés (2015: p. 14).

En este aspecto, el trabajo de los *Proxy Advisors* no debe crear suspicacias en el ejercicio de su labor. Por tanto, la implementación códigos de conducta y su cumplimiento eficiente son necesarios para garantizar el profesionalismo y la eficiencia del servicio de asesoría de voto en favor de los intereses del inversionista.

## CONCLUSIONES DEL CAPÍTULO I

- La labor de los proxy advisors es parte de la actual tendencia mundial que fomenta el ejercicio de la inversión de manera activista, responsable, sostenible y a largo plazo. Mediante este criterio, los inversionistas tienen mayores incentivos de participar en el gobierno de la empresa para proteger sus intereses; sin dejar de lado el respeto al medio ambiente, los derechos humanos y la gobernabilidad; de manera constante y con el objetivo de generar los retornos necesarios que garanticen su estabilidad y su existencia en el mercado.
- La actividad de la asesoría de voto busca solucionar el problema de los inversionistas, principalmente institucionales, que carecen de los medios adecuados para estudiar las propuestas de voto de las empresas que conforman su cartera de inversiones (*proxy season*) debido al volumen que manejan y la especialización de cada tema (por ejemplo en temas de energía, construcción, etc) o requieren de la aprobación de una entidad externa e independiente para que garantice la viabilidad de éstas.
- Los asesores de voto son intermediarios financieros (*gatekeepers*) que emiten recomendaciones a su cliente, principalmente inversionistas institucionales, sobre el sentido de voto que debería de adoptar en la junta de socios de la empresa emisora. Se diferencian de otros intermediarios (*proxy solicitors*, bancos de inversión, firmas de auditoría y agencias de calificación crediticia) porque colaboran con la protección de los intereses del inversionista (propietario de la empresa), por medio de la elaboración de recomendaciones sobre el sentido de voto que este último debe asumir en el gobierno de la empresa emisora (los proxy solicitors no recomiendan a favor del inversionista? Entonces para qué se les paga? Aquí precisar brevemente qué hacen los proxy solicitors).
- La naturaleza del trabajo del *Proxy Advisor* es de un asesor financiero cuya labor se circunscribe, principalmente, a facilitar el ejercicio del derecho de voto (la recopilación de información, el estudio y la recomendación) del inversionista institucional. Las ventajas de adoptar su servicio son: la reducción de costos para los inversionistas, incrementan el valor de mercado de la empresa, la disminución de costos económicos para la empresa emisora, y la protección de los intereses de sus *stakeholders*. Mientras que los conflictos de interés y la demasiada dependencia de su trabajo son los principales inconvenientes que los *Proxy Advisors* deben de solucionar. Siendo que esta figura ya se encuentra plenamente desarrollada en EEUU y EU y recogida incluso en el CBGC de la OCDE y España...

## **CAPITULO II LA PROBLEMÁTICA DE LOS *PROXY ADVISORS* EN EL MERCADO FINANCIERO INTERNACIONAL**

La labor de los *proxy advisors* es controversial y es necesario que su actividad sea regulada de forma eficiente y eficaz. En general, los mercados financieros reclaman mecanismos eficientes para resolver los problemas que perjudican o ponen en riesgo los intereses de sus agentes.

El cuestionamiento a la labor de los *Proxy Advisors* en los mercados no es su existencia ni su defensa a favor de los intereses de los clientes inversionistas sino la carencia de transparencia, los conflictos de interés, la falta de una regulación clara y la influencia negativa en las decisiones del inversionista que genera la pérdida de valor económico. Si bien su existencia responde a las necesidades de un sector del mercado existente (inversionistas institucionales) que requiere de ser satisfecho, ello no les exime de cumplir normas que prevengan un mal ejercicio de sus atribuciones.

En este capítulo se analiza la regulación de la figura del “Asesor de Voto” en las principales legislaciones del mundo que permita, posteriormente, evaluar su tratamiento en el caso peruano.

## 1. Estados Unidos

El desarrollo del tema de los *proxy advisors* en los EEUU fue pionero. Su presencia se originó en la década de los 70 cuando se promulga la *Employment Retirement Income Security Act* (1974). Esta norma promueve la participación de los Inversores Institucionales en las Juntas Generales de Accionistas y obliga a votar a los administradores de pensiones (PWC 2013: p. 20). En 1988, en un documento conocido como la *Avon Letter*, la Secretaría de Trabajo argumentó que el voto es parte del deber fiduciario que tiene el asesor del inversionista hacia su cliente (GAO 2007: pp. 6-7).

Considerando las características de su mercado financiero y los tipos de empresas que se desenvuelven en ella, la legislación estadounidense regula principalmente la actividad que desarrollan las grandes empresas que cotizan en bolsa y de capital diversificado. En este sentido, el trabajo de los asesores de voto necesita ser regulado para prevenir cualquier perjuicio en el mercado, en especial a los inversionistas institucionales.

### 1.1 Entidades gubernamentales

#### a. La Comisión de Mercado y Valores de EEUU (SEC)

En el 2003, la SEC modificó *la Investment Act Rules* sobre el ejercicio del voto en su artículo 275.206(4)-6<sup>48</sup>. En dicha norma, el regulador estableció que las Empresas Asesoras de Inversión deben de fundamentar el ejercicio del voto, en representación de sus clientes, en las juntas de socios según los intereses de sus clientes. Asimismo, los inversores tienen la obligación de probar ante sus clientes

---

<sup>48</sup> La *Investment Act Rules* es una norma que emitió la SEC para reglamentar a la *Investment Advisors Act*.

Disponibile en: [http://www.ecfr.gov/cgi-bin/text-idx?c=ecfr&sid=c7cbe9b63d85903d1fcfc7fc748ffb17&tpl=/ecfrbrowse/Title17/17cfr275\\_main\\_02.tpl](http://www.ecfr.gov/cgi-bin/text-idx?c=ecfr&sid=c7cbe9b63d85903d1fcfc7fc748ffb17&tpl=/ecfrbrowse/Title17/17cfr275_main_02.tpl) [Consulta: 28 de marzo de 2016].

el motivo y el sustento del sentido del voto e, incluso, remitir una copia de los análisis que empleó para elaborar su trabajo<sup>49</sup>. En la Exposición de Motivos de esta norma nace la justificación del trabajo de los *Proxy Advisors* entendido como un medio de prevención de cualquier conflicto de interés y protección de los intereses de los clientes de los asesores de inversión:

*Advisors today use various means of ensuring that proxy votes are voted in their clients' best interest and not affected by the advisors' conflicts of interest. An advisor that votes securities based on a pre-determined voting policy could demonstrate that its vote was not a product of a conflict of interest if the application of the policy to the matter presented to shareholders involved little discretion on the part of the advisor. Similarly, **an advisor could demonstrate that the vote was not a product of a conflict of interest if it voted client securities, in accordance with a pre-determined policy, based upon the recommendations of an independent third party**<sup>50</sup> (Subrayado y resaltado es nuestro).*

En su Boletín Institucional N° 20 (IM/CF), la SEC emitió algunas pautas de interpretación sobre la relación entre el Proxy Advisor y su cliente inversionista<sup>51</sup>:

- El *Proxy Advisor* tiene la condición de “Asesor de Inversiones” y, como tal, tiene que cumplir algunas obligaciones fiduciarias en virtud de la Ley de Protección del Inversionista de 1940.
- El *Proxy Advisor* puede representar a su cliente en las sesiones de junta de socios y ejercer su derecho de voto según sus instrucciones. En caso que no reciba instrucciones del inversionista, el *Proxy Advisor* debe escoger por aquella que favorezca los intereses de su cliente.
- Los criterios para contratar a un Proxy Advisor deben contemplar la calidad, la experiencia, la seguridad y coherencia de sus recomendaciones y la efectividad para resolver los conflictos de interés que presente en su trabajo<sup>52</sup>.

---

<sup>49</sup> Disponible en:

[http://www.ecfr.gov/cgi-bin/text-idx?SID=623f15590a26988f372a98e6b3da3461&mc=true&node=se17.4.275\\_1206\\_24\\_3\\_66&rgn=div8](http://www.ecfr.gov/cgi-bin/text-idx?SID=623f15590a26988f372a98e6b3da3461&mc=true&node=se17.4.275_1206_24_3_66&rgn=div8) [Consulta: 28 de marzo de 2016].

<sup>50</sup> [https://www.sec.gov/rules/final/ia-2106.htm#P70\\_13796](https://www.sec.gov/rules/final/ia-2106.htm#P70_13796) [Consulta: 28 de marzo de 2016].

<sup>51</sup> <https://www.sec.gov/interps/legal/cfs1b20.htm> [Consulta: 13 de enero de 2016].



Asimismo, la SEC analizó el contenido de las reglas de la *Exchange Rules Act* de 1934 para determinar si los *Proxy Advisors* están sujetos al cumplimiento de la regulación estatal aplicable a los asesores de inversión. Sus conclusiones indicaron que si la naturaleza de su trabajo consiste en brindar consejo o recomendaciones sobre el ejercicio del voto, el *Proxy Advisor* no está sujeto a la ley<sup>53</sup>. En cambio, si la función de asesoría de voto es de representación y ejercicio del ejercicio de derecho al voto en sí, la ley le asignará la categoría de asesor de inversiones y deberá cumplir con ciertas obligaciones relacionadas con el cumplimiento del criterio de transparencia<sup>54</sup>.

Este estado de la legislación estadounidense ha creado críticas sobre la necesidad de legislar de forma más precisa el rol de los *Proxy Advisors* y de quienes creen que no es prudente ello. Por un lado, los promotores de la regulación argumentan que las empresas asesoras de voto no han podido reducir sus problemas de conflictos de interés y transparencia en su trabajo (Belinfanti, Tamara 2009: p. 55). Por otro lado, hay quienes indican que la actual regulación ha generado un Mercado de *Proxy Advisory Service* que requiere de autorregulación para cumplir con las expectativas de sus clientes inversionistas (Pitt Harvey L. 2013: p. 7).

#### **b. Government Accountability Office (GAO)**

En junio de 2007, el U.S *Government Accountability Office* realizó un estudio sobre la función de los *Proxy Advisors* para la Comisión de Servicios Financieros de la

---

<sup>52</sup> A su turno, la Corte Suprema sentenció que los *Proxy Advisors* actúan de forma fiduciaria protegiendo los intereses de sus clientes y reportando cualquier conflicto de interés que se presentara en su actividad (*Center on Executive Compensation* 2011: p. 62).

<sup>53</sup> Para más detalles revisar las consultas hechas a solicitud de Egan-Jones Proxy Services (2004) y a *Institutional Shareholder Services Inc.* (2004).

Disponibles en: <https://www.sec.gov/divisions/investment/noaction/egan052704.htm> y <https://www.sec.gov/divisions/investment/noaction/iss091504.htm> [Consulta: 28 de marzo de 2016].

<sup>54</sup> Aplicación del procedimiento de *solicitation*. Para más detalles revisar las normas 240.14a.1 y 14a-2b de la *Exchange Rules Act*. Disponible en: <https://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/240.14a-1> [Consulta: 28 de marzo de 2016].

Cámara de los Representantes del Congreso de los Estados Unidos. En dicho estudio se analizó el mercado del *Proxy Voting* tomando como muestra referencial la labor del *Proxy Advisor International Shareholder Services* (ISS) por su condición de empresa asesora de voto más antigua y con mayor presencia en el mercado financiero estadounidense. Dicho estudio concluyó que la presencia de un *Proxy Advisor* con gran influencia económica es una barrera que impide la competencia en el mercado del *proxy advisory service* (GAO 2007: p. 2).

Asimismo, los resultados de la investigación de la GAO sugieren que los *Proxy Advisors* se encargan de asesorar las consecuencias y el contenido de las propuestas de agenda y el sentido de voto que deben de adoptar sus clientes inversionistas en la asamblea general de socios. También, su labor se encarga de recomendar mejoras a la práctica del gobierno corporativo en la empresa emisora (GAO 2007: p. 4).

Sin embargo, las amenazas que se detectaron en su evaluación fueron los potenciales conflictos de interés, la suspicacia en la labor de los grandes inversionistas y la creencia ciega e imprudente de los pequeños inversionistas hacia los grandes inversores. El primero de ellos se refiere a la modalidad de “doble asesoría” que el *Proxy Advisor* puede brindar a su cliente inversor y a la empresa, objeto de examen, para lograr, ésta última, la aceptación de todas sus propuestas por parte del socio inversor<sup>55</sup>. Asimismo, el estudio indica que los grandes inversores cuentan con su propia investigación y recurren al servicio de *proxy advisory* para que certifique o constate sus análisis y conclusiones<sup>56</sup>. También cabe la posibilidad de que los grandes inversores contraten a más de un asesor de voto que contraste los análisis hechos por su personal y los demás *Proxy Advisor* (GAO 2007: p. 5)<sup>57</sup>.

---

<sup>55</sup> También los dueños o directivo de los *Proxy Advisors* pueden tener interés en servir a los directorios de aquellas empresas donde tienen participación empresarial (GAO 2007: p. 8 y p. 11).

<sup>56</sup> Ello no pasa con los pequeños inversionistas que confían en la investigación y recomendación de los *Proxy Advisors* aunque se reservan de ejercer el sentido de voto, hasta el último momento, y deciden si seguir o no las recomendaciones de los *Proxy Advisors* (GAO 2007: p. 9).

<sup>57</sup> Esto no sucede con los pequeños inversionistas que no cuentan con personal propio y no tienen los medios para contratar a varios asesores de voto. Sin embargo, a pesar de estos inconvenientes

## 1.2 Empresas Asesoras de Voto en EEUU

Las críticas a los potenciales conflictos de interés a la labor de los *Proxy Advisor* han generado la preocupación en ellas mismas por revertir dicha situación. En EEUU la preocupación es mayor considerando que el mercado de *proxy advisory service* está, principalmente, en manos de dos empresas: *International Shareholder Services* (ISS) y Glas Lewis. Ante este panorama, cada una de estas instituciones ha optado por autorregular sus procedimientos de funcionamiento y emisión de recomendaciones para prevenir cualquier intento de la *Securities and Exchange Commission* (SEC) de incrementar la regulación federal. Dichos procedimientos se enmarcan por incrementar los niveles de transparencia y seguridad de su trabajo.

### a. Glass Lewis

Glass Lewis es una de las empresas de asesoría más importante en los Estados Unidos. Fue fundada en el 2003 y rápidamente adquirió una gran cuota de mercado en el negocio del *proxy advisory service*. Para el año 2007, tenía una cuota de mercado de 37% y en el 2011 ya había asesorado a cerca de 23000 clientes procedentes en más de 100 de países (Li, Tao 2013: p. 18). A la fecha, Glass Lewis es una empresa de propiedad de *Ontario Teachers Pension Plan* (OTPP) que la adquirió de la firma china *Xinhua Finance Ltd* en 2007 (CNMV 2012: p. 42) y posee 1200 clientes que manejan, que de manera conjunta, un patrimonio de 25 trillones de dólares (Glass Lewis 2016)<sup>59</sup>.

Las críticas sobre la transparencia a su trabajo motivó que Glass Lewis publicara sus procedimientos de trabajo cada año antes del inicio de la temporada de comienzo de las sesiones de socios en aquellas empresas emisoras (*proxy*

---

los pequeños inversores toman en consideración la opinión del *Proxy Advisor* pero se reservan el derecho de ejercer el sentido del voto hasta el último momento (GAO 2007: p. 5).

<sup>59</sup> Según lo indicado en su página web <http://www.glasslewis.com/company-overview/> (Consulta: 30 de marzo de 2016).

season). En tales procedimientos, Glass Lewis asume que ante determinados hechos que se presenten en la evaluación de las propuestas de agenda, sus recomendaciones asumirán un determinado sentido. Dentro de las más importantes podemos destacar:

- **Conformación del Consejo de Administración (Directorio)**

La conformación del Consejo de Administración debe contar como mínimo con 2/3 de directores independientes. De igual manera, las comisiones de auditoría, compensación, nominación y gobierno deben conformarse sólo por directores independientes. En caso no se cumplan estos criterios, Glass Lewis recomendará a sus clientes que voten en contra.

- **Elección de los miembros del Consejo de Administración (Directorio)**

La recomendación de Glass Lewis a sus clientes será negativa si el órgano de administración de la empresa emisora propone nombrar a candidatos con antecedentes de baja productividad laboral, exposición y aversión innecesaria al riesgo, salarios altos y problemas de contabilidad o auditoría durante su gestión. También se recomendará votar en contra de la reelección de aquellos miembros del Consejo que hayan acumulado más del 75% de inasistencia a las sesiones del Consejo, tengan un alto número de tardanzas, sea directivo en otras empresas que generen conflictos de interés y tengan antecedentes de pobre desempeño laboral durante los últimos 3 años.

- **Remoción de los miembros del Consejo de Administración (Directorio)**

Glass Lewis recomendará votar a favor de la remoción de los miembros del Consejo de Administración o de los comités de gobierno en caso de ausencia injustificada a por lo menos 4 sesiones durante el año, ejercicio inadecuado de control al *Chief Executive Officer* (CEO), desconocimiento en la temática del comité que conforman, conformación incompleta de los comités (3 miembros como mínimo), pertenencia de alguno de sus miembros, o todos, a 3 o más comités, excepto en casos que haya sido *Certified Public Accountant* (CPA), CEO o auditor. También son posibles de exclusión aquellos miembros que posean vínculo con la empresa auditora, brindaron o participaron en un servicio de auditoría a la misma

empresa, no cumplen con el criterio de “director independiente”, tienen antecedentes judiciales y/o penales y no cuentan con rendimiento laboral eficiente.

- **Comité de nominación y gobierno de la empresa**

Para Glass Lewis este comité es responsable de la gestión de la empresa, sus políticas de gobierno y la aplicación de los criterios de diversidad (raza, etnicidad, género y edad). Por tanto, su recomendación de voto serán en contra en caso de que la propuesta presentada por la dirección de la empresa sea interpretada como señal de interferencia para el ejercicio de los derechos del inversionista, incumplimiento del criterio de la “independencia” del comité, supresión tácita del trabajo del comité o una forma de adopción de cambios en los criterios de selección de directivos sin consentimiento de los accionistas.

**b. Institutional Shareholder Services (ISS)**

*The Institutional Shareholder Services (ISS)* fue fundado en 1985 por un alto funcionario de la Oficina de Pensiones y Programas de Beneficios Sociales del Departamento de Trabajo del Gobierno Federal de los EEUU. Fue filial de Morgan Stanley Capital International Inc (MSCI inc), entidad que brinda herramientas de soporte en decisiones de inversión (CNMV 2012: p. 39). En 2014 fue adquirida por Vestar Capital Partners (Vestar).

A nivel de las entidades dedicadas a la asesoría de votos, ISS es el principal proveedor de este servicio y ejerce una gran presencia en los EEUU. A modo de ejemplo, en el 2013 esta empresa atendió a 26145 empresas presentes en 115 países del mundo, estudió las agendas de 34200 sesiones de Junta General de Accionistas y emitió 6634831 recomendaciones (ISS 2016: p. 4). En la actualidad, ISS tiene 1900 clientes inversionistas institucionales y evalúa las propuestas de agenda de 39000 sesiones de Junta de 13000 empresas ubicadas en 115 países alrededor del mundo (ISS 2016)<sup>62</sup>.

---

<sup>62</sup> Según la información consignada en su página web. Disponible en <http://www.issgovernance.com/about/about-iss/> [Consulta: 30 de marzo de 2016].



Dada esta importancia, su trabajo ha recibido muchas críticas de parte de la academia<sup>63</sup>. Al igual que Glass Lewis, ISS brinda algunas pautas sobre la labor que desarrolla para garantizar la transparencia de sus actividades y prevenir cualquier conflicto de interés que pueda generar dudas de su labor<sup>64</sup>.

- **El trabajo de ISS**

ISS considera que la información que brinda a sus clientes les permite votar de una manera más preparada y sustentada en el análisis e investigación de las propuestas de agenda. Sus recomendaciones no son exclusivas y el cliente (inversionista) puede optar por buscar la opinión de otros asesores (ISS 2014: p. 4). El inversor puede contar con su propio equipo de estudio que, a su vez, evalúe las propuestas de agenda y adoptar una decisión final sobre el sentido de su voto. La información que ISS utilice para formular sus recomendaciones se considerará como complementaria y no definitiva.

- **La influencia de la información otorgada por ISS**

ISS opina que su trabajo facilita la comunicación entre su cliente inversionista y la administración de la empresa. La elaboración de sus recomendaciones contribuye a mejorar el gobierno corporativo de la empresa emisora (ISS 2014: pp. 25-26). Asimismo, la información que utilizó para formular sus recomendaciones a su cliente puede compararse con la usada por otros *proxy advisors*<sup>65</sup> para formular sus propias recomendaciones y, a la vez, no tiene inconveniente al respecto.

- **Relación asesor de voto-inversionista (cliente)**

El trabajo de ISS y su cliente descansa en un contrato de asesoría que contiene los términos y condiciones según los cuales los servicios el asesor de voto deberá

---

<sup>63</sup> Larcker, David; McCall, Allan; y Ormazabal, Gaizka (2012), Proxy Advisory Firms and Stock Options Firms. Rock Center Corporate Governance Working Paper series nº 100, pp. 1-60; y Belinfanti, Tamara (2010). The proxy advisory & corporate governance industry: the case for increased oversight and control. Stanford Journal of Law Business & Finance, Vol. 14, p. 385, 2009.

<sup>64</sup> Cada año ISS publica un manual de evaluación sobre la forma que ejercerá su labor de estudio y recomendación sobre el sentido de voto que deberían asumir sus clientes. Ver *United States. Summary Proxy Voting Guidelines. 2015 Benchmark Policy Recommendations* (ISS 2015: pp. 1-69).

<sup>65</sup> *Proxy exchange* es una plataforma que permite a los clientes de ISS contrastar las recomendaciones de ISS con las de otros proxy advisors (IVOX, PIRC y FARIENT ADVISORS Research).



entregar sus recomendaciones a su cliente en una fecha y lugar determinado (ISS 2014: p. 5).

- **Naturaleza de las recomendaciones de ISS**

ISS elabora sus recomendaciones según las políticas de gestión que señalen cada uno de sus clientes inversionistas como pueden ser la sostenibilidad, la responsabilidad social, la inversión socialmente responsable entre otras. También considera las políticas especiales de cada uno de sus clientes y de acuerdo a su forma jurídica: fondos de pensión, fondos mutuos, fondos de inversión, etc (ISS 2014: p. 9).

- **Manejo de los conflictos de interés**

ISS identifica 3 potenciales conflictos de interés que pueden perjudicar su labor y ha emitido una serie de políticas al respecto:

**1) Probable influencia del Consejo de Administración de la casa matriz (Vestar) en el trabajo de ISS**

ISS comparte el criterio de que sus clientes inversionistas, el regulador estatal y los demás agentes del mercado pueden sospechar de que el Consejo de Administración de MSCI Inc., o algunos de sus integrantes, influencia en la elaboración de sus recomendaciones. Para prevenir este conflicto, ISS estableció la “política VESTAR” dirigida a los directivos y trabajadores de las empresas dependientes del grupo de empresas que conforman VESTAR. Según estos criterios, cada colaborador suyo debe cumplir estándares, conductas y procedimientos de actuación para proteger la integridad y la independencia de sus servicios y, así, salvaguardar su reputación corporativa (ISS 2014: p. 20).

Entre las prohibiciones que establece ISS figura que los directivos y trabajadores de VESTAR no pueden participar en los procesos de formulación, desarrollo y aplicación de sus recomendaciones de ni tampoco acceder a la información o datos de sus clientes (*idem*).

## 2) **Influencia de clientes institucionales en la elaboración de recomendaciones de voto para otros clientes institucionales**

ISS contempla el riesgo de que alguno de sus clientes inversionistas les solicite ejercer presión o influencia en el trabajo que realizan para otros cliente(s) inversionista(s) para que adopten el mismo sentido de voto que ellos. Para prevenir este conflicto, ISS ha creado un sistema de *checks and balances* para asegurar la independencia en el trabajo del equipo de investigación de ISS. Para certificar dicho cumplimiento, ISS cuenta con el apoyo de una firma de auditoría que revisa las recomendaciones elaboradas por su personal (ISS 2014: p. 20).

## 3) **Potencial conflicto de interés entre la labor de ISS y su Subsidiaria ISS Corporate Services (ICS)**

ISS considera que puede existir un temor en un potencial conflicto de interés entre la labor que realiza como asesor de voto y su subsidiaria ISS *Corporate Services* (ICS) dedicada a la venta de herramientas analíticas y provisión de servicios profesionales. Sus socios son, en muchos casos, empresas emisoras que, a su vez, son objeto de estudio y análisis por ISS. Esta situación plantea un conflicto de interés porque puede generar la suspicacia que ICS e ISS intercambian información sobre la empresa emisora para que esta reciba una mejor evaluación e influya en las recomendación de voto que ISS proponga su administración proponga a sus clientes (inversionistas) (ISS 2014: p. 20).

Ante esta situación, ISS ha adoptado la política de crear e implementar un sistema de protección o “barrera de información” (*firewall*). Este sistema tiene como objetivo prevenir e impedir la transmisión de datos entre ella e ICS. De esta manera, los clientes corporativos de la subsidiaria ICS no podrán ejercer ningún tipo de influencia, directa o indirecta, en las recomendaciones que proponga ISS a sus clientes (ISS 2014: p. 20).

### - **El rol de los códigos de conducta**

ISS considera adecuado el uso de un código de conducta que describa cuáles son sus estándares de conducta que sus empleados deben de cumplir en temas como

el uso de la información confidencial y otros más. Asimismo, dicho código establece el deber fiduciario que sus colaboradores deben ejercer en su trabajo de estudio y formulación de recomendaciones de voto de acuerdo a los mejores intereses de sus clientes, la empresa y el resto del público (ISS 2014: p. 22).

## 2. La Unión Europea

A diferencia de los Estados Unidos, en la Unión Europea la propuesta de imponer regulaciones a la actividad de los *Proxy Advisors* ha estado enfocada a debatir sobre la conveniencia de imponer una regulación comunitaria o promover la autorregulación de las conductas por medio del uso de códigos de conducta. En este ámbito destaca el aporte de la Autoridad Europea de los Mercados Financieros (ESMA), la Comisión Europea, la versión de dos principales *proxy advisors* presentes en el continente (Manifest y PIRC) y, finalmente, a modo referencial, la información de tres (3) países (Inglaterra, Francia y España).

### 2.1 Entidades comunitarias

#### a. Autoridad Europea de Mercados Financieros (ESMA)

En 2013, la ESMA publicó un documento denominado *Final Report. Feedback Statement on the Consultation Regarding the Role of the Proxy Advisory Industry*. Este trabajo fue fruto de una serie de consultas que comenzaron en 2011 y se hicieron a los principales actores vinculados a los mercados financieros del continente europeo. Hasta ese momento no existía acción alguna que regulara la actividad de los *Proxy advisors* en el seno de la Unión y era notoria la necesidad de adoptar criterios comunes que regulen su trabajo sea mediante la implementación de una legislación comunitaria o promoviendo la autoregulación en las mismas empresas asesoras de voto.

En dicho documento, la Autoridad Europea considera innecesaria la promulgación de normas comunitarias o supraestatales que regulen las conductas de los asesores de voto. Su fundamento radica en que su actividad

sin regulación beneficia a los intereses de los inversionistas institucionales ya que previene la “pasividad” de su estrategia de inversión y facilita su actividad inversora “transfronteriza” (ESMA 2013: pp. 32-33). Eso sí, a criterio de la ESMA, es necesaria la implementación de líneas de recomendación o directrices mínimas que los *Proxy Advisors* deben de incluir en sus códigos de conducta.

Dichos códigos de conducta deben regular aspectos como las obligaciones de los inversionistas clientes, la aplicación de los criterios de transparencia, la resolución de los conflictos de interés y la promoción del diálogo entre los inversionistas y la empresa beneficiaria de la inversión:

*All these elements considered, ESMA has decided on policy option 2 and will actively encourage the industry to self-regulate. In order to initiate this process, ESMA has drafted a set of considerations, principles and governance expectations for the benefit of an industry committee entrusted with the development of the Code of Conduct. The considerations and principles focus on the responsibilities of investors, on transparency and conflicts of interest mitigation by proxy advisors, and on dialogue between issuers and investors*<sup>75</sup>.

En 2015, la ESMA publicó otro documento denominado *Report. Follow-up on the Development of the Best Practice Principles for Providers of Shareholder Voting Research and Analysis* que evaluó la implementación de sus recomendaciones hechas en su Reporte Final de 2013 y sobre el documento *Best Practice Principles for Shareholder Voting Research* publicado por los asesores de voto en 2013 (ESMA 2015: p. 8).

En dicho documento, ESMA considera que los *proxy advisors* son facilitadores del trabajo de los inversores institucionales. Este rol de facilitador se manifiesta cuando el asesor de voto realiza una parte de las obligaciones, de forma más eficiente, (revisión del sentido del voto) que le corresponde al inversionista institucional en su calidad de propietario de las acciones o participaciones que adquirió de las empresas emisoras<sup>76</sup>.

---

<sup>75</sup> Punto 108. (ESMA 2013: p. 27).

<sup>76</sup> ESMA considera que el trabajo de los Proxy Advisors se compone de 3 principales aspectos a tener presente: 1) son empresas que proveen un servicio, 2) El servicio que brindan es de asesoría y elaboración de recomendaciones, y 3) El servicio se ofrece a inversionistas, principalmente, institucionales (ESMA 2015: p. 8).

Asimismo, ESMA sugiere que los conflictos de interés en los asesores de voto deben corregirse por medio de la implementación de mecanismos de transparencia (ESMA (2015: pp. 16-17). También, las recomendaciones que formulan los asesores de voto deben ser preparadas con información cierta, confiable, certificada e indicar las limitaciones y las condiciones en que fue elaborada (ESMA 2015: p. 19). Por último, la ESMA recomienda que los *Proxy Advisors* deben publicar la metodología que emplean para formular sus recomendaciones de voto al inversionista (ESMA 2015: p. 33).

## b. Comisión Europea

En la Unión Europea existen antecedentes de estudio sobre los *Proxy Advisors* que ya mencionaban su actividad y aconsejaban su regulación en el mercado comunitario. En el “Reporte del Grupo de Alto Nivel de Expertos en Derecho Corporativo hacia una Modernización del Derecho de Sociedades en Europa”, el Grupo de Expertos asumió el criterio de que el inversionista institucional juega un rol importante en el gobierno de la empresa en donde invierten y debe de participar en él según los deberes u obligaciones que poseen con sus clientes (defensa de sus intereses) (Grupo de Expertos 2002: p. 60). Asimismo, el grupo recomendó que la implementación de un mecanismo de regulación que obligue a los inversionistas a reportar sus políticas de voto y demostrar que han ejercido dicho voto en defensa de los intereses de sus clientes (beneficiarios) (Reporte de Expertos 2002: p. 61).

En el documento “la Comunicación de la Comisión al Consejo y al Parlamento Europeo”, dentro del Programa de Modernización del Derecho de Sociedades, se aconseja a los inversionistas institucionales que implementen criterios de transparencia en el ejercicio de su voto en las empresas en las que invierten y la obligación de informar a sus beneficiarios (clientes-beneficiarios) el resultado de su ejercicio y, de esta manera, reforzar su participación en el gobierno de las empresas emisoras donde invierten (Comisión Europea 2003: p. 15).



En 2011, el “Libro Verde sobre la Normativa de Gobierno Corporativo de la Unión Europea” menciona el trabajo de los asesores de voto por primera vez. El texto menciona que los inversores institucionales, que cuentan con inversiones diversificadas, tienen inconvenientes para valorar el sentido de voto que deben adaptar en las Juntas Generales de las empresas donde invierten. Por ello, conforme señala el trabajo, los inversores optan por recurrir a los servicios de los *Proxy Advisors*. De esta manera, los asesores de voto se han convertido en un medio de gran influencia en la gestión de sus inversiones, principalmente, extranjeras. También, el documento señala a la falta de transparencia en la elaboración de las recomendaciones de voto, los conflictos de interés<sup>79</sup> y la falta de competencia en el sector del *proxy advisory service* como los principales inconvenientes que las empresas dedicadas a la asesoría de voto debe resolver (Comisión Europea 2011: pp. 16-17).

En 2012, en un comunicado dirigido al Parlamento Europeo, al Consejo Europeo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de Regiones, la Comisión Europea expresó su preocupación por la falta de transparencia en el trabajo de los asesores de voto. También, el comunicado cuestiona que sus análisis no consideran las características propias de la empresa, la legislación nacional aplicable y sus prácticas de gobierno corporativo. Asimismo, otro punto crítico de su trabajo lo constituyen los conflictos de interés y la falta de competencia, principalmente, en la calidad del asesoramiento y a su adecuación a las necesidades de los inversores (Comunicación 2012: p. 11).

En 2013, como parte de la evolución en el estudio de la problemática de los *proxy advisors*, la Comisión Europea presentó la propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo que modifica la Directiva 2007/36/CE sobre el fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas y la Directiva 2013/34/UE sobre determinados elementos de la declaración sobre gobernanza empresarial.

---

<sup>79</sup> El primer supuesto es cuando los asesores de voto trabajan como consultores de gobierno corporativo de las empresas emisoras, y el segundo cuando aconsejan sobre resoluciones de los accionistas propuestas por (uno de) sus clientes (Comisión Europea 2011: p. 16).



El Proyecto de Directiva busca que los estados miembros de la Unión Europea garanticen que los asesores de voto emitan recomendaciones fiables, exactas, sustentadas en base a la información de la empresa, no sean cuestionadas por algún conflicto de interés y no beneficien únicamente a sus clientes (Comisión Europea 2015: pp. 12 y 45). Para conseguir ello, la Comisión asume el criterio de que los asesores de voto deben de implementar un código de conducta que detalle las responsabilidades que sus empleados asumen al elaborar las recomendaciones de voto, sustentar el motivo si deciden apartarse de lo establecido en el código y prescribir los procedimientos de sanción en caso de su incumplimiento. Asimismo, los estados miembros se encargarán de supervisar que los *proxy advisor* cumplan con el criterio de transparencia de su labor por medio de la publicación anual de sus procedimientos de investigación (Comisión Europea 2015: pp. 46-47).

En este punto, la propuesta de la Comisión Europea se aparta del criterio de la autorregulación asumida por la ESMA y optar por proponer imponer una legislación que propone a los estados miembros exigir a los *Proxy Advisors* el cumplimiento de determinadas conductas (Comisión Europea 2015: p. 23) así como a someterse a las sanciones correspondientes:

*“Artículo 3 decies*

#### **Transparencia de los asesores de voto**

1. **Los Estados miembros garantizarán que los asesores de voto adopten y apliquen las medidas adecuadas para que sus recomendaciones de voto sean exactas y fiables y se basen en un análisis completo de toda la información de que dispongan** (el resaltado y subrayado es nuestro).
2. Los asesores de voto publicarán cada año toda la información que figura a continuación sobre la preparación de sus recomendaciones de voto:
  - a. Las características esenciales de los métodos y los modelos aplicados;
  - b. Las principales fuentes de información utilizadas;
  - c. Si (y, en su caso, cómo) tienen en cuenta las condiciones jurídicas, reglamentarias y de mercado nacionales;
  - d. Si mantienen diálogos con las sociedades que son objeto de sus recomendaciones de voto, y, en su caso, su alcance y su naturaleza;
  - e. El número total de personal dedicado a la preparación de las recomendaciones de voto;

- f. *El número total de recomendaciones de voto emitidas en el último año.*  
*Dicha información deberá ser publicada en su sitio web y permanecer disponible durante un período mínimo de tres años a partir del día de su publicación.*
3. *Los Estados miembros garantizarán que los asesores de voto determinen y comuniquen sin demora indebida a sus clientes y a la sociedad interesada cualquier conflicto de intereses real o potencial o cualquier relación comercial que puedan influir en la preparación de las recomendaciones de voto y las medidas adoptadas para eliminar o reducir los conflictos de intereses reales o potenciales”. (Comisión Europea 2015: pp. 47-48)*

Asimismo, la propuesta deja en manos de los Estados miembros que establezcan el régimen de sanciones aplicable según sus normas nacionales y adoptaran los medios necesarios para “garantizar su ejecución”. Las sanciones deben cumplir con los criterios de “eficacia”, “proporcionalidad” y “poder disuasivo”(Comisión Europea 2015: p. 62).

## 2.2 Empresas Asesoras de Voto en Europa

### a. **The Best Practices for Providers of Shareholder Voting Research & Analysis (BPPGRP)**

*The Best Practices Principles for Providers of Shareholder Voting Research & Analysis (BPPGRP)* es el pronunciamiento de un grupo de empresas de asesoría de voto, principalmente ubicadas en Europa, ante las recomendaciones que la Autoridad Europea de Mercados Financieros (ESMA) publicó en el documento llamado *ESMA Final Report and Feedback Statement on the Consultation Regarding the Role of the Proxy advisory Industry’ (“ESMA Final Report”)* (BPPGRP 2014: p. 3).

En este documento, los *Proxy Advisors* se comprometen a incluir determinadas obligaciones en sus códigos de conducta y a cumplirlas de acuerdo al criterio de *comply or explain*<sup>85</sup>. Este pronunciamiento simboliza un esfuerzo de

---

<sup>85</sup> Entre las empresas que firmaron dicho documento figuran Glass, Lewis & Co., Institutional Shareholder Services Inc. (ISS Europe), IVOX GmbH, Manifest Information Services Ltd y PIRC Ltd Proxinvest. BPPGRP: p. 3.

autorregulación de las conductas de las empresas asesoras de voto ante los mercados financieros.

- **Primer principio: calidad de servicio**

Este principio establece que los proveedores del servicio de asesoría de voto proveen un trabajo según las especificaciones o pedidos de sus clientes. Además la metodología de investigación sobre el sentido de voto (a favor, en contra o abstención) debe publicarse y, en lo posible, las recomendaciones sobre el sentido del voto que los *Proxy Advisors* propongan a sus clientes (BPPGRP 2014: p. 11).

Según este criterio, la calidad de la investigación debe cumplir con los criterios de relevancia, exactitud y evaluación por el personal apropiado antes de su publicación. De igual manera, la información que se utilice para la elaboración del Estudio debe ser guardada para un posterior control de parte del cliente inversionista (criterio del doble control o principio de los “cuatro ojos”). También se prevé que la información final emitida por el *proxy advisor* debe ser examinada por el personal *senior* con experiencia y con conocimiento del comité de gobierno<sup>86</sup>.

Por último, este principio obliga a los *Proxy Advisors* a implementar mecanismos de atención de reclamos de las administraciones de las empresas emisoras evaluadas y facilitar la información que solicitan sus clientes inversionistas para atender los pedidos de información de sus socios (BPPGRP: p. 14).

- **Segundo principio: gestión de conflictos de interés**

Las empresas firmantes deben reportar la presencia de algún conflicto de interés que se presente en su trabajo e indicar su importancia (BPPGRP 2014: p. 11 y pp. 16-17).

En este caso, las siguientes conductas se consideran potenciales conflictos de interés:

- 1) Empleados del *Proxy Advisor* que son accionistas, socios, etc.; de la empresa que evalúan.

---

<sup>86</sup> Los principios deben contar con información y sustento académicos así como incluir las opiniones del cliente inversionista (BPPGRP 2014: p. 14).

- 2) El asesor de voto es accionista o socio de la empresa que evalúa.
- 3) El cliente inversionista del asesor de voto es socio de la empresa que es examinada por el mismo *Proxy Advisor*.
- 4) La empresa, que es evaluada por el *Proxy Advisor*, contrata los servicios del mismo *Proxy Advisor* para influenciar en sus decisiones.
- 5) La influencia de otros clientes inversionistas en las decisiones del asesor de voto.

Según este principio, las empresas asesoras de voto deben implementar criterios que reduzcan los índices de conflictos de interés en el desarrollo de su trabajo. También se les aconseja que formulen políticas de transparencia en sus operaciones, códigos de ética, un adecuado sistema de división y distribución de trabajo en su organización, mecanismos de recusación de empleados o sistemas de barreras (*firewalls*), comités de supervisión independientes, entre otros. Por último, el *Proxy Advisor* reportar diligentemente la existencia de cualquier conflicto de interés a su cliente inversionista, la forma cómo lo maneja y su solución (BPPGRP 2014: p. 11 y pp. 16-17).

- **Tercer Principio: Contar con políticas de comunicación**

Las empresas firmantes deben reportar sus políticas de comunicación con sus clientes inversores, otros inversionistas, otros *stakeholders*, los medios de comunicación y el público en general (BPPGRP 2014: p. 18).

Según este principio los *Proxy Advisors* deben implementar políticas de diálogo con las empresas emisoras, los socios proponentes, *stakeholders*, los medios de comunicación y el público en general. Estos procesos de diálogo deben cumplir con determinados criterios como el reporte de las circunstancias en que se realizó el diálogo, los participantes en él y la información utilizada en la sesión. También se aconseja que el asesor de voto implemente procedimientos de prevención para prevenir algún tipo de presión que busque cambiar el sentido de sus recomendaciones o brindar los detalles sobre su ocurrencia y sus resultados (BPPGRP 2014: p. 18).

Por último, el documento recomienda que la empresa asesora de voto establezca mecanismos de comunicación con los medios periodísticos y el público en general (BPPGRP 2014: p. 11 y pp. 18-19). Estos mecanismos deben incluir criterios mínimos como permitir que los *Proxy Advisor* formulen comentarios a los medios periodísticos sobre sus recomendaciones o las pre-publiquen a la sociedad antes de elaborar el reporte final a su cliente (BPPGRP 2014: p. 19).

## b. PROXINVEST

Proxinvest fue fundada en 1995 por Pierre-Henri Leroy y se dedica a brindar servicios de asesoría a inversores institucionales de Francia, Suiza, Canada, EEUU, Australia, Asia e Italia (CNMV 2012:p.45). En una comunicación enviada a la Autoridad Europea de Mercados y Valores (ESMA), Proxinvest manifestó que sus actividades son supervisadas por cuatro mecanismos de control: accionistas, comité de orientación, consejo de administración y sus clientes (Proxinvest 2015: p. 1). A juicio de esta empresa asesora de voto, el servicio de *proxy advisory service* aún tiene problemas que debe de solucionar:

### - **Baja demanda del servicio y oportunismo**

Proxinvest cree que existe poca demanda en el mercado del *proxy advisory* desde la crisis financiera de 2008. Esto hace presumir que los inversores de forma individual examinan las propuestas de agenda sin contar con la experiencia y preparación necesaria. Esta situación ha generado como resultado una pobre participación en el gobierno de la empresa emisora y, por tanto, un menor resultado económico (Proxinvest 2015: p. 4).

Otro inconveniente es el oportunismo de muchos inversores que no contratan los servicios de asesoría y prefieren imitar la conducta o comportamiento de otros asesores que si optan por contratar los servicios de un asesor de voto. A juicio de Proxinvest, el oportunismo de estos inversores genera la cesión de su deber de voto, de forma responsable y de acuerdo a sus intereses y del resto de la comunidad de la empresa, a favor de otros inversores (Proxinvest 2015: pp. 4-5). Es decir, el oportunismo genera la entrega del gobierno de la empresa emisora a manos de un grupo de inversionistas que piensan y tienen sus propios intereses.



- **Conflictos de interés**

Proxinvest comparte el criterio de que las empresas emisoras y sus asesores (*proxy solicitors*) deben acreditar una conducta transparente en el ejercicio de su labor. El *Proxy Advisor* se muestra cauto en su relación con los bancos que, como intermediarios de los inversionistas, son considerados como los principales agentes que influyen en el ejercicio del voto (Proxinvest 2015: p. 11).

- **Problemas de competencia**

Para Proxinvest, la industria del *Proxy Advisory Service* afronta problemas de distorsión de la competencia. El argumento radica en que existen pocas empresas asesoras de voto en el mercado, 6 aproximadamente, y no existe incentivo alguno para competir entre ellas y acuerdan trabajar de una determinada manera. También existen problemas de abuso de posición de dominio de parte de los *Proxy Advisors* con mayor cuota de mercado (Glass Lewis y ISS) (Proxinvest 2015: pp. 5-6).

Proxinvest es parte del grupo de empresas asesoras de voto que se adhirió a los *The Best Practices Principles for Providers of Shareholder Voting Research & Analysis* (BPPGRP), por lo que su actividad se sujeta al cumplimiento de dichos principios. Pese a ello, esta empresa de asesoría de inversión tiene sus propios criterios de trabajo y que están contenidos en el documento *Principes de gouvernement d'entreprise et Politique de vote 2015*.

En dicho documento se establecen las siguientes pautas de funcionamiento:

I. **Aprobación de las cuentas de la empresa y de la labor de la administración**

El asesor de voto recomendará el voto en contra de la propuesta de aprobación de las cuentas y el trabajo de la Plana Directiva si se verifica que no se han cumplido con los criterios de transparencia, responsabilidad social (Proxinvest 2015: pp. 51-54). Así, se destacan los casos como la no publicación de las cuentas en la página web de la empresa emisora, el informe contiene lagunas de información, el candidato a auditor (comisario de cuentas) tiene conflictos de interés con la empresa emisora, entre otras.



## **II. El Consejo de Administración y de Seguridad**

Proxinvest aconsejará el voto en contra cuando verifica que hay carencia de información sobre la hoja de vida de los candidatos al consejo de administración. También el asesor recomendará el voto en contra de la permanencia de los directivos cuando caen en conflicto de interés con la empresa o algún inversionista (Proxinvest 2015: pp. 55-59). Así, se tiene los casos cuando un candidato a directivo ya lo es en otras empresas o es gerente general de la empresa emisora; o, cuando la elección de directivos incumple las recomendaciones de la Autoridad de Mercados Financieros de Francia (AMF).

## **III. La distribución de utilidades, la gestión de fondos propios y las operaciones de capital**

Proxinvest recomienda el voto en contra cuando detecta que la propuesta de repartición de utilidades incumple con los criterios de exceso<sup>87</sup>, insuficiencia<sup>88</sup>, incoherencia<sup>89</sup> y endeudamiento<sup>90</sup>. También cuando las operaciones de capital perjudiquen la actividad económica de la empresa o cuando los estudios hechos sobre la viabilidad de las operaciones estratégicas son negativos o no son adecuados de realizar (Proxinvest 2015: pp. 61-65). Así, se tienen los casos de proyectos de fusión declarados inviables, la no justificación sobre los fondos para realizar un incremento de capital o cuando exista riesgo de liquidez ante la propuesta de reducción de capital.

## **IV. Remuneración de los directivos**

Proxinvest es partidario de las políticas de remuneración en la empresa deben elaborarse en concordancia con sus prácticas transparentes de gobierno corporativo y según sus posibilidades económicas (Proxinvest 2015: pp. 67-

---

<sup>87</sup> Las utilidades a distribuir no deben exceder más del 80% del resultado neto consolidado.

<sup>88</sup> La distribución es menor al 2% del resultado neto consolidado.

<sup>89</sup> Las utilidades crecen más del 30% y no guarda relación con lo proyectado en los 3 últimos ejercicios,

<sup>90</sup> El ratio de endeudamiento es 1.5 más y la deuda neta es superior al flujo de tesorería en los últimos 5 años.

73). Por ejemplo en los siguientes casos recomendará a sus clientes que voten en contra de políticas de remuneración contrarias al criterio del “largo plazo”, cuando la indemnización por retiro exceda el valor de un año de sueldo, la propuesta de remuneración del presidente exceda la previsión hecha por el *Proxy Advisor*, la nula transparencia en la publicidad de los sueldos de los encargados de la gestión de los riesgos financieros, entre otros.

#### **V. Modificaciones estatutarias y derechos de los accionistas**

Proxinvest cree oportuno mencionar que su recomendación será recomendar el voto en contra ante propuestas que deterioren o perjudiquen el derecho de voto de aquellas que restrinjan el funcionamiento y atribuciones del consejo de administración (Proxinvest 2015: pp. 75-77). Así, se mencionan los casos de implementación de derechos de doble voto, limitaciones al derecho de voto, creación de acciones preferentes sin respetar los derechos de los accionistas, abandono del principio de neutralidad de los órganos de gobierno, entre otros.

#### **VI. Ofertas externas**

La recomendación de Proxinvest será votar en contra si las ofertas de compra son calificadas de “hostiles”, las propuestas de modificación de las prácticas de gobierno corporativo de la empresa emisora son negativas, la asignación gratuita de acciones a los socios, el reparto de los beneficios entre todos los miembros de la empresa es igualitario (no respeto de la representación del capital social), entre otros (Proxinvest 2015: p. 79).

#### **c. PENSIONS & INVESTMENT RESEARCH CONSULTANTS (PIRC)**

PIRC fue fundado en 1986 por un grupo de Fondos de Pensión en Gran Bretaña y es uno de los asesores de voto que posee una fuerte presencia en Europa. Sus clientes son principalmente inversionistas institucionales, preferentemente ubicados en Inglaterra, que cuentan con un capital de aproximadamente 1.5 trillones de libras esterlinas (PIRC 2011: p. 1).

PIRC asume las responsabilidades y compromisos establecidos en *The Best Practices Principles for Providers of Shareholder Voting Research & Analysis* (BPPGRP) pero tiene sus propias directrices. Según *Linklaters* para el año 2015<sup>92</sup>, PIRC estableció algunos parámetros propios de actuación.

- **Responsabilidades del Consejo de Administración**

En este acápite se establecen recomendaciones como la prudencia en la distribución de las utilidades a los accionistas, la no conveniencia de reunir el cargo de presidente del Consejo de Administración y la Plana Directiva en una misma persona y la promoción del desarrollo profesional de cada uno de los miembros del Consejo (*Linklaters* 2015: p. 1).

- **Reportes y controles de auditoría**

PIRC es partidario de que los auditores de la empresa emisora no tengan ningún tipo de conflicto de interés con ella, que publiquen información sobre su preparación y experiencia profesional y cumplen con estándares de contabilidad y auditoría en su labor (*Linklaters* 2015: pp. 1-2).

- **Derechos de los accionistas, propiedad del capital y acciones corporativas**

PIRC cree importante que las empresas establezcan sus políticas de repartición de utilidades previo conocimiento y aprobación de los socios. A su juicio, las recompras de acciones no son recomendables, y si es partidaria de la promoción de dialogo entre la Administración de la empresa y los socios (*Linklaters* 2015: p. 2).

- **Aplicación de los criterios del “largo plazo” e “inversión responsable”**

PIRC asume el criterio los mercados tienen como función generar retornos a sus inversionistas y, para ello, requiere el compromiso de las empresas. En este contexto, las empresas deben desarrollar su actividad propendiendo al largo plazo y la protección de los intereses de sus clientes (socios y consumidores) (PIRC 2012: p 4).

---

<sup>92</sup> A la fecha está vigente la guía de votos para el año 2016 pero su acceso es restringido. Para más información consultar: <http://pirc.co.uk/news-and-resources2/events-1/news-and-resources2/guidelines> (última consulta 31 de marzo de 2016).

Las afirmaciones de PIRC permiten deducir que sus procedimientos de elaboración del sentido de voto cumplen con el criterio del “largo plazo” y la primacía de los intereses de los socios sin descuidar de satisfacer los fines de sus clientes y sus consumidores.

- **Perfil ideal del Directivo de una empresa**

PIRC asume el criterio que los directivos de una empresa no deben conformar varios consejos de administración y es “prudente” establecer límites en el número de veces. Asimismo, el asesor de voto es partidario de que las empresas ejerzan un rol más activo y fiscalizador en sus socios para mejorar su gestión y prevenir cualquier tipo de crisis organizacional (PIRC 2012: pp. 5-6).

- **Remuneración de los Directivos**

PIRC cree que los incrementos de salario en los ejecutivos deben estar debidamente fundamentados. También, considera que la modalidad de pago con bonos no es aconsejable son inconsistentes con el cumplimiento de los deberes fiduciarios (*Linklaters* 2015: p 2). Para el asesor de voto, cada empresa debe implementar esquemas de pago simplificados hacia un modelo de incentivos o cumplimiento por objetivos (PIRC 2012: p. 8).

- **Inversión en la empresa**

PIRC asume el criterio de que el Consejo de Administración debe supervisar adecuadamente a la plana gerencial en el proceso de elaboración de las cuentas financieras de la empresa (*Linklaters* 2015: pp. 2-3).

### 3. Panorama del *proxy advisory service* en Inglaterra, Francia y España

#### 3.1 Inglaterra

El antecedente del trabajo de los *Proxy Advisors* en Inglaterra se encuentra en las conclusiones del Informe *Cadbury* (1992) que resalta la importancia del inversionista institucional como poseedor de una parte de la propiedad de la empresa. El Informe recomienda un “uso positivo” de los derechos de voto del inversionista institucional excepto en casos debidamente sustentados (Informe *Cadbury*: p. 49). A su vez, el UK *Stewardship Code*, publicado por el *Financial Reporting Council* (FRC) enfatiza que la labor de todo inversionista, respecto a la empresa, no se reduce al ejercicio del voto sino a otras labores importantes como son la asignación de utilidades, la decisión de invertir los recursos de la empresa en nuevos negocios o ampliar sus actividades, el diseño de estrategias nuevas de inversión y acordar la compra/venta de valores (UK *Stewardship Code* 2010: p. 4). También, el principio 7 del Código establece que los inversores institucionales deben reportar la contratación de los servicios de los proxy advisor, especificar la naturaleza del servicio e indicar cuál de sus recomendaciones hicieron suyas y justificar por aquellas que no (FRC 2012: 9).

Ya con respecto a la política de voto que debe ejercitar el inversionista institucional, el Código establece que cada inversor debe tener una “clara política de voto y de reporte en el ejercicio de la actividad de sufragio (UK *Stewardship Code* 2010: p. 12). Este último significa el deber de informar como ejercitan su derecho de voto en las sociedades en las que participan y con arreglo a qué políticas (CNMV 2012: p. 3). La labor de lo *Proxy Advisors* se legitima en el gobierno de una empresa corporación debido a que su trabajo facilita el trabajo del inversionista al momento de ejercer su voto en la junta de socios de la empresa emisora y reduce los niveles de desconfianza o poca transparencia a su vez ante sus clientes.



### 3.2 Francia

De acuerdo al artículo L533-22, que regula la actividades de los agentes de intermediación financiera en Francia, todas aquellas sociedades de gestión de valores deben rendir cuenta de sus “prácticas en materia de ejercicio del derecho de voto en las empresas de su inversión según lo establecido en el Reglamento General de la Autoridad Mercados Financieros de Francia (AMF). La norma establece que cuando una sociedad opte por no votar deberá de explicar los motivos que la impulsaron a adoptar dicha decisión (Code 2015: p. 407)<sup>96</sup>.

Por su parte, la Autoridad de Mercados Financieros (AMF) emitió un Documento de Opinión N° 2011-06, de cumplimiento voluntario, sobre el trabajo de los asesores de voto en Francia. Su punto de vista es que los *proxy advisors* desarrollan una labor positiva en favor de sus clientes (inversionistas institucionales) pero deben cumplir con determinados aspectos como la “transparencia” de su actividad de elaboración de recomendaciones sobre el sentido de voto y mejorar su calidad profesional (AMF 2011: p. 2). Como parte de su política de transparencia, los asesores de voto deben publicar sus políticas o líneas maestras (*guidelines*) de elaboración de recomendaciones para que los agentes de mercado conozcan, de forma predecible, el sentido de sus recomendaciones (AMF 2011: pp. 3-4).

Por último, la AMF recomienda que las empresas asesoras de voto creen las medidas necesarias para prevenir los conflictos de interés que pueda afectar su labor, la incluyan en un “código de ética” o “código de conducta” y lo publiquen en su página de internet (AMF 2011: pp. 3-4).

Así, el rol de los *proxy advisors*, al igual que en Inglaterra, se justifica por la necesidad de fortalecer el ejercicio del derecho de voto del inversionista aunque resalta la necesidad de fomentar la práctica de una cultura de “buen gobierno” en la empresa emisora por medio del análisis y estudio de las propuestas de voto a ser discutidas en la junta de socios.

---

<sup>96</sup> Código Monetario y Financiero de Francia (2015). Disponible en: [http://codes.droit.org/cod/monetaire\\_financier.pdf](http://codes.droit.org/cod/monetaire_financier.pdf) [Consulta: 06 de abril de 2016].

### 3.3 España

La labor de los *Proxy advisors* en España se ubica dentro de las políticas de comunicación que toda dirección de la empresa debe promover con los inversionistas institucionales. En 1998, la Comisión para el Estudio de un Código Ético de los Consejos de Administración de las Sociedades, conocida como Comisión Olivencia, recomendó que los Consejos de Administración deben promover la adopción de deberes de “lealtad a los accionistas significativos” y establecer cautelas para salvaguardar las transacciones entre ellos y la sociedad comercial (Comisión Olivencia 1998: p. 66)<sup>97</sup>.

En 2003, la Comisión Especial para la Transparencia y Seguridad de los Mercados Financieros y Sociedades Cotizadas (Comisión Aldama) recomendó que “se adopten todas las medidas que puedan facilitar la participación de los accionistas en las Juntas Generales, garantizando que la expresión de su voto respete el sentido de su voluntad” (Comisión Aldama 2003: p. 31). Asimismo, la Comisión consideró que los inversionistas institucionales debían participar “activamente” en la toma de decisiones de la empresa (“conformación de la voluntad social”), que “definan” una política de participación en las decisiones de la sociedad comercial y que dichos actos de participación se comuniquen a sus clientes (“partícipes”) (Comisión Aldama 2003: p. 31).

En 2006, el Grupo Especial de Trabajo sobre Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas (conocido como Código “Conthe”) promovió el Código Unificado de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas. En la recomendación 3 de dicho código se resalta la obligación de la sociedad comercial de informar de manera previa sobre las propuestas de acuerdo en el momento de la publicación del anuncio de la convocatoria de la Junta (CNMV 2006: p. 15)<sup>98</sup>. Asimismo, el Informe del Grupo Especial de Trabajo sobre Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas, que dio

---

<sup>97</sup> Dentro de los fundamentos de la Comisión resulta curioso que se considere fuera de competencia el “(...) orientar las políticas de los inversores institucionales recomendando una mayor implicación en el gobierno de la compañía” aunque señala “(...) si se adoptasen deberían ser aceptadas de buen grado por parte de los Consejos de las sociedades cotizadas” (Código de buen gobierno 1998: p. 54).

<sup>98</sup> Igual criterio se mantuvo en las modificatorias hechas al código en el 2013 (CNMV 2013: p. 15).

origen al Código Unificado, recomienda a los inversionistas institucionales<sup>99</sup> ejercer sus derechos políticos de forma “activa” y a informar los criterios generales de su voto a sus partícipes e inversores finales (Informe del Grupo Especial de Trabajo 2006: p. 72). El Informe indica que en caso el voto se ejerza con la ayuda de intermediarios y depositarios, se recomienda que transmitan con “diligencia” a sus comitentes, las informaciones y solicitudes de instrucciones de voto relativas a la Junta General de Accionistas (Informe del Grupo Especial de Trabajo 2006: p. 72).

Las recientes modificatorias hechas al Código Unificado de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas en 2015 (Código Rodríguez) incluyen de forma explícita a los asesores de voto como parte de las recomendaciones que las sociedades cotizadas deben de cumplir con sus accionistas e inversionistas institucionales. Así, el principio II. 1.4 del Código recomienda a toda sociedad cotizada que cuente con una política pública de comunicación, comunicación y con contactos con los inversores institucionales, accionistas y asesores de voto (CNMV 2015: p. 13 y pp. 19-20)<sup>101</sup>.

---

<sup>99</sup> Instituciones de Inversión Colectiva y los Fondos y Planes de Pensiones y otros inversores institucionales que ejerciten de forma activa los derechos políticos de las acciones de sociedades cotizadas (Informe del Grupo Especial de Trabajo 2006: p. 72).

<sup>101</sup> En lo referentes a normas, la Ley de Sociedades de Capital ha optado por no incluir la necesidad de regular el trabajo de los *proxy advisors* y se opta sólo por legislar el ejercicio del derecho de voto por parte de las entidades de intermediación en lo que se refiere a representación. Por su parte la Ley 24/1988, del Mercado de Valores, deja abierta la posibilidad de considerar a un *proxy advisor* como asesor de inversión<sup>101</sup> y por tanto con la obligación de cumplir con las obligaciones que establece la ley al respecto (BOE 2016). Disponible en <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-1988-18764&p=20151024&tn=1#a62> [Consulta hecha el 08 de abril de 2016].

## CONCLUSIONES DEL CAPÍTULO II

- La experiencia de los EEUU demuestra que la actividad de los proxy advisors se fundamenta en la exigencia legal de que los inversores institucionales deben de motivar ante sus clientes el ejercicio del derecho de voto que ejercen en las empresas donde poseen participación. De esta manera su labor se centra en facilitar el cumplimiento de criterios de transparencia que garanticen el correcto uso de los fondos para beneficio de los usuarios del mercado financiero. Sin embargo, su trabajo no ha estado exento de críticas. Se les cuestiona problemas de conflictos de interés y la influencia excesiva en la conducta del inversionista institucional, lo cual fundamenta su regulación?
- El sistema legal de los EEUU requiere que los asesores de voto se registren como inversores de inversión (de forma opcional) y están sujetos a las directivas de la Securities Exchange Commission (SEC). Sin embargo, su conducta depende principalmente de mecanismos de autorregulación propios que cada uno de las empresas de asesoría emite para garantizar la transparencia de su actividad. Dentro de estos mecanismos se destaca el uso de códigos de ética para regular la conducta de sus directivos o colaboradores, y la publicación de manuales de actuación por zonas geográficas que predicen el sentido de sus recomendaciones de forma anticipada.
- En el caso de la Unión Europea no se ha contemplado ningún tipo de regulación supraestatal de la actividad de los asesores de voto por el momento. Los trabajos de la Autoridad de Mercados Financieros (ESMA) concluyen que la mejor forma de regular el mercado del *proxy voting* es por medio de la implementación de códigos de conducta, la implementación de sistemas de transparencia y resolución de conflictos de interés, y la promoción de mecanismos de dialogo efectivo entre las empresas emisoras y sus inversoras. Como fruto de estas recomendaciones, los asesores de voto han creado iniciativas como Best Practices for Providers of Shareholding Voting Research & Analisis (BPPGRP).
- La experiencia de Inglaterra, Francia y España reporta que la actividad de la asesoría de voto se ha incluido en sus legislaciones, de forma clara o referencial, para exigir a los inversionistas institucionales que publiciten mecanismos de transparencia que demuestren el ejercicio óptimo de su derecho de voto. En el caso español, la figura del asesor de voto está incluida en las recientes modificatorias hechas en el Código Unificado de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas en 2015 (Código Rodríguez) que prescriben la obligación de las sociedades cotizadas de entablar mecanismos de comunicación con los asesores de voto.

### CAPITULO III. La influencia de los *proxy advisors* en el Perú

#### 1. Ideas previas

Los anteriores capítulos han desarrollado las bases teóricas que fundamentan el trabajo de los *proxy advisors* y su tratamiento en los sistemas legales de EEUU, la Unión Europea, Inglaterra, Francia y España. Si bien estas legislaciones no son las únicas que han estudiado la figura de los asesores de voto<sup>105</sup>, son las que han elaborado más estudios en la actualidad. Su creciente influencia en los principales mercados financieros del mundo, en especial en el trabajo de los inversionistas institucionales, ha generado preocupación en los agentes y reguladores de mercado y se han propuesto medidas de control a su actividad. Dichas medidas comprenden la exigencia de regulación en el uso de información privilegiada de la empresa emisora y la aplicación de normas preventivas y regulatorias que solucionen los conflictos de interés en caso que el asesor de voto y la empresa regulada pertenezcan a un mismo grupo de empresas.

En el Perú, la inclusión de la figura de los *proxy advisors* debe considerar las particularidades que tiene el mercado local los problemas que posee: conflictos de interés, falta de transparencia y desconfianza.. La presencia de los asesores de

---

<sup>105</sup> Destaca la Guía sobre las Empresas Asesoras de Voto, presentado por *the Canadian Securities Administrators* (CSA). Disponible en: [http://www.albertasecurities.com/Regulatory%20Instruments/5127811%20National\\_Policy\\_25-201\\_Guidance\\_for\\_Proxy\\_Advisory\\_Firms.pdf](http://www.albertasecurities.com/Regulatory%20Instruments/5127811%20National_Policy_25-201_Guidance_for_Proxy_Advisory_Firms.pdf) [Consulta: 09 de abril de 2016].



voto se ha notado en operaciones societarias en empresas que poseen sede en el país: el proceso de fusión de la Minera Rio Alto y la reorganización societaria de ENERSIS.

#### a. Rio Alto

En 2014, la empresa Rio Alto (Perú) adquirió Sulliden Gold (Canada), propietaria del proyecto del Shahuindo (Distrito de Cachachi, Cajamarca). En dicha ocasión, los asesores de voto ISS y Glass Lewis recomendaron a los accionistas de ambas empresas que voten por la propuesta de adquisición. La opinión de ISS fue que la compra era producto de una “reacción racional y estratégica del mercado” mientras que el *proxy advisor* Glass Lewis concluyó que la operación era “irresistible” debido a que la distancia entre los yacimientos mineros de ambas empresas (30 kilómetros) ofrecía una “clara familiaridad regional” y brindaba oportunidades para ahorrar costes a la empresa<sup>106</sup>. Por tanto, la fusión generaría mayor liquidez a la empresa y mejoraría su presencia en el mercado.

En este caso, la influencia de ambos *proxys advisors* fue relevante porque sus conclusiones estuvieron apoyadas en estudios técnicos que respaldaron la viabilidad del proceso de compra. Asimismo, su experiencia profesional<sup>107</sup> en el servicio de estudio de las propuestas de voto influyó, de sobremanera, en la decisión final de los accionistas de votar A FAVOR la propuesta de fusión.

Posteriormente, en abril de 2015, Rio Alto se fusionó con la transnacional *Tahoe Resources* una de las empresas mineras más importantes de Canada. Posteriormente y como parte de su política de expansión, Tahou Resources Inc decidió fusionarse con Lake Shore Gold Corp y contrató los servicios de ISS y Glass Lewis para estudiar la viabilidad de la operación de fusión. ISS calificó la operación como “estratégica” porque generaría un fuerte flujo de dinero para la empresa mientras Glass Lewis concluyó que la fusión generaría un flujo

<sup>106</sup> Página Oficial de *Market Wired*, donde se puede apreciar mayor información sobre el proceso. <http://www.marketwired.com/press-release/leading-independent-advisory-firms-iss-glass-lewis-support-plan-arrangement-between-tsx-rio-1930571.htm> [Consulta: 06 de julio de 2016].

<sup>107</sup> El trabajo de Glass Lewis data de 2003 e ISS de 1985.

positivo de dinero para los asentamientos mineros de ambas compañías, reduciría los costos de producción y fortalecería el crecimiento de la empresa de manera más balanceada<sup>108</sup>. En ambos casos, la recomendación de los asesores de voto fue acompañada de estudios concretos que respaldaron la viabilidad de sus conclusiones e influyó en la decisión de los inversionistas de votar A FAVOR de la propuesta de fusión.

## b. ENERSIS

Los *Proxy Advisors* jugaron un papel relevante en el proceso de reorganización de ENERSIS (Chile), titular de las empresas Generación Perú, EDEGEL, Distribución Perú y EDELNOR, fue otra muestra más de su influencia en el mercado empresarial. En diciembre de 2015, el grupo ENEL, el mayor accionista de ENERSIS, propuso la reorganización de sus empresas dominadas para separar sus activos locales ubicados en Chile y en el resto de Sudamérica (Argentina, Brasil, Colombia y Perú). Los *proxy advisors* emitieron recomendaciones (ISS, Glass Lewis y PIRC) de manera diferente. ISS opinó en contra del proceso de reorganización porque generaba dudas sobre su fiabilidad y riesgos tributarios mientras que Glass Lewis argumentó que la operación era “razonable” y “beneficiosa” para los intereses de sus accionistas.

Como resultado, dos tercios de los ADR (propiedad de fondos de inversión como Fidelity, BlackRock, Vanguard y Pictet) optaron por seguir la recomendación de ISS y votaron EN CONTRA de la propuesta<sup>109</sup> pese a que contradecía la recomendación del otro proxy advisor, Glass Lewis. Si bien el proceso fue aprobado por la mayoría del resto de accionistas de ENERSIS; este proceso demostró la influencia de los asesores de voto en las decisiones de sus clientes inversionistas. Pese a la posición de los accionistas mayoritarios de ENERSIS de votar a favor de la operación de reorganización, los inversionistas, que contrataron

---

<sup>108</sup> (adaptar igual a lo señalado en la cita anterior) <http://www.tahoeresources.com/iss-and-glass-lewis-recommend-tahoe-shareholders-vote/> [Consulta: 06 de julio de 2016].

<sup>109</sup> (adaptar igual a lo señalado en la cita anterior) <http://www.revistaei.cl/2015/12/16/precio-por-opa-de-endesa-lleva-a-enel-a-enfrentar-juntas-sin-acuerdo-con-minoritarios/> [Consulta: 06 de julio de 2016].

los servicios de los *proxy advisors*, prefirieron asumir las recomendaciones de su asesor de voto.

Estas dos experiencias demuestran la presencia de los *proxy advisors* en las empresas que tienen residencia en Sudamérica y la influencia que ejercen en los inversionistas, de dichas empresas, en la adopción de acuerdos en las Juntas Generales. Este capítulo final argumenta la necesidad de regular la actividad de los asesores de voto por medio de la imposición de exigencias a los inversionistas institucionales de acuerdo a las necesidades del mercado nacional. En este sentido, el estudio profesional y técnico sobre el sentido de voto, que los inversionistas deben de adoptar en las juntas generales, puede reducir los problemas de conflictos de interés, falta de transparencia y desconfianza, catalogados como los principales problemas que padece el sector empresarial en el Perú<sup>110</sup>.

## 2. El mercado financiero peruano

El mercado peruano se caracteriza porque posee una alta concentración de la propiedad de las empresas. De acuerdo a los reportes de la Superintendencia de Mercado de Valores (SMV); de 233 empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima (BVL), 179 pertenecen a un grupo de empresas o grupo de sociedades (OECD 2014: p. 56). En esa línea, la Organización para el Desarrollo y Cooperación Económica (OCDE), tomando como fuente el Reporte “Perú: the top 10 000 Companies 2014”, concluye que de los 42 grupos de empresas que existen en el mercado local, 19 son peruanos y 23 son controlados por sociedades extranjeras (OECD 2014: p. 56)<sup>111</sup>.

---

<sup>110</sup> El Reporte del Banco Mundial “Doing business 2016”, dedicada al Perú, resalta a la falta de transparencia como uno de los aspectos que el país debe mejorar para garantizar la protección de los inversionistas minoritarios (Banco Mundial 2016: p. 64).

<sup>111</sup> En el país, el grupo de empresas más importante es el Fondo Nacional de Financiamiento de la Actividad Empresarial del Estado (FONAFE) que posee ingresos sobre los \$/ 8.7 billones de dólares en 2012, seguida de Repsol con ingresos sobre \$8.1 billones de dólares, el Grupo Romero con \$/4.5 millones de dólares y Credicorp con ingresos por sobre los \$/3.1 billones de dólares.

Esta alta concentración en la propiedad de las empresas en el país, y en el resto de Latinoamérica<sup>112</sup>, genera la necesidad de encontrar mecanismos de protección de los intereses de los accionistas minoritarios ante la falta de transparencia de la información que proporcionan las empresas (miembros de grupo) sobre sus actividades de gestión e inversión<sup>113</sup>. La mejora de los niveles de transparencia en las empresas es crucial si se tiene en cuenta que actualmente el mercado internacional enfrenta una preocupante pérdida de la confianza de los inversionistas, especialmente los institucionales, en los mercados (Daniel Blume 2013) motivados por la crisis financiera.

En este aspecto la transparencia empresarial o “corporativa” es primordial porque permite la creación de oportunidades de toma de decisiones, de manera razonada e informada, de quienes conforman la empresa y son los propietarios de la empresa: sus grupos de interés (Lucía Alejos 2015: p.5) y, dentro de ellos a los accionistas minoritarios. El adecuado ejercicio de la transparencia corporativa mejorará la comunicación entre una empresa y sus accionistas, mayoritarios y minoritarios, y contribuirá con el incremento en el desempeño social de la empresa (Lucía Alejos 2015: p.7).

En este escenario el ejercicio de las prácticas del buen gobierno corporativo se convierte en un mecanismo de transparencia que permitirá a toda empresa local cautelar los intereses de sus inversionistas, principalmente los minoritarios, e incrementará su valor económico<sup>114</sup>. Sin embargo, la protección de los intereses de los accionistas minoritarios también debe alcanzar a los demás *stakeholders* (clientes, proveedores y empleados, etc.). El acceso a la información sobre la actividad económica de una empresa es prioritario porque influenciará en las

---

<sup>112</sup> En profesor Alexandre Di Miceli da Silveira señala que la concentración de la propiedad de las empresas en América Latina no ha cambiado de manera substancial en los últimos 15 años y, al contrario, se ha suscitado un leve deterioro: la concentración se incrementó de 72% a 76% (Di Miceli da Silveira 2013).

<sup>113</sup> El Reporte del Banco Mundial “Doing business 2016”, dedicada al Perú, resalta que la falta de transparencia es uno de los aspectos que el país debe mejorar para garantizar la protección de los inversionistas minoritarios (Banco Mundial 2016: p. 64).

<sup>114</sup> Importante destacar que según Ramli (Cristian Rodríguez A., 2012) en Malasia las empresas que poseen mejor gobierno corporativo tienen menos costo de capital.

decisiones de sus grupos de interés en la actualidad y pueden generar consecuencias en su actividad<sup>115</sup>.

En síntesis, el mercado financiero peruano se caracteriza por una predominancia significativa de los grupos de empresas o sociedades. Esta situación justifica en ella la necesidad de implementar mecanismos de transparencia que protejan los intereses de aquellos *stakeholders* que se encuentran en mayor grado de vulneración de sus derechos: accionistas minoritarios y los beneficiarios o clientes. En este sentido, el estudio y recomendación sobre el sentido de voto, que el *proxy advisor* elabora para el inversionista institucional, puede constituirse en un mecanismo efectivo de protección de los derechos de los demás grupos de interés de la empresa emisora.

### 3. Los inversionistas institucionales en el mercado financiero peruano

Los inversionistas institucionales juegan un papel importante en el mercado financiero peruano. Según los estudios de la OCDE, el Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional (FMI), los principales inversionistas institucionales en el mercado peruano son los fondos de pensiones, los fondos mutuos y las compañías de seguros. De este grupo de inversores, las Administradoras de Fondos de Pensión (AFP) son los inversionistas institucionales más importantes del país y su actividad juega un rol relevante en la economía en su condición de proveedores de capital económico<sup>116</sup>. Su influencia alcanza a otros inversores institucionales debido a que pertenecen, en muchos casos, al mismo grupo de empresas<sup>117</sup>.

---

<sup>115</sup> En España el 63% de los consumidores opina que penaliza a las marcas que no son responsables ya sea dejando de adquirir el producto, dejando de adquirir el producto y brindando una opinión negativa o ambas (Fundación Adecco 2016, p. 2).

<sup>116</sup> A abril de 2016, los fondos que administran las AFP alcanzan los S/ 129,201 millones de dólares, de los cuales S/ 128,082 millones son del fondo de pensiones y S/ 1,120 millones al encaje legal. Fuente: Diario Gestión de 07 de mayo de 2016. Disponible en: <http://gestion.pe/tu-dinero/fondos-previsionales-aumentan-02-subiendo-tercera-semana-consecutiva-2160324> [Consulta: 06 de julio de 2016].

<sup>117</sup> Es el caso de AFP PRIMA que pertenece al Grupo Credicorp que a su vez es propiedad del fondo mutuo Credicorp Capital y de Pacifico Seguros.



Walker y Lefort argumentan que las AFP ayudan con la especialización, la innovación, la transparencia y la integridad de los mercados de capital; colaboran con la práctica del gobierno corporativo; reducen los costos de capital de las firmas, disminuyen la volatilidad en los precios de los valores; e incrementan los volúmenes de las transacciones económicas (OECD 2004: p. 62).

Este protagonismo económico que juegan las AFP suscita una serie de cuestionamientos en lo que concierne a la práctica de su gobierno corporativo y a la protección de sus accionistas minoritarios. Su pertenencia a grupos de empresas les ha permitido adquirir participaciones en empresas de su propio grupo<sup>118</sup> y en otras compañías del mercado nacional e internacional, con el consecuente riesgo de que los intereses de sus accionistas minoritarios y, por extensión de sus clientes o beneficiarios o afiliados, que son quienes proveen el dinero, no sean cautelados adecuadamente.

Stewart y Yermo argumentan los problemas que enfrentan los fondos de pensiones en la actualidad. En primer lugar, la administración del fondo no puede conocer el negocio que realizan las empresas, donde tiene sus participaciones (empresas beneficiarias) (2008: p. 10). Como resultado, el Fondo no puede ejercer una efectiva participación en las juntas de socios o accionistas de las empresas donde invirtió<sup>119</sup>. En este sentido, los asesores de voto pueden realizar el estudio e investigación de los temas de agenda y proponer el sentido del voto que los fondos de pensiones han de ejercer en las juntas de socios de las empresas emisoras. De esta manera, los fondos contarán con información objetiva y especializada, según el tipo de la empresa emisora, que le permitirá adoptar de manera eficiente su voto. De esta manera, los fondos protegerán sus intereses de manera eficiente y, por extensión, contribuirán a proteger los intereses de los demás *stakeholders* (accionistas minoritarios y clientes).

---

<sup>118</sup> Es el caso de la AFP Habitat pertenece a Inversiones La Construcción que es controlada por la Cámara Chilena de la Construcción y la AFP Integra que es parte del Grupo SURA con presencia en 8 países de la región.

<sup>119</sup> A modo de referencia, la Asociación de AFP reporta que sus asociadas poseen participación en sectores de infraestructura, telecomunicaciones, energía, transporte saneamiento, salud, fideicomisos para inversión en infraestructura y fondo de inversión de infraestructura. <http://www.asociacionafp.com.pe/inversiones/donde-invierten-las-afp/>. [Consulta 04 de setiembre de 2016].

En segundo lugar, Stewart y Yermo indican que los problemas de conflictos de interés como otro problema de los fondos de pensión (2008: p. 10). Los fondos pueden invertir en empresas que no tienen suficientes garantías de rentabilidad o, comparados con otras empresas, sus retornos son menores. En el caso del mercado peruano, la pertenencia de los fondos de pensión a grupos de pensión genera el riesgo de que las inversiones se hagan en empresas de acuerdo a criterios de pertenencia a dicho grupo por encima de la rentabilidad<sup>120</sup>. Asimismo, los fondos de pensión no justifican sus decisiones de invertir en una determinada empresa<sup>121</sup>. En ambos casos, la labor de los fondos crea problemas de desconfianza y transparencia que puede perjudicar los intereses de los accionistas minoritarios y, por extensión, de sus clientes (beneficiarios). Si los accionistas minoritarios no cuentan con información suficiente, o es poco accesible, tendrán menos incentivos para defender sus intereses y, por extensión del resto de *stakeholders*.

En este contexto, los asesores de voto pueden contribuir a mejorar la defensa de los intereses de los accionistas minoritarios y de sus clientes. Cuando el *proxy advisor* elabora y recomienda el sentido de voto que debe asumir el fondo de pensiones, se incrementará la confianza de los integrantes del fondo (inversionistas y clientes). También, las propuestas de voto, que elabora el *proxy advisor*, constituyen una señal de que el fondo ejerce una conducta “activa” y “responsable” en la gestión de los aportes de sus socios y clientes y mejora su protagonismo como socio de empresa emisora. Por último, el trabajo de los asesores de voto implica que el proceso de elaboración de recomendaciones

---

<sup>120</sup> Merece destacar que, a diferencia de Perú, en Chile, las AFP están prohibidas de realizar inversiones con sus propios recursos y su control le corresponde a la subgerencias de control de inversiones de cada Fondo. [http://www.afphabitat.cl/files/Politica\\_de\\_inversiones\\_y\\_solucion\\_de\\_conflicto\\_de\\_interes\\_AFP\\_Habitat\\_2016\\_julio.pdf](http://www.afphabitat.cl/files/Politica_de_inversiones_y_solucion_de_conflicto_de_interes_AFP_Habitat_2016_julio.pdf) [Consulta 04 de setiembre de 2016].

<sup>121</sup> En el Perú, las empresas publican sus políticas de inversión para indicar sus criterios para ejercer su inversión pero no publica los motivos que impulsaron invertir en una empresa y no en otra. A modo de referencia las políticas de inversión de AFP Habitat desarrollan los criterios de identificación y administración de riesgos, los criterios de inversión y la estructura de toma de decisiones.

[http://www.afphabitat.cl/files/Politica\\_de\\_inversiones\\_y\\_solucion\\_de\\_conflicto\\_de\\_interes\\_AFP\\_Habitat\\_2016\\_julio.pdf](http://www.afphabitat.cl/files/Politica_de_inversiones_y_solucion_de_conflicto_de_interes_AFP_Habitat_2016_julio.pdf) [Consulta 04 de setiembre de 2016].

sobre el sentido de voto requiere del acceso a la información que posea la empresa emisora. La empresa emisora está obligada a otorgársela dado que el *proxy advisor* actúa como representante del inversionista. De esta forma, el asesor de voto puede colaborar con la mejora de los niveles de transparencia en la empresa emisora para beneficio de sus socios y de sus grupos de interés.

Por tanto, los asesores de voto pueden mejorar el trabajo de las empresas de inversión, en especial las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP), en el mercado peruano, mejorar los problemas de gestión de los fondos que administran, proteger los intereses de sus accionistas minoritarios y de sus clientes, y mejorar la gestión de las empresas emisoras. Los asesores de voto pueden colaborar como el mecanismo de “contrapeso” (OCDE 2011: p. 8)<sup>122</sup> que salvaguarda los intereses de los accionistas minoritarios de un fondo de pensiones y garantiza la defensa de los intereses de todos los grupos de interés.

En síntesis, los accionistas minoritarios y clientes de un inversionista institucional, como las AFP, requieren de mecanismos de protección efectivos que salvaguarden sus intereses y que les permitan el ejercicio de un protagonismo más “activo” y con una visión a “largo plazo” en el gobierno de la empresa administradora de pensiones y en las inversiones que ésta desarrolla en representación suya. En esta perspectiva, el aporte de los *Proxy Advisors* en el gobierno y actos que realiza una AFP, y los demás inversionistas institucionales, puede generar un mayor nivel de transparencia en su gobierno, mejorar su efectividad en el ejercicio de su actividad de inversión e incrementar la rentabilidad de sus fondos, el cual se encuentra constituido por aportes de los afiliados. En esa línea, se protegen los intereses de sus *stakeholders*, por ejemplo de los afiliados.

---

<sup>122</sup> Igual criterio asume el segundo párrafo del artículo 94º del Reglamento del TUO de la Ley del SPP que establece que “Los referidos representantes velarán por la defensa de los derechos que corresponden al Fondo, **con independencia de los intereses de las AFP**, se sujetarán a las prácticas de buen gobierno corporativo y propiciarán la adopción de éstas en los órganos de gobierno en los que ejercen el encargo” (el subrayado y resaltado es nuestro).

#### 4. El rol del Proxy Advisor en el gobierno de los inversionistas institucionales del Perú

##### 4.1 Problemática

Durante los últimos años, los inversores institucionales han sido objeto de críticas para que desempeñen un rol más activo y a “largo plazo en las empresas donde invierten y en mercados complejos como los mercados volátiles. Simon Wong argumenta que este argumento se debe a cinco factores:

- La existencia de inapropiados mecanismos de compensación que privilegian el rendimiento cortoplacista de la empresa;
- La diversificación excesiva de sus carteras de inversión que las empresas emisoras realizan para prevenir el riesgo de obtener una menor utilidad y que les impide participar de manera efectiva en la gestión de la empresa emisora en aspectos como el nombramiento de directivos y la supervisión de sus resultados;
- El abuso en la contratación de intermediarios financieros en la gestión de su cartera de inversiones (asesores externos, consultores y otros) que desincentiva la “responsabilidad” del inversionista por involucrarse en el ejercicio de la administración de sus empresas emisoras; y
- La creencia errónea de que el ejercicio de los deberes fiduciarios de los inversionistas institucionales comprende solo la defensa de los intereses económicos de sus clientes; y el uso de la gestión “pasiva” de los inversores para reducir costes por asesoría (Wong, Simon 2010: pp. 406-411).

Para revertir esta situación, para el caso de Latinoamérica, la OCDE, como parte de su Programa de Fortalecimiento del Gobierno Corporativo a los Inversionistas Institucionales (OECD 2011: pp. 10-11) propuso una serie de recomendaciones:

- La publicidad de sus políticas de reporte de prácticas de gobierno corporativo.

- El ejercicio de los derechos de propiedad en su cartera de inversiones en sus múltiples niveles: trabajo del directorio, desempeño profesional de la gerencia general, publicación de reportes de información y transparencia, y el uso de incentivos para el ejercicio del buen gobierno en las empresas emisoras (OECD 2011: pp. 10-11).
- La promulgación de normas de promoción del ejercicio de los derechos de voto de los accionistas, su participación en las sesiones de junta de accionistas y la supresión de conductas que desincentiven su restricción.
- El cumplimiento “responsable” de los derechos de voto de los inversores institucionales por su mayor preparación “sofisticada” y “organizada” (2011: pp. 10-11).

Pero la OCDE va más allá y propone que los inversores institucionales reporten su política y procedimientos en el uso de sus derechos de voto. Dicho reporte, a juicio del organismo internacional, puede materializarse como un resumen anual de los votos que el inversor accionó durante un año y un informe más detallado en los casos relevantes que incluya el sentido de dicho voto. Estas recomendaciones van acompañadas por la sugerencia de promover una comunicación entre el inversor institucional y las empresas donde invirtió (OCDE 2004: p. 21).

En este sentido, los *proxy advisors* pueden constituirse en el instrumento que requieren los inversionistas institucionales para desarrollar un rol más “activo” y acorde al criterio de “largo plazo” en el gobierno de las empresas emisoras. Gracias al trabajo de los asesores de voto, los inversores pueden desempeñar una gestión más participativa, transparente, responsable y coherente con los derechos de propiedad que posee (acciones). De esta manera, el servicio asesoría de voto facilita que los inversionistas institucionales cumplan con las recomendaciones de la OCDE e indirectamente colaborar con la protección de los intereses de los socios minoritarios y clientes de la empresa de inversiones.



#### 4.2 El aporte de los asesores de voto en la labor de los inversionistas institucionales

La labor de los asesores de voto no ha estado exenta de críticas por los conflictos de interés que su trabajo ha creado en el mundo corporativo internacional. Pese a ello, la literatura académica no es partidaria de prohibir su trabajo o limitarlo sino, al contrario, de promover la efectividad de su actividad por medio de la autorregulación o regulación.

En el mercado empresarial peruano, los asesores de voto pueden garantizar una mayor transparencia en el trabajo de las empresas de inversión haciendo pública la información que respalda las recomendaciones hechas al inversionista sobre el sentido de voto que debe adoptar en la junta de socios de las empresas emisoras. Gracias a la información proporcionada por los asesores de voto, los socios minoritarios del inversor institucional tendrán incentivos para fiscalizar la gestión de su administración y defender apropiadamente sus intereses, y del resto de *stakeholders*<sup>123</sup>. A continuación se enuncian cuatro ventajas que la labor de los asesores de voto pueden aportar para mejorar los problemas del mercado nacional.

##### a. El trabajo de los *Proxy Advisors* reduce costos e incentivan la función de los accionistas

Los asesores de voto aconsejan sobre el sentido de voto que el inversionista institucional debe asumir en el gobierno de las empresas emisoras. Este servicio se materializa en un conjunto de recomendaciones que son respaldadas por estudios y evaluaciones que el *Proxy Advisor* ha preparado de forma técnica, transparente y predecible para proteger los intereses de sus clientes inversionistas institucionales.

---

<sup>123</sup> Las recomendaciones de los *proxy advisors* permiten el ejercicio de un correcto gobierno corporativo más transparente, seguro y eficiente en el trabajo del inversionista institucional y en la empresa emisora para beneficio de los intereses de quienes depende de ellos (*stakeholders*).

El trabajo del asesor de voto es institucional y lo hace por encargo del inversionista institucional en general. Esto quiere decir que su labor de “asesoría de voto” no protege los intereses del inversionista sino de los grupos de interés que pertenecen a su “universo. Esto significa que la labor del *proxy advisory service* debe favorecer los intereses de los socios, minoritarios incluidos, y a sus clientes, de forma directa e indirecta. En este sentido, la contratación de los servicios de “asesoría de voto” permite al inversionista institucional garantizar a sus socios minoritarios y a sus clientes que administran los aportes de forma transparente, segura y confiable de sus actos de gobierno en favor de todos sus integrantes.

Las recomendaciones que emite el asesor de voto deben encontrarse disponibles en su portal electrónico. Cualquier persona debe tener acceso a sus recomendaciones, previo pago o de forma gratuita, y conocer el proceso que sustenta sus recomendaciones del *Proxy Advisor*. De esta manera, los socios minoritarios del inversionista institucional pueden valerse de las recomendaciones del asesor de voto para ejercer su derecho de voto de manera eficaz y eficiente. Asimismo, los clientes del inversionista institucional podrían demandar un mejor trabajo o servicio a su representada de manera más sustentada y razonada.

**b. La asesoría de voto facilita el incremento del valor de la empresa emisora y del inversionista institucional**

La labor del asesor de voto no debe entenderse como “fiscalizadora” o de la labor de la administración de la empresa emisora ni mucho menos como “inquisidora”. El trabajo del asesor de voto debe entenderse como parte de la “democracia corporativa”, como menciona J. W. Verret<sup>124</sup>, en la cual su actividad se centra en el ejercicio de la representación del inversionista institucional y de los intereses que esta labor representa.

---

<sup>124</sup> En el evento titulado *Proxy Advisory System: Why it Matters and How We Can Fixe it*. [Videograbación]. Arlington: Youtube. Disponible en: <https://www.youtube.com/watch?v=vwkDm9Dh5hE> [Consulta: 20 de noviembre de 2015].

Desde esta perspectiva “democrática” de la empresa, el inversionista tiene el legítimo derecho de ejercer sus facultades de propietario de la empresa de forma efectiva para proteger sus legítimos intereses que le motivaron a adquirir participaciones de la empresa emisora. Por su parte, la empresa transmite derechos y obligaciones a sus inversionistas cuando dispone de sus participaciones a favor de ellos. Dentro de tales facultades figuran los derechos políticos de participación en el gobierno de la empresa.

En este punto, el *Proxy Advisor* juega un rol preponderante porque fortalece el ejercicio de los derechos políticos que posee el inversionista institucional, a través del derecho de voto, como titular de la cartera de inversiones y en sus múltiples niveles. Aún más, el servicio de asesoría de voto configura de manera consistente la obligación del inversionista de colaborar con el gobierno de la empresa emisora. Este deber de colaboración se sustenta en que el inversionista institucional cuenta con la información necesaria que le permite adoptar una decisión final y elaborada con las recomendaciones del *Proxy Advisor*. De esta manera el inversionista institucional cumple un rol más activo en el gobierno de la empresa emisora.

La información que el asesor de voto pone a disposición del inversionista sirve como sustento para responder a los cuestionamientos que sus socios minoritarios y clientes le formulen sobre los actos de gobierno en las empresas emisoras. Por tanto, los actos del inversionista institucional serán más transparentes y fiables si se sustentan en recomendaciones hechas por el asesor de voto y contribuirá con el incremento del valor de la empresa emisora y para beneficio de sus grupos de interés.

### **c. Reducción de costos económicos en la empresa emisora**

Las empresas emisoras incurren en una serie de costes para informar a sus inversionistas sobre la gestión de la empresa y para proporcionar la información sobre el estado económico de la empresa. Para tal efecto, muchas sociedades han creado oficinas de atención al accionista y han establecido canales de

comunicación, virtual y presencial, con sus inversionistas con el objetivo de proporcionarles el apoyo profesional que requieran para el ejercicio de sus derechos.

Sin embargo, la comunicación entre la empresa emisora y sus accionistas genera costos económicos que, en algunos casos, no cumplen con su objetivo de transparentar sus actividades. La causa se debe a la creencia de que la comunicación corporativa que desarrolla toda empresa es parte de su política de responsabilidad social corporativa entendida como reportar sus actividades post gobierno. Ello aunado al rol “pasivo” o “dejadez” del inversionista configura un deficiente involucramiento del inversionista en los asuntos de gobierno de la empresa emisora.

En este aspecto, el rol de los asesores de voto puede modificar la conducta del inversionista. De un rol “pasivo” a uno más “activo” centrado en el fomento o la promoción en la participación en el gobierno de la empresa emisora por medio del derecho político de voto. La actual tendencia de la “responsabilidad social responsable” demanda que los inversionistas se preocupen por el estado de sus participaciones y respondan por los actos a sus propios integrantes (socios minoritarios y clientes) (PRI 2013: p.7). El contexto demanda que el inversionista institucional cuente con mecanismos de control que le permitan acreditar el ejercicio de su derecho de voto de forma adecuada, efectiva y considerando los intereses de sus grupos de interés.

Por esa razón, el inversionista institucional debe de contratar los servicios del *Proxy Advisor* para que le permita ejercer su derecho de voto de forma adecuada. Este hecho ahorraría costes por información y comunicación a los inversionistas. La labor del *proxy advisory service* es profesional y centrada en recomendar sobre el sentido del voto que debe asumir su cliente y su presencia motiva que la empresa emisora redefina su política de comunicación de una forma más técnica y no “protocolar”. La presencia de los asesores de voto incentiva a que la empresa emisora gestione sus recursos económicos para beneficio de todos sus grupos de interés.

#### d. Protección de los intereses de los stakeholders

El aporte de los *Proxy Advisors* resulta crucial para la defensa de los intereses de los *stakeholders* del inversionista institucional. La actualidad doctrinal demanda que los inversionistas institucionales tienen la obligación de proteger sus intereses y los de sus integrantes de acuerdo al medio ambiente, el respeto de los derechos humanos y a la gobernabilidad.

El aporte de los *proxy advisors* en el mercado nacional promueve la defensa de los intereses del inversionista institucional y de quienes son parte de él, en armonía con los demás grupos de interés. Esto quiere decir que el asesor de voto está en mejor posición de recomendar el sentido de voto que el inversionista institucional considere adecuado para sus intereses y los intereses de los grupos de interés que conforman al inversionista institucional: socios minoritarios y clientes.

De esta manera, los asesores de voto constituyen una señal de seguridad, eficiencia y transparencia para los *stakeholders* del inversionistas institucional. El *proxy advisory service* facilita que el inversionista reporte sus actividades a sus socios y clientes de forma más segura, especializada, neutral y transparente. Esto hace imprescindible la necesidad de crear un sistema de gobierno que prevenga o minimice los conflictos de interés que podrían perjudicar la credibilidad de sus recomendaciones<sup>125</sup>.

### 5 El rol del proxy advisor en el gobierno de los fondos de pensión

Los asesores de voto desempeñan un rol importante en el trabajo que los fondos de pensión realizan en beneficio de sus aportantes. En los Estados Unidos destaca el caso de uno de los mayores fondos de pensión: *California Public Employees' Retirement System* (CalPERS) que administra \$/ 350 billones de dólares que ha establecido el uso de los servicios de la asesoría de servicios como parte de sus principios globales de gobierno (CalPERS 2015: p. 51) y en cumplimiento al rol de

<sup>125</sup> En esta línea, la recomendación de la OCDE (OECD 2015: p. 32) promueve la creación e implementación de un marco de gobierno corporativo que requiera a los asesores de voto y demás *gatekeepers* que adopten las normas y conductas necesarias ponga en peligro la credibilidad de sus recomendaciones.



inversionista “activista”, promovido por el U.S. Department of Labor (DOL), que establece la obligación de supervisar o influenciar en el gobierno de las empresas emisoras (CalPERS 2015: p. 12).

En el caso peruano, la influencia que tienen las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) en el mercado local genera la interrogante de si los servicios de los *Proxy Advisors* son necesarios para mejorar el gobierno de aquellas empresas beneficiadas con su inversión y si su actividad protege los intereses de sus socios minoritarios y de sus aportantes (beneficiarios).

## 5.1 Problemática

En 2008, la *International Organisation of Pension Supervisors* (IOPS) elaboró un estudio sobre los problemas más críticos que afectan al gobierno de los fondos de pensión. Sus conclusiones fueron evidentes: los Fondos de Pensión requieren mejorar sus niveles de transparencia, el reporte de la información que sus socios requieren, la preparación y experiencia profesional de sus cuerpos de gobierno y el nivel técnico de sus controles internos (Stewart y Yermo 2008, p. 8).

Por su parte, en 2009, la OCDE elaboró un conjunto de recomendaciones para mejorar el gobierno de los fondos de pensión. Una de ellas aconseja que sus cuerpos de gobierno deben mejorar la administración del fondo para favorecer los intereses de sus socios y beneficiarios (aportantes) y gestionar los recursos del fondo de manera eficiente para garantizar las pensiones de sus clientes (OECD 2009: p. 2).

La otra recomendación menciona que los cuerpos de gobierno delegan parte de sus funciones a subcomités de apoyo, departamentos u oficinas internas del fondo o a proveedores externos de servicio para que en su representación realicen los actos que contribuyan con incrementar la rentabilidad del fondo (OECD 2009: p. 3). En este caso, los directivos tienen como labor la evaluación de la calidad profesional y técnica de las recomendaciones recibidas por el asesor y verificar su idoneidad y preparación.

En el caso peruano, el 2011 el Foro de Gobierno corporativo global, la OCDE y la Corporación Financiera Internacional (IFC) publicaron un interesante documento titulado *Report of the Peruvian Task Force on Institutional Investors and Corporate Governance* que recomendó a las AFP nombrar a sus representantes para que, en su nombre, defiendan sus intereses en las empresas emisoras (OCDE y otros 2011: p. 10)<sup>126</sup>.

En su cuarta recomendación, el documento promueve el ejercicio de los derechos de propiedad del inversionista institucional. En el caso de las AFP enfatiza:

**Los representantes de los fondos defenderán los derechos del fondo [de pensión] con independencia de los intereses de las AFP, cumplirán con las practica de gobierno corporativo y promoverán su adopción en las empresas emisoras. [...]. Los representantes de los fondos deben reportar a las AFP el resultado de su trabajo. La AFP debe enviar archivos de los informes de sus representantes y ponerlos a disposición de la Superintendencia de Banca y Seguros cuando lo requiera.** (El subrayado y resaltado es nuestro) (OCDE y otros 2011: p. 11).

La sexta recomendación aconseja la comunicación entre las empresas emisoras y sus inversionistas institucionales. Para el caso de las AFP, el documento menciona que las reuniones institucionales son el espacio adecuado para discutir los aspectos que involucran el gobierno de la empresa emisora (OCDE y otros 2011: p. 11). Por último, la séptima recomendación aconseja promover la comunicación entre los inversionistas institucionales sobre temas en común como la elección de los directores.

Las recomendaciones de la OCDE y del *Peruvian Task Force* no han sido incorporadas por las AFP para mejorar su gobierno. La evidencia de los informes<sup>127</sup> sugiere que no se ha avanzado mucho en la implementación de sus propuestas. Este estancamiento en la implementación de las prácticas de gobierno corporativo en el sistema privado de pensiones ha incrementado el nivel de desconfianza de parte de los socios minoritarios y de sus clientes sobre el destino de sus participaciones y

---

<sup>126</sup> Las recomendaciones de la OCDE proponen que las Administradora de Fondos de Pensiones nombren a a sus representantes ante las juntas de accionistas en las empresas emisoras. Esta propuesta no tiene relación el artículo 21 C de la Ley del Sistema Privado de pensiones que obliga a las AFP a contar con por lo menos dos directores independiente que conformarán su Directorio. .

<sup>127</sup> Presentación del Presidente de la Asociación de AAFP: "OECD mesa redonda latinoamericana de gobierno corporativo", Quito, junio de 2013.

aportes<sup>128</sup>. En este contexto el trabajo de los *Proxy Advisors* puede mejorar la actividad de los fondos de pensión.

## 5.2 La influencia de los *Proxy Advisors* en el trabajo de los fondos de pensión en el Perú

Los asesores de voto se caracterizan por emitir recomendaciones sobre el sentido del voto que el inversionista institucional debe de adoptar en las sesiones de sus empresas emisoras. La OCDE recomendó que los fondos mutuos deben implementar un sistema de incentivos y estructuras de gobierno para ejercitar sus funciones de propietarios de manera informada y efectiva (OCDE 2004: p. 20). De igual forma, los fondos de pensión deben proporcionar la “mayor cantidad posible de detalles” en diversos aspectos de gobierno como el ejercicio del voto (OCDE 2004: p. 20).

En este aspecto, las recomendaciones proponen que los fondos de pensión deben informar sus prácticas de votación, el proceso de evaluación de costos y beneficios de cada decisión, su participación en el gobierno corporativo y los pasos para adoptar su derecho de voto. En este punto, la OCDE recomienda que los fondos deberían mencionar si hicieron uso de “servicios de consultoría de mandato” para ejercer su voto (OCDE 2004: p. 20). De esta manera, los asesores de voto podrán mejorar la transparencia de los actos de gobierno de los fondos mutuos y contribuirá al ejercicio de un rol más activo y responsable ante sus socios, principalmente minoritarios, y sus clientes.

### a. Reducción de costos de economía, experiencia, escala y certificación del inversionista institucional

El trabajo que realizan los asesores de voto es especializado y consiste en el cumplimiento de un proceso sobre el sentido de voto que su cliente debe asumir en la junta de accionistas de la empresa emisora. Este proceso consiste en un proceso de investigación, estudio y evaluación sobre el sentido de voto que el *Proxy Advisor* elabora, de manera previa, para emitir su recomendación a su

---

<sup>128</sup> “Las AFP son una manera de acumular dinero a partir de estafar a sus usuarios, buscan quitarle dinero a quien forma parte de este sistema. La mayoría tiene una pensión menor al sueldo mínimo”.

cliente (inversionista institucional) quien en última instancia tomará la última decisión.

En este sentido, el aporte del servicio de asesoría de voto en el trabajo del fondo de pensiones también puede facilitar la protección de los derechos de sus socios minoritarios y de sus aportantes porque reduce los costos de transacción que estos incurrirían si contrataran sus servicios de manera particular. Los socios minoritarios y los aportantes tendrán más incentivos de participar en el gobierno de la AFP si acceden a las recomendaciones de los *Proxy Advisors*.

De esta manera, el acceso y posterior uso de las recomendaciones de los *Proxy Advisors* por parte de los accionistas minoritarios y aportantes es una señal de transparencia ya que contribuye con promocionar el activismo de los socios e interesados en el gobierno de la AFP. Los socios, principalmente minoritarios, y aportantes tendrían más incentivos para participar en el gobierno del fondo accediendo a la información otorgada por los *Proxy Advisors*; pero, principalmente, contarían con información técnica y profesional que mejorará el gobierno de la administradora de fondos de pensión en favor de todos sus integrantes.

En síntesis, la labor de los *Proxy Advisors* contribuye con la reducción de los costos de transacción de los socios minoritarios y aportantes de una AFP y certifica que sus derechos e intereses son considerados en el momento de la adopción del sentido de voto que el fondo adoptará en las juntas de accionistas de las empresas emisoras.

#### **b. Incremento del valor del fondo de pensiones**

El ejercicio de la transparencia en toda empresa incrementa su valor en el mercado (PWC 2013: p. 5). La implementación de adecuados mecanismos transparentes reduce los conflictos de interés, los fraudes empresariales y todo aquello que desincentive la rentabilidad de la empresa y garantice la actividad a “largo plazo” de toda organización (UNPRI 2016)<sup>129</sup>.

---

<sup>129</sup> Disponible en <https://www.unpri.org/about/what-is-responsible-investment> [Consulta: 06 de julio de 2016].

En este sentido, los fondos de pensión requieren implementar mecanismos de transparencia que reduzcan los niveles de desconfianza y frustración de sus inversionistas minoritarios y sus aportantes. El ejercicio de la transparencia en el gobierno de los fondos de pensión reduce los índices de desconfianza y escepticismo que amenazan su existencia y su misión inversora.

En este panorama, los *proxy advisors* se convierten en una plataforma que transparenta los actos de gobierno de la administración del fondo de pensiones e incrementa su valía en el mercado. Sus recomendaciones son elaboradas de forma neutral y de acuerdo a un conjunto de estándares que, previamente, han publicitado en su página *web* a disposición de los agentes de mercado. La calidad de sus opiniones le permitirá a los órganos gestores del fondo argumentar sus decisiones, de forma razonada y técnica, sobre el sentido de voto que asumirán en las sesiones de accionistas de sus empresas emisoras y a los socios minoritarios y aportantes conocer que dichas decisiones guardan criterios de razonabilidad técnica y coherencia entre los fines del fondo y los intereses de sus miembros (Bebchuk, L. 2005: p. 565).

Esta posibilidad no significa que la administración del fondo asuma el sentido de voto que propone el *Proxy Advisor* sino que le permitirá adoptar la decisión final de voto con un mayor fundamento técnico y acorde a los intereses de todos sus integrantes, en especial, los socios minoritarios y aportantes. De esta manera, si un fondo de pensiones demuestra rigurosidad en la adopción de decisiones en su cartera de inversiones e inclusión de todos los intereses de sus integrantes, incrementa el valor de mercado del fondo y ayuda a su permanencia en él.

### **c. Reducción de costos económicos en la empresa emisora**

El aporte de las empresas asesoras de voto no solo beneficia al fondo de pensión sino a las empresas que forman parte de su cartera de inversiones. El *Proxy Adviser* considera la comunicación con las empresas emisoras es parte de su labor de recojo de información y, posterior, estudio y formulación de su recomendación. Las reuniones o visitas que el *Proxy Advisor* realice a la empresa emisora son positivas porque promueve y facilita un interesante proceso de



intercambio de ideas e información sobre los aspectos corporativos de la empresa y que el inversionista institucional puede obviar o interpretarlo de manera inexacta al carecer del suficiente *expertise* o tiempo necesario para su estudio y evaluación.

En el país, los fondos de pensión se desenvuelven en un escenario donde la propiedad está concentrada en grupos de sociedades y en la cual las empresas emisoras y el fondo pertenecen al mismo grupo empresarial. En este aspecto, la labor del fondo como inversor institucional en defensa de los intereses de sus socios minoritarios y aportantes generaría un cierto grado de escepticismo sobre su neutralidad y seriedad. Ante este panorama, las recomendaciones de los *Proxy Advisors*, como intermediarios financieros, contribuirán a generar un mayor grado de neutralidad y confianza en la calidad de las decisiones que adoptan los inversionistas institucionales en la junta de accionistas de sus empresas emisoras (Alexander, Cindy R.; Chen, Mark A.; Seppi, Duane J. y Spatt, Chester S. 2010: p. 4452).

En este orden de ideas, las empresas emisoras se benefician de las opiniones de los *Proxy Advisors* (Choi, S.; Kahan, M.; y Fisch J. 2011: p. 696). Sus actos de gobierno serían respaldados por un órgano imparcial y contribuirá con generar mayor valor a la empresa. Los costes por realización de actividades de dialogo y convencimiento con sus inversionistas, a través de los *Proxy Solicitors*, se redundarían en beneficio de la empresa y de sus grupos de interés, principalmente los fondos de pensión.

#### **d. Protección de los intereses de los *stakeholders***

El trabajo de los asesores de voto es señal de la tercerización del ejercicio del derecho de voto que todo accionista posee en una empresa (Tuch, A. 2011: p. 112). La adopción del voto de parte de un fondo de pensión corresponde con los intereses de empresario leal y diligente con su actividad económica y, también, con la defensa de los intereses de quienes dependen de su organización o forman parte de ella. En este sentido, la administración de un fondo de pensión requiere de los instrumentos técnicos que le permitan desempeñar una labor en beneficio de los intereses de sus *stakeholders*.

Los socios minoritarios y los aportantes son los protagonistas a quienes el fondo está obligado a garantizar la rentabilidad de sus aportes. El cumplimiento de esta función se dificulta por la asimetría de información y de conocimiento que posee la administración del fondo de pensión y aquellas que poseen los socios minoritarios y los aportantes. En este contexto, los *Proxy Advisors* juegan un rol preponderante porque la preparación de sus recomendaciones de voto requiere de información de la empresa emisora. Dichas recomendaciones son puestas a disposición del inversionista institucional que, a su vez, las puede transferir a sus socios minoritarios y a sus aportantes por medio de canales de comunicación seguros.

De esta manera, los socios minoritarios y los aportantes tendrán más incentivos de colaborar de forma “activa”, “responsable” e “independiente” (Aggarwal, R; Erel, I.; y Starks, L. 2014: p. 25) con la gestión de la cartera de inversiones que administra la AFP. La labor de los *Proxy Advisors* favorece el trabajo de los fondos de pensión ya que demuestra a la sociedad que su función de inversión beneficia a todos los grupos de interés involucrados, especialmente a sus clientes y a los pensionistas.

## 6 La industria del *Proxy Advisory* en el mercado peruano

Los *Proxy Advisors* no tienen sede en Sudamérica pero si han formulado recomendaciones a solicitud de grandes inversionistas institucionales. En este acápite se presenta un breve panorama sobre su influencia en el Perú.

## 6.1 La presencia de los *Proxy Advisors* en los inversionistas institucionales

La presencia de los *proxy advisors* en un país se materializa por la influencia en la conducta del inversionista institucional al momento de ejercer su voto en la empresa emisora. En el caso peruano, la contratación de los servicios de un *Proxy Advisor* se inicia a solicitud del inversionista institucional que posee participación accionarial en una empresa local.

Como muestra en los recuadros 1 y 2 se grafica la lista de inversionistas institucionales extranjeros con presencia en el mercado peruano.

Principales inversores activos en Gobierno Corporativo que están en las sociedades peruanas

> ¿Quiénes intervienen?

TOP 100 Peru Investors	Country	Category	Total Equity Assets (\$US)	% Port	Num. Stocks	Investments in Peru Value (\$US)	Average Investing
						364	26.186.813
BlackRock Investment Management (UK) Ltd.	United Kingdom	Investment Advisor/Hedge Fund	161.762.000.000	0,69	9	1.109.000.000	123.222.222
BlackRock Institutional Trust Company, N.A.	United States	Investment Advisor	1.039.551.000.000	0,06	24	596.000.000	24.833.333
Mondrian Investment Partners Limited	United Kingdom	Investment Advisor	15.665.000.000	2,36	1	369.000.000	369.000.000
State Street Global Advisors (US)	United States	Investment Advisor/Hedge Fund	801.196.000.000	0,04	19	296.000.000	15.578.947
The Vanguard Group, Inc.	United States	Investment Advisor	1.169.747.000.000	0,02	11	285.000.000	25.909.091
MFS Investment Management	United States	Investment Advisor/Hedge Fund	222.508.000.000	0,12	1	271.000.000	271.000.000
Norges Bank Investment Management (NBIM)	Norway	Sovereign Wealth Fund	405.008.000.000	0,06	4	255.000.000	63.750.000
Fidelity Management & Research Company	United States	Investment Advisor	752.203.000.000	0,02	6	188.000.000	31.333.333
Amundi Asset Management	France	Investment Advisor/Hedge Fund	53.911.000.000	0,23	5	127.000.000	25.400.000
JP Morgan Asset Management	United States	Investment Advisor	203.646.000.000	0,06	5	116.000.000	23.200.000

Georgeson

**Cuadro 1.** Principales inversores activos en el Perú  
Fuente: Consultora Georgeson (2013)

## Principales inversores activos en Gobierno Corporativo que están en las sociedades peruanas

TOP 100 Peru Investors	Country	Category	Total Equity Assets (\$US)	% Port	Num. Stocks	Investments in Peru Value (\$US)	Average Investing
					279	5,920,000,000	21,218,638
GMO LLC	United States	Investment Advisor/Hedge Fund	86,707,000,000	0,11	3	96,000,000	32,000,000
Fidelity Worldwide Investment (UK) Ltd.	United Kingdom	Investment Advisor	77,125,000,000	0,1	5	81,000,000	16,200,000
Ontario Teachers' Pension Plan Board	Canada	Pension Fund	17,431,000,000	0,46	1	79,000,000	79,000,000
Invesco Advisers, Inc.	United States	Investment Advisor	162,639,000,000	0,04	2	72,000,000	36,000,000
T. Rowe Price Associates, Inc.	United States	Investment Advisor/Hedge Fund	435,582,000,000	0,01	3	64,000,000	21,333,333
Wells Capital Management Inc.	United States	Investment Advisor/Hedge Fund	61,041,000,000	0,1	6	59,000,000	9,833,333
APG Asset Management	Netherlands	Pension Fund	125,574,000,000	0,04	4	56,000,000	14,000,000
Threadneedle Asset Management Ltd.	United Kingdom	Investment Advisor/Hedge Fund	49,068,000,000	0,11	4	55,000,000	13,750,000
Wellington Management Company, LLP	United States	Investment Advisor/Hedge Fund	334,798,000,000	0,02	5	55,000,000	11,000,000
Caisse de Depot et Placement du Quebec	Canada	Pension Fund	67,089,000,000	0,08	4	51,000,000	12,750,000
Principal Global Investors (Equity)	United States	Investment Advisor	52,745,000,000	0,09	2	50,000,000	25,000,000
Legal & General Investment Management Ltd. (UK)	United Kingdom	Investment Advisor/Hedge Fund	172,026,000,000	0,02	4	42,000,000	10,500,000
ING Investment Management (Netherlands)	Netherlands	Investment Advisor	33,678,000,000	0,12	6	42,000,000	7,000,000

Georgeson

**Cuadro 2.** Principales inversores activos en empresas peruanas  
Fuente: Consultora Georgeson (2013).

Estos inversionistas institucionales tienen como política la práctica del activismo en el gobierno de las empresas donde poseen participación y son quienes usualmente hacen uso de los servicios de un asesor de voto. En los recuadros 3, 4 y 5 se ejemplifican los casos de las empresas Credicorp, Graña y Montero y Compañía de Minas Buenaventura que poseen este tipo de inversionistas institucionales:

### a. Credicorp Ltd

Credicorp es una empresa holding que brinda servicios financieros en el país y es uno de los accionistas de Credicop Capital SAA. El cuadro 3 muestra la relación de accionistas que posee la compañía según la información del *Financial Times*, al 31 de diciembre de 2015. Dentro de los socios más destacados destacan *Acadian Asset Management LLP*<sup>130</sup>, *BlackRock Fund Advisors*<sup>131</sup> y *The Vanguard Group*

<sup>130</sup> *Acadian acknowledges it has a duty of care to its clients that requires it to monitor corporate events and vote client proxies. To assist in this effort, Acadian has retained ISS to research and vote its proxies.* Disponible en:

<http://www.acadian-asset.com/~media/Files/Topics/Mutual%20Funds/AcadianFundsSAI.ashx>  
[Consulta: 11 de abril d 2016].

<sup>131</sup> *We subscribe to a number of different research products and supplement them with local market research where that enhances our ability to take informed voting decisions. We do not follow the*

Inc.<sup>132</sup> que son empresas de inversión y que suelen contratar los servicios de los *Proxy Advisors*.



**Cuadro 3.** Accionistas Institucionales de Credicorp Ltd  
Fuente Financial Times<sup>133</sup>

*recommendations of any one provider but make our voting decision based on what we consider to be in the best long-term economic interests of fund investors.* Disponible en: <http://www.blackrock.com/corporate/en-is/literature/fact-sheet/blk-responsible-investment-faq-global.pdf> [Consulta: 11 de abril de 2016].

<sup>132</sup> (...) *In evaluating proxy proposals, we consider information from many sources, including but not limited to, the investment advisor for the fund, the management or shareholders of a company presenting a proposal, and independent proxy research services (...).* Disponible en: <https://about.vanguard.com/vanguard-proxy-voting/voting-guidelines/> [Consulta: 11 de abril d 2016].

<sup>133</sup> <http://markets.ft.com/research/Markets/Tearsheets/Business-profile?s=BAP:NYQ> [Consulta: 11 de abril de 2016].



## b. Graña y Montero SAA

Empresa dedicada al sector construcción, ingeniería, energía y operaciones públicas. De acuerdo a la información proporcionada por el Financial Times, al 31 de diciembre de 2015, de esta lista inversionistas institucionales que tiene como socios, *Aberdeen Asset Managers Ltd*<sup>134</sup>, *Morgan Stanley Canada Ltd*<sup>135</sup> y *Genesis Investment Management LLP*<sup>136</sup> hacen uso del servicio de los asesores de voto para ejercer su derecho de voto en las sesiones de Junta General de Accionistas.



**Cuadro 4:** Accionistas Institucionales de Graña y Montero SAA  
Fuente *Financial Times*<sup>137</sup>

<sup>134</sup> <http://www.aberdeengrr.com/en/usclosedgrr/literature/proxy>. [Consulta: 06 de julio de 2016].

<sup>135</sup> [https://www.morganstanley.com/im/publication/resources/proxyvotingpolicy\\_en\\_msim.pdf](https://www.morganstanley.com/im/publication/resources/proxyvotingpolicy_en_msim.pdf).

[Consulta: 06 de julio de 2016].

<sup>136</sup> *In instructing voting decisions, each member of Investment Team draws on a variety of resources including their many years of experience as investment analysts, our internal assessment of a company's performance and management and the results of our ongoing engagement efforts, company disclosures and external research (including proxy voting research and recommendations from Institutional Shareholder Services (ISS)). We will not automatically support the board and we will not always follow any voting recommendations provided by ISS. We aim to provide feedback to boards and management on significant voting matters and this in turn, informs our ongoing investment analysis and engagement focus.* Disponible en: <https://www.giml.co.uk/legal-notice.html> [Consulta: 11 de abril d 2016].

<sup>137</sup> <http://markets.ft.com/research/Markets/Tearsheets/Business-profile?s=GRAM:NYQ> [Consulta: 11 de abril de 2016].

### c. Compañía de Minas Buenaventura

Minas Buenaventura es una de empresas de minería muy reconocidas en el Perú. De acuerdo a los datos del Financial Times, al 31 de diciembre de 2015, del grupo de asesores inversionistas que figuran como accionistas, *Van Eck Associates*<sup>138</sup>, *Templeton Asset*<sup>139</sup>, *BlackRock Investment Management Ltd*<sup>140</sup> y *The Vanguard Group Inc.*<sup>141</sup> utilizan los servicios de los *Proxy Advisors* para emitir su voto en la Junta General de Accionistas.



**Cuadro 5:** Accionistas Institucionales de Compañía de Minas Buenaventura  
Fuente Financial Times<sup>142</sup>

<sup>138</sup> <https://www.vaneck.com/WorkArea/DownloadAsset.aspx?id=2147492406>. [Consulta: 11 de abril de 2016].

<sup>139</sup> [https://www.franklintempleton.com/content-common/miscellaneous/regulatory/legal/en\\_US/TAML\\_ProxyVotingPolicies.pdf](https://www.franklintempleton.com/content-common/miscellaneous/regulatory/legal/en_US/TAML_ProxyVotingPolicies.pdf). [Consulta hecha el 06 de julio de 2016].

<sup>140</sup> *We subscribe to a number of different research products and supplement them with local market research where that enhances our ability to take informed voting decisions. We do not follow the recommendations of any one provider but make our voting decision based on what we consider to be in the best long-term economic interests of fund investors.* Disponible en: <http://www.blackrock.com/corporate/en-is/literature/fact-sheet/blk-responsible-investment-faq-global.pdf> [Consulta: 11 de abril de 2016].

<sup>141</sup> (...) *In evaluating proxy proposals, we consider information from many sources, including but not limited to, the investment advisor for the fund, the management or shareholders of a company presenting a proposal, and independent proxy research services (...).* Disponible en: <https://about.vanguard.com/vanguard-proxy-voting/voting-guidelines/> [Consulta: 11 de abril de 2016].

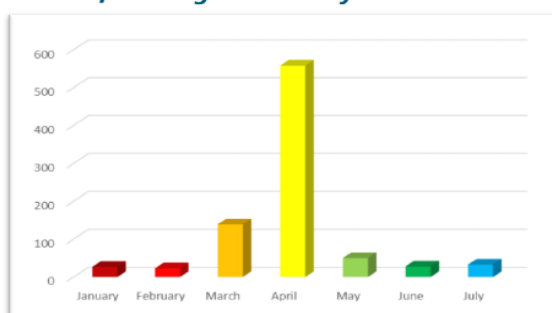
<sup>142</sup> <http://markets.ft.com/research/Markets/Tearsheets/Business-profile?s=BVN:NYQ> [Consulta: 11 de abril de 2016].

## 6.2 El mercado del *proxy advisory* en el Perú

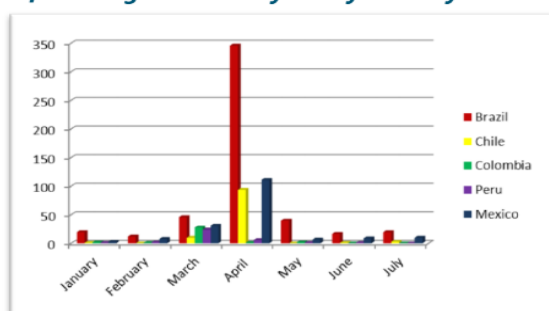
La presencia de los *proxy advisors* en el Perú se encuentra en una etapa de crecimiento y consolidación. Las prioridades del inversor son las prioridades del *proxy advisor* y en estos momentos se encuentran en otros países y cuando se ha presentado la posibilidad de evaluar alguna pauta de agenda, su trabajo ha sido “laxo” (Gutiérrez Velandia y Abella Rubio 2014: p. 435) debido al nivel de desarrollo y profundidad que caracteriza al mercado peruano.

Por tanto, la presencia de los *Proxy Advisors* en el mercado peruano aún es leve pero es evidente que a medida que crezca la presencia de los inversionistas institucionales en el país también lo haga su influencia. La evidencia sugiere que cada año aumenta el número de propuestas de recomendación que los *Proxy Advisors* emiten a favor de sus clientes sobre empresas del medio local. A modo de referencia, las estadísticas, proporcionadas *Proxy Advisor ISS*, grafican la labor de asesoría de voto en la región y en el Perú durante el 2014 (cuadro 6):

**Number of Meetings Covered by ISS - Latin America**



**Number of Meetings Covered by ISS by Country – Latin America**



**Cuadro 6:** Numero de reuniones atendidas por ISS en 2014  
Fuente: ISS. Latin America. 2014 Proxy Season Review.

De igual forma, la información reportada por ISS refiere que la falta de transparencia de información y la divulgación inoportuna de esta son los problemas que tiene el mercado empresarial en Sudamérica y Perú (ISS 2016: p.1). En 2015, ISS reportó que 5 empresas peruanas (Minas Buenaventura, Ferreyrocorp, Graña y Montero, Pesquera Exalmar y Refinería La Pampilla) fueron las únicas que reportaron los nombres de sus candidatos al cargo de Directorio antes de la sesión de junta general de accionistas (ISS 2016: p. 12). Asimismo, en el mismo año, 49 empresas peruanos fueron objeto de sus recomendaciones<sup>144</sup>.

### 6.3 Recomendaciones de los asesores de voto para el mercado peruano

El aporte de los asesores de voto en el Perú se ha centrado en el análisis sobre la elección y/o reelección de los miembros del Directorio, su nombramiento y otros temas vinculados. En el primer caso, los *Proxy Advisors* han cuestionado la carencia de datos y la hoja de vida de los candidatos a director o de aquellos que van por la reelección. También, sus críticas han cuestionado la presentación de candidatos en ternas conjuntas y no, como sucede en otras latitudes, de forma individual (Gutiérrez Velandia y Abella Rubio 2014: p. 435).

Los aportes de los *Proxy Advisors* se han centrado en otros temas como la auditoría, las remuneraciones de los directivos, la gestión del directorio, la evaluación de los estados financieros, entre otros temas. En los cuadros estadísticos 7 y 8 Velandia y Abella ilustran los temas que han sido objeto de recomendaciones de parte de los asesores de voto en las empresas peruanas (Gutiérrez, Paola y Abella Rubio 2014: p. 433)<sup>149</sup>:

---

<sup>144</sup> Lauren Lusthaus. Vicepresidenta de *Institutional Shareholder Service*. Correo electrónico del 10 de mayo al autor.

<sup>149</sup> El estudio contó con el apoyo de 11 empresas del medio local: Alicorp S.A.A., Banco de Crédito del Perú, BBVA Banco Continental S.A., Cementos Pacasmayo S.A.A., Compañía Minera Milpo S.A.A., Ferreyrocorp S.A.A., Grana y Montero SAA, Refinería La Pampilla S.A.A Relapa, Sociedad Minera Cerro Verde SA, Unión Andina de Cementos S.A.A. (UNACEM) y Volcán Compañía Minera S.A.A.

Perú: porcentaje de recomendaciones a Favor y en Contra por tema  
Directores y Puntos Conjuntos

Perú	2014		2013	
N. Empresas	11		10	
Proxy Advisor	F	C	F	C
Dividendo	85,71%	14,29%	100,00%	0,00%
Capital	0,00%	100,00%	33,33%	66,67%
Remuneración	100,00%	0,00%	100,00%	0,00%
Auditoría	100,00%	0,00%	100,00%	0,00%
Consejeros	90,32%	9,68%	0,00%	100,00%
Finanzas	100,00%	0,00%	100,00%	0,00%
Otros Asuntos				
Puntos Conjuntos	75,00%	25,00%	81,82%	18,18%

**Cuadro 7.** Porcentaje de recomendaciones de los *Proxy advisors*.  
Fuente: Gutiérrez Velandia y Abella Rubio(2014).

Perú: número de propuestas con recomendaciones a Favor y en Contra por tema  
Directores y Puntos Conjuntos

Perú	2014		2013	
N. Empresas	11		10	
Proxy Advisor	F	C	F	C
Dividendo	6	1	6	0
Capital	0	1	1	2
Remuneración	3	0	3	0
Auditoría	14	0	11	0
Directores	28	3	0	2
Finanzas	9	0	2	0
Otros Asuntos				
Puntos Conjuntos	6	2	9	2

**Cuadro 8.** Número de propuestas con recomendaciones de los *Proxy advisors*.  
Fuente: Gutiérrez Velandia y Abella Rubio (2014).



La lectura de los cuadros estadísticos de la Consultora *Georgeson* sugiere que el trabajo de los *Proxy Advisors* en el Perú está en una etapa de crecimiento que concuerda con la presencia de los inversionistas institucionales en el mercado y su necesidad de justificar el sentido de su voto en la junta de accionistas de las empresas emisoras. En este sentido, los inversionistas institucionales, principalmente, los fondos de pensión deben exigir la implementación de mecanismos transparentes de gobierno corporativo que obliguen a la administración de la empresa emisora a publicitar sus políticas de voto, en su cartera de inversiones, fundamentar el sentido de cada uno de ellos y contar con el apoyo de un asesor independiente.

Por el lado de la empresa emisora urge implementar mecanismos de participación de sus accionistas y a justificar el sentido de su voto. De esta manera, el inversionista institucional acreditará que su trabajo cumple con los criterios de “activismo”, “responsabilidad” y a largo plazo en beneficio de sus grupos de interés, especialmente sus socios minoritarios y sus clientes. En ambos casos, el *Proxy Advisor* se constituye en un medio de protección de los intereses de todos los grupos de interés que están vinculados con la empresa emisora y con el inversionista institucional.

#### **7. La implementación de normas de los Proxy Advisors en el Perú**

Los *proxy advisor* influyen en las decisiones de los inversionistas institucionales por medio de sus recomendaciones de voto que, éstos últimos, deben de adoptar en la junta de socios de la empresa emisora. Esta influencia también se extiende a la protección de los intereses de los *stakeholders* que conforman los grupos de interés del inversionista institucional, especialmente los socios minoritarios y los clientes. Asimismo, los asesores de voto colaboran con el cumplimiento de los criterios de “activismo”, “responsabilidad”, “transparencia” en labor del inversionista institucional.

Asimismo, el crecimiento del mercado peruano va a constituir un factor adicional para la presencia de los *proxy advisors* en el país. Dado que el mercado peruano está en una fase de crecimiento económico y con una presencia mayoritaria de

empresas, principalmente familiares, la necesidad de contar con los servicios de “asesoría de voto” aún es lejano e innecesario. Sin embargo, a medida que las empresas locales crezcan y se internacionalicen, tenderán a cotizar en bolsa o en el mercado de valores lo cual atraerá la presencia de los inversionistas institucionales foráneos que son, quienes contratan los servicios de los asesores de voto para respaldar el sentido de su voto en la junta de accionistas.

Ante este panorama, el Derecho de la Empresa en el Perú tiene el enorme reto de crear los mecanismos legales que protejan no solo los intereses de los socios minoritarios y de los clientes de las empresas de inversión sino de regular la conducta de aquellas empresas de asesoría que colaboran con los inversionistas institucionales. El *Proxy Advisor* puede convertirse en una suerte de instrumento efectivo que fomente la participación del inversionista en el gobierno de las empresas emisoras de forma “responsable”, “activa” y “transparente” y, por extensión, proteger los intereses de los demás grupos de interés (socio minoritario y cliente). Según esta perspectiva, a continuación se proponen algunas pautas de regulación de los asesores de voto de acuerdo a la legislación

## 7.1 Derecho de sociedades

El derecho de sociedades desempeña un rol preponderante en el funcionamiento de las empresas de asesoría de voto. Los *Proxy Advisors* deberán formular sus propuestas de recomendación de sentido de voto considerando las implicancias que ello genere en el gobierno de la empresa emisora. A modo de referencia, un asesor de voto debe considerar que si recomienda a su cliente-inversionista ejercer su voto “EN CONTRA” de un acuerdo de junta general de accionistas, éste último podrá impugnar dicho acuerdo ante la vía jurisdiccional correspondiente<sup>151</sup>. También, los proxy advisors recomendarán el voto a favor de la elección de nuevos directores de la empresa emisora si no tienen impedimentos o, en los casos de renovación de cargo, no incurren en conflictos de interés.

---

<sup>151</sup> De acuerdo al artículo 140° de la Ley General de Sociedades.

## 7.2 Mercado de Valores

La presencia de los asesores de voto en el mercado de valores peruano se manifiesta con la presencia de los inversionistas institucionales<sup>153</sup>. Este tipo de inversores requieren del apoyo o asesoría de los proxy advisors para que, en su representación, revisen las propuestas de agenda, que las empresas emisoras plantean a los accionistas (inversores), y recomienden el sentido de voto del inversionista. En este contexto, los proxy advisors que asesoren a inversionistas institucionales deben de considerar los alcances legales que regulen su funcionamiento en el mercado peruano. Asimismo, los proxy advisors deberán considerar legislación de mercado de valores para el ejercicio óptimo de su trabajo: Ley de Mercado de Valores, el Reglamento de los Inversionistas Institucionales y, accesoriamente, el reglamento de la oficina de protección al inversionista.

### a. Inversionista institucional

En los EEUU, la figura de los proxy advisors surgió por la existencia de la Employment Income Security Act (1974) y la Investment Act Rule (1940). Estas leyes, de forma conjunta, exigen a los asesores de inversión que justifiquen o “demuestren” que ejercen el voto, en las empresas donde poseen inversión, de acuerdo a los intereses de sus clientes y, para lo cual, pueden utilizar las recomendaciones de un tercero independiente.

Al contrario, en Europa la necesidad de regular a los asesores de voto surge por su presencia en el mercado europeo. Sin embargo, a diferencia de los EEUU, el organismo comunitario y las legislaciones europeas, optaron por escoger la autorregulación propia como el medio ideal para delimitar la conducta de los

---

<sup>153</sup> El anexo 1, del Reglamento del Mercado de Inversionistas Institucionales, aprobado por Resolución SMV N° 021-2013-SMV/01, califica como inversionistas institucionales a los bancos, financieras y compañías de seguros y demás empresas señaladas por el artículo 16° de la Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros, Ley N° 26702 y sus normas modificatorias; los agentes de intermediación; las administradoras privadas de fondos de pensiones; las sociedades administradoras de fondos de inversión; las sociedades administradoras de fondos mutuos y las sociedades tituladoras. También califican como inversionistas institucionales entidades del exterior, entidades prestadoras de salud, personas naturales, personas jurídicas, y fondos y patrimonios autónomos siempre que cumplan determinados criterios.

asesores de voto. Es decir, cada *proxy advisor* se autoregula por medio de sus códigos de conducta o prácticas de gobierno corporativo.

En este sentido, a diferencia de los EEUU, la legislación peruana no obliga a los inversionistas institucionales que justifiquen el sentido del voto que han de ejercer en las juntas de socios de la empresa emisora y tampoco que certifique su viabilidad por medio de una entidad independiente. La Ley de Mercado de Valores, en su artículo 16-A, exige a los inversionistas institucionales comportarse con “diligencia” y “transparencia” en interés de sus clientes y en defensa de la integridad del mercado<sup>154</sup>. También, la norma les impone el deber de reducir los riesgos de conflictos de interés, priorizar el interés de sus clientes y administrar sus fondos de forma ordenada, prudente y según los intereses de sus clientes (ídem).

Para el caso peruano la regulación de los *proxy advisors* deberá optar entre estas opciones que han presentado las experiencias de EEUU y Europa. En otras palabras, el legislador deber escoger entre crear o modificar alguna norma estatal ya existente o debe optar por dejar en manos de la empresa su regulación.

#### - Autorregulación

En este contexto, la figura de los *proxy advisors* puede implementarse en el mercado peruano como el instrumento que tienen los inversionistas institucionales para demostrar a sus clientes y al mercado que cumplen con gestionar sus fondos acuerdo a los criterios de diligencia y como un factor que otorgaría mayor

---

<sup>154</sup> Artículo 16 A.- Deberes para con los Clientes y el Mercado

Las personas inscritas en el Registro que actúan en el mercado de valores, tanto recibiendo o ejecutando órdenes de inversión como asesorando o administrando inversiones en valores por cuenta de terceros o patrimonios autónomos, deberán comportarse con diligencia y transparencia en interés de sus clientes y en defensa de la integridad del mercado. **Asimismo, deberán organizarse de forma que se reduzcan al mínimo los riesgos de conflictos de interés y, en situación de conflicto, dar prioridad a los intereses de sus clientes, sin privilegiar a ninguno de ellos.** Estas personas deben gestionar su actividad de manera ordenada y prudente, cuidando los intereses de los clientes como si fueran propios, asegurándose de que disponen de toda la información necesaria sobre sus clientes y mantenerlos siempre adecuadamente informados (el resaltado es nuestro).

transparencia a sus procesos de adopción del sentido de voto que han de ejercer en la junta de socios de la empresa emisora. En este sentido, la norma 16-A de la Ley de Mercados de Valores es suficiente para fundamentar la necesidad del inversionista de optar por contratar los servicios de un *proxy advisor*. En cuanto a los criterios de contratación, los requisitos que debe reunir el asesor de voto, la calidad de personal que debe contar, entre otros aspectos; el inversionista institucional podría incluirlos mediante la autorregulación.

Un caso parecido es Inglaterra donde los inversionistas institucionales contratan los servicios de los *proxy advisors* por recomendaciones del UK Stewardship Code que recomienda a los inversores el ejercicio de una conducta “activa” y “responsable” en la gestión de los fondos de sus clientes. Los casos de *River & Mercantile Asset Management* y *Aberdeen Asset Management* son ilustrativos. Son empresas inglesas que se dedican a invertir los aportes de sus clientes en diferentes empresas nacionales e internacionales y ejercitan el voto en las juntas de socios para demostrar que ejercen una labor “activa”<sup>155</sup> y en beneficio de los “mejores intereses”<sup>156</sup> de sus clientes y, complementariamente, de acuerdo a las recomendaciones de la UK Stewardship Code. En este sentido, si el rol del proxy advisor en Inglaterra se justifica en base a la existencia de normas de autorregulación (normas de conducta), también es posible de implementar su funcionamiento en el Perú sin necesidad de contar con normas estatales.

#### - Regulación estatal

En esta opción, el legislador opta por modificar la misma norma 16 A del Mercado de Valores y especificar, de manera clara, que, al igual que la legislación estadounidense, el inversionista institucional debe argumentar el voto que ha de ejercitar en la junta de socios de la empresa emisora y sustentarlo con la recomendación profesional de un asesor de voto. Al igual que el anterior caso, los

<sup>155</sup> Aberdeen Asset Management (2016). Disponible en: <http://aboutus.aberdeen-asset.com/en/aboutus/expertise/equities/stewardship/delivery> [Consulta: 07 de setiembre de 2016].

<sup>156</sup> Rivera & Mercantile Asset Management (2016). Disponible en: [http://www.riverandmercantile.com/river\\_and\\_mercantile\\_asset\\_management/about\\_us/corporate\\_governance/voting\\_and\\_engagement](http://www.riverandmercantile.com/river_and_mercantile_asset_management/about_us/corporate_governance/voting_and_engagement). [Consulta: 07 de setiembre de 2016].



criterios de selección y contratación de dicho asesor podrían reglamentarse por medio de la autorregulación propia que cada inversionista establezca en sus códigos de conducta, prácticas de gobierno corporativo o en sus políticas de inversión.

Los casos de *BlackRock Capital Investment Corporation*<sup>157</sup> y *Franklin Templeton Investments*<sup>158</sup> ilustran esta. Ambos son inversionistas institucionales estadounidenses que han regulado sus políticas de participación en el gobierno de sus empresas emisoras según las exigencias legales del Employee Retirement Income Security (ERISA) de 1974 y el Investment Advisers Act de 1940. Ambas normas exigen a los inversionistas institucionales, constituidos en los EEUU, que cumplan con los criterios de defensa de los intereses de sus clientes y, para ello, contar con el apoyo de una entidad independiente que certifique la efectividad del voto que ha de ejercer en la junta de socios de la empresa emisora.

#### - **Posición personal**

La figura de los *proxy advisors* es relevante porque sus recomendaciones contribuirán a incluir criterios de activismo, responsabilidad y defensa de intereses de los clientes. Sus actos de inversión serán más transparentes y beneficiará a los agentes de mercado más próximos (socios minoritarios y clientes). En este sentido la responsabilidad social que tienen las empresas de inversión con el mercado constituye el mejor incentivo para acudir a los servicios de los asesores de voto. Es decir, factores como la necesidad de mejorar sus índices de reputación corporativa, incrementar su competitividad para captar un mayor número de clientes, retener a sus socios, reducir los índices de desconfianza de su labor, mejorar la transparencia de su actividad económica, entre otros motivos, serán las

---

<sup>157</sup> Aunque no lo menciona expresamente BlackRock ofrece planes de retiro que están regulados por el *Employment Retirement Securities Investment (ERISA)*. *BlackRock Capital Investment Corporation* (2016). <https://www.blackrock.com/corporate/en-dk/about-us/blackrock-capital-investment-corporation>. [Consulta: 07 de setiembre de 2016].

<sup>158</sup> *Frank Templeton Investments* (2016). Disponible en: [https://www.franklintempleton.com/content-common/miscellaneous/regulatory-legal/en\\_US/TAML\\_ProxyVotingPolicies.pdf](https://www.franklintempleton.com/content-common/miscellaneous/regulatory-legal/en_US/TAML_ProxyVotingPolicies.pdf) [Consulta: 07 de setiembre de 2016].

causas que inducirán a los inversores a contratar los servicios de un asesor de voto.

En este sentido, la promoción de la figura de los asesores de voto debe realizarse según los mecanismos de autorregulación ya existentes en el mercado peruano como las prácticas de buen gobierno corporativo o el cumplimiento de códigos de conducta. Dichos mecanismos de autorregulación junto con el artículo 16 A de la Ley de Mercado de Valores y otras normas complementarias<sup>159</sup> se constituirán en un eficaz instrumento regulatorio que favorecerá la necesidad de contratar a empresas dedicadas al *proxy advisory service*. Más aún en el caso de los Fondos de Pensión debido a que los problemas de transparencia y probables conflictos de interés en su administración amerita la necesidad de contar con un tercero que certifique la eficacia del ejercicio de su voto en las empresas emisoras para beneficio de sus socios minoritarios pero principalmente para cautelar el interés de los aportantes.

En síntesis, los *proxy advisors* son el medio que permite a los inversionistas institucionales del mercado peruano mejorar los niveles de transparencia, confianza y efectividad de su participación en el gobierno de las empresas emisoras que, como consecuencia, protegen los intereses de sus socios minoritarios y clientes de manera de más efectiva.

#### **b. Asesor de voto**

En el punto 4.2, del capítulo I, se diferenció la labor del asesor de voto con el trabajo del asesor de inversión (asesor financiero) (2016: pp. 15-16). La conclusión fue que el asesor de inversión utiliza sus conocimientos especializados en el mercado de valores para aconsejar, opinar o recomendar al inversionista para que

---

<sup>159</sup> Merece destacar la Resolución N° 033-2015-SMV/01 de la Superintendencia de Mercado de Valores que obliga a las empresas, que cotizan en bolsa, a presentar un Reporte de Sostenibilidad Corporativa cada año. Este informe puede constituirse en una forma de exigencia para que las empresas emisoras demuestren que están cumpliendo con los criterios de responsabilidad social. Esta exigencia, a su vez, puede provenir de las propuestas de los inversionistas (institucionales) de dichas empresas emisoras que las han recibido de las recomendaciones de su *proxy advisor*.

adopte sus decisiones de inversión de manera informada mientras que el *Proxy Advisor* colabora en el estudio y análisis sobre el sentido de voto que el inversor debe ejercer en la junta de socios de la empresa emisora.

Por tanto, dado que la función que desempeña el asesor de voto es diferente a la del asesor de inversión, no le serían aplicables las normas de éste último. Por ende, una empresa que desea constituirse como un *proxy advisor* podrá hacerlo al amparo de la Ley General de Sociedades<sup>160</sup>. Sin embargo, de acuerdo al último párrafo del artículo 12º de la Ley de Mercado de Valores<sup>161</sup>, la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) tendría la facultad de normar la actividad de los asesores de voto para garantizar la “transparencia” del mercado, de considerarlo conveniente.

El ejercicio de esta competencia por parte de la SMV es importante porque puede prevenir determinadas situaciones que podrían cuestionar la profesionalidad y neutralidad del *proxy advisor* y perjudicar los intereses de los agentes del mercado. Así, dadas las características propias del mercado peruano, presencia de empresas de capital cerrado y de propiedad de grupos societarios, es necesario que el funcionamiento de las empresas asesoras de voto cumpla determinados criterios legales para prevenir potenciales problemas que pongan en riesgo la transparencia de su trabajo<sup>165</sup>. En este sentido, las normas del regulador pueden

---

<sup>160</sup> Sobre este tema hay cuestiones a considerar para realizar futuras investigaciones. Una cuestión es la posibilidad que las sociedades agentes de bolsa (SAB) y las sociedades intermediarias de valores (SIV) pueden incluir el servicio estudio del voto. Al respecto, las normas de la Ley del Mercado de Valores (artículos 194º y 207 º) guardan silencio y, aparentemente, no existiría impedimento alguno. Asimismo, la posibilidad de que un *proxy advisor* foráneo decida constituirse como una SAB o SIV y, paralelamente, realizar actos propios de “asesoría de voto.

<sup>161</sup> Art. 12 Transparencia del mercado

(...)

CONASEV (SMV) mediante norma de carácter general, puede **establecer y prohibir otras situaciones, comportamientos de abuso de mercado o que infrinjan la transparencia del mercado de valores** (el resaltado es nuestro).

<sup>165</sup> Según Puente Arnao, la transparencia equivale al concepto de mercado eficiente, entendido como la situación en la que los inversionistas asimilan toda la información necesaria para tomar sus decisiones de compra-venta de valores, y la integridad, como la no desnaturalización del mercado de valores (Puente Arnao 2000: p. 42). En este sentido, la competencia de la SMV estaría justificada para regular el mercado del *proxy advisory* en el Perú a través de sus resoluciones, de presentarse el caso, sin necesidad de la expedición de una nueva ley.

considerar la exigencia legal a los *proxy advisor*, que son parte de un grupo empresarial, la implementación de un sistema de controles de “cortafuego” *firewall* para prevenir potenciales conflictos de interés o problemas de transparencia.

Sin embargo, en caso que la SMV decida no regular la actividad de los asesores de voto o mientras dure el proceso de hacer, es posible que cada *proxy advisor* pueda autorregularse a través de sus normas o políticas de transparencia. Esta posibilidad es utilizada en EEUU por el *Proxy Advisor Institutional Shareholders Service Inc (ISS)*.

En el 2014, *Vestar Capital Partners*, un conocido fondo de inversiones en EEUU, adquirió ISS<sup>167</sup>.

### c. Defensa del inversionista

La existencia de los *Proxy advisor* se sustenta en la necesidad de fortalecer el voto que el inversionista institucional ejerza en la junta de socios de las empresas emisoras y mejorar el gobierno de estas. Sin embargo, el mercado y la regulación deben considerar el supuesto cuando un asesor de voto no cumple su trabajo y perjudica los intereses de inversionistas institucional e indirectamente de los socios minoritarios y clientes de este último.

En el Perú, la defensa del inversionista ha sido instituida en virtud a la Resolución N° 003-2012-SMV/01 para fortalecer la protección a los inversionistas, velar por el respeto de sus derechos en el mercado de valores del país según el artículo 1°. El artículo 3°, párrafo 1, establece que cualquier inversionista que considere que

---

<sup>167</sup> *Vestar Capital Partners* (2016). Disponible en <http://www.vestarcapital.com/portfolio/>. [Consulta: 08 de setiembre de 2016].

<sup>168</sup> Para más detalles revisar el documento *Policy on Potential Conflicts of Interest Related to Institutional Shareholder Services Inc.* Disponible en: <https://www.issgovernance.com/file/duediligence/2014-ISS-Conflicts-Policy-6-19-2014.pdf>. [Consulta: 08 de setiembre de 2016].

<sup>169</sup> Para más detalles revisar el documento *Policy on Mitigation of Potential Conflicts of Interest Related to Institutional Shareholder Services Inc.* Disponible en: <https://www.issgovernance.com/file/duediligence/2014-Vestar-Conflicts-Policy-6-18-2014.pdf>. [Consulta: 08 de setiembre de 2016].

algún agente de intermediación, dentro de la competencia de la SMV, podría estar afectando sus derechos puede acudir a la defensoría y recibir orientación sobre los mecanismos que posee para formular la denuncia ante los órganos correspondientes<sup>172</sup>. El literal “c” de la norma, en cuestión, prevé que el inversor puede optar por formular su denuncia a la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) en caso de infracción a las normas de mercado de valores, o, al Indecopi ante una posible infracción de las normas del consumidor, o acudir a la vía arbitral conforme al artículo 340º de la Ley de Mercado de Valores.

Sin embargo, para el caso de los *proxy advisors*, la norma en cuestión no resulta aplicable para los inversionistas institucionales del mercado local. Esto debido a que el asesor de voto no es un asesor de inversiones propiamente y no está dentro de la competencia de la Ley de Mercado de Valores, como sí lo está el Inversionista Institucional. En este sentido, la forma ideal de protección de los intereses del inversionista será por medio de la regulación contractual que exista entre él y el asesor de voto. En dicho contrato, el proxy advisor y su cliente inversionista acuerdan los términos y condiciones según los cuales se realizará el servicio de *proxy advisory service* (ISS 2014: p. 5).

es la facultad del defensor del inversionista, según el artículo 3º, inciso 5, del Reglamento, de identificar y formular proyectos de normas para fortalecer la protección de los derechos de los inversionistas. En este sentido, el defensor puede fundamentar la necesidad de incluir a los *Proxy Advisors* bajo el control de la Ley del Mercado de Valores<sup>173</sup>. En ese caso, la Superintendencia podría proponer al Congreso la modificatoria de dicha Ley. Una vez que el Congreso apruebe su inclusión, la Superintendencia podrá ampliar sus alcances por medio de una Resolución.

---

<sup>172</sup> Para un mayor estudio se aconseja revisar Stucchi López Raygada, Pierino; Gil Dolz, Julio; y Angarita Fonseca, Javier (2013) “Mecanismos de solución de controversias y garantías a favor del inversor” en Estudio sobre la protección del inversor en Iberoamérica, Instituto Iberoamericano de Mercado de Valores (IIMV), Madrid, pp. 211-244.

<sup>173</sup> Sin perjuicio de ello, los *proxy advisors*, que así lo deseen, pueden optar por someterse a las competencias de la Ley y de la SMV como parte de sus prácticas de gobierno.



### 7.3 Sistema financiero

Las entidades del sistema financiero califican como inversionistas institucionales<sup>174</sup>. Por tanto, la regulación de los *proxy advisors* en las entidades financieras y crediticias sería de acuerdo a los criterios desarrollados en la parte del mercado de valores. El trabajo de los asesores de voto recae en la labor de los inversionistas institucionales donde esta incluidas las entidades del sistema financiero. Sin embargo, la importancia que tienen las Administradora de Fondos de Pensiones (AFP) en el mercado financiero local justifica la necesidad de recomendar, de forma adicional, el uso de los servicios de los *proxy advisors*.

#### a. Sistema Privado de Administración de Fondos de Pensiones

Las AFP tienen incentivo para contratar los servicios de los asesores de voto para acreditar que, cumplen de manera diligente, la correcta gestión de los fondos de sus aportantes y el estudio de los riesgos. El artículo 21-B de la Ley del Sistema Privado de Administración de Fondos de Pensiones, Decreto Ley N° 25897, prescribe que las AFP asumen responsabilidad fiduciaria en la gestión de los fondos de sus afiliados y, por ende, su conducta se enmarca a actuar conforme a los criterios de reserva, prudencia y honestidad en el uso de los recursos informativos, tecnológicos y financieros que respalden los procesos de toma de decisiones de la administración. Este proceso de toma de decisiones debe traducirse en la correcta gestión de los fondos de los afiliados que genere la rentabilidad necesaria para incrementar sus prestaciones<sup>180</sup>.

En este sentido, la preocupación implica la protección de los intereses de los afiliados que no poseen un mecanismo efectivo que les permita conocer la forma

---

<sup>174</sup> El artículo 1º. inciso “b”, de la Ley Orgánica de la Superintendencia de Mercado de Valores (SMV), Ley N° 26126, y el anexo 1 del Reglamento de inversionistas institucionales, Resolución SMV N° 021-2013-SMV/01, prescriben que las entidades adscritas a la supervisión de la Superintendencia de Banca, Seguros y Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones (SBS) califican como inversionistas institucionales y, están bajo la supervisión de la Superintendencia de Mercado de Valores (SMV) en aquellos aspectos que signifiquen una participación en el mercado de valores.

<sup>180</sup> La superintendencia de banca y seguros ha establecido un conjunto de derechos y deberes del afiliado que establecen precisamente, como uno de los deberes de la AFP, la realización de inversiones con los aportes de los afiliados que permitan incrementar el valor de las prestaciones que brinda a sus afiliados (SBS 2009: p. 11).

cómo las AFP participan en la gestión de las empresas emisoras, en calidad de accionistas, debido a que no se ha contemplado su participación directa y activa<sup>181</sup>. Por ello, el aporte de los asesores resulta necesario para certificar la efectividad del uso de los aportes de afiliados. Es decir, las recomendaciones sobre el sentido de voto, que el proxy advisor aconseja adoptar al fondo de pensiones, elevan la efectividad e impacto en la gestión de la empresa emisora. Así, la adecuada gestión de empresa emisora impactará en el retorno (rentabilidad) que ésta genere que a la AFP (socios), en calidad de accionista y al afiliado, como cliente del fondo de pensiones. De esta manera, el asesor de voto estará en condiciones de proteger los intereses de los afiliados de la AFP y de los socios minoritarios ésta.

**b. El proxy advisor en el sistema privado administración en el fondo de pensiones**

Al igual que en el mercado de valores, la contratación de los *proxy advisors* no requiere la promulgación de una norma explícita. El artículo 21-B de la Ley del Sistema Privado de Administración de Fondos de Pensiones<sup>182</sup>, establece que cualquier Administradora de Fondo de Pensiones asume responsabilidad fiduciaria hacia sus clientes (afiliados) y demás *stakeholders*. En base a esta regla jurídica, los fondos de pensión pueden publicitar sus políticas de voto en las empresas emisoras de manera voluntaria. Por ejemplo, en EEUU, el Fondo de Retiros Calsters ha asumido la obligación de influir en las empresas emisoras mediante el voto:

---

<sup>181</sup> Entre los mecanismos principales figuran los controles internos que realizan las administradoras, la supervisión directa de la SBS, el establecimiento de límites de inversión, establecimiento y seguimiento del nivel de riesgo de los instrumentos financieros que las AFP adquirieron con los aportes de los afiliados y la exigencia de mantenimiento de un encaje. También figuran la publicación de reportes periódicos de la SBS y la información de los estados de aportes al afiliado (SBS 2009: pp. 11-12).

<sup>182</sup> Artículo 21-B.- Las AFP, en su condición de administradoras de los aportes obligatorios y voluntarios que realicen los afiliados a sus CIC, **asumen plena responsabilidad fiduciaria en su condición de inversionistas institucionales cuya finalidad es la provisión de los recursos adecuados para el otorgamiento de una pensión de jubilación, invalidez y sobrevivencia, sobre la base de los aportes realizados por el afiliado a lo largo de su vida laboral.** En mérito a ello, es responsable de actuar con la diligencia que le corresponde a su calidad de inversionista, con reserva, prudencia y honestidad en el uso de los recursos informativos, tecnológicos y financieros (el resaltado y subrayado es nuestro).

[...] *As institutional investors, CalSTRS has a duty to act in the best long-term interests of our beneficiaries. In this fiduciary role, we believe that environmental, social, and corporate governance (ESG) issues affect the performance of the investment portfolio to varying degrees across companies, sectors, regions, asset classes and through time. CalSTRS is a large investor and as such, is in a position to exert influence on the corporations in which it has invested. Therefore, CalSTRS will actively analyze and exercise its ownership rights in all markets in order to act in a responsible manner to its beneficiaries across multiple generations*<sup>183</sup> [...] (el resaltado y subrayado es nuestro).

El compromiso que asume este fondo de pensiones es un adecuado sustento para recurrir al apoyo de los asesores de voto. Si bien en los EEUU la legislación ya exige a los inversionistas institucionales que cuenten con el apoyo de los *Proxy Advisors*; en el Perú, las AFP podrían incluir dicha obligación en sus políticas de inversión de forma voluntaria. De esta manera, las recomendaciones de los *Proxy Advisors* están en capacidad de colaborar con la efectividad en el gobierno de las empresas emisoras y proteger los intereses de los afiliados y socios minoritarios que conforman los fondos de pensión. En otras palabras, las recomendaciones que el proxy advisor emita sobre el sentido de voto que debe adoptar la AFP, le brindarán, a este último, una mayor consistencia a sus decisiones de voto y mejorará su aporte en el gobierno de la empresa emisora.

## 7.4 Gobierno corporativo

### a. Pautas de la autorregulación

El gobierno corporativo sirve como el conjunto de normas de autorregulación que los inversionistas implementan en su organización interna para desempeñar un rol transparente y efectivo en el gobierno de sus empresas emisoras y, cautelar, de esta manera, el correcto uso de los aportes de sus clientes. Los temas que los inversionistas institucionales evalúan, como parte de sus prácticas de gobierno corporativo, son la composición de los consejos de administración empresa emisora, los derechos de los inversionistas, el sueldo de los directivos de la empresa emisora, reporte de la información, la estructura de capital y temas

<sup>183</sup> California State Teachers' Retirement System Corporate Governance Principles 2015: p. 20. Disponible en: [http://www.calstrs.com/sites/main/files/file-attachments/corporate\\_governance\\_principles\\_110211.pdf](http://www.calstrs.com/sites/main/files/file-attachments/corporate_governance_principles_110211.pdf) [consulta 09 de setiembre de 2016].

vinculados a la responsabilidad social (medio ambiente y sociedad) (Calpers 2015: p. 9).

Las normas de autorregulación pueden cumplir un doble fin en la regulación del trabajo del inversionista institucional. El primer fin es complementar la legislación estatal existente que consiste en la creación de reglas que reglamentan los alcances de la regulación estatal. Mientras, el segundo fin es la creación de normas propias para reglamentar situaciones que no fueron contempladas por ninguna legislación estatal. A diferencia de EEUU, en el Perú no existe legislación expresa que obligue a los inversionistas institucionales a contratar los servicios de los asesores de voto como parte de su deber fiduciario de proteger los intereses de sus clientes. Por ello, el sector de las Administradoras de Fondos de Pensiones debe recurrir al gobierno corporativo para incluir normas de conducta (de autorregulación) que las obliguen a contratar los servicios de *proxy advisor*.

A su turno, los *proxy advisors* requieren de las pautas del gobierno corporativo para realizar su trabajo de estudio y recomendación sobre el sentido de voto de acuerdo a los criterios de gobierno corporativo (Glas Lewis 2015: p. 45). Por ello, su figura debe incluirse en el Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas, para que sirva como referencia a las empresas del mercado local, y, también, en la legislación de las Administradoras de Fondos de Pensiones que regula la práctica del gobierno corporativo en las AFP.

**b. Los asesores de voto en el Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas**

A diferencia de EEUU, en Europa el trabajo de los asesores de voto se ha materializado en las normas gobierno corporativo que los países han incorporado en sus códigos de gobierno. En Inglaterra, las recomendaciones de The UK Stewardship Code mencionan que los inversionistas institucionales pueden tercerizar sus actividades, entre ellas el voto, pero con la condición de mantener su responsabilidad por la gestión de sus fondos (FRC 2012: p. 2)<sup>184</sup>. En España, el

---

<sup>184</sup> Ver panorama del *proxy advisory service* en Inglaterra, Francia y España, p. 60.

Código Rodríguez recomienda a toda sociedad cotizada que cuente con una política de comunicación con sus accionistas y asesores de voto<sup>185</sup>.

Recientemente, en 2015, la OCDE actualizó sus principios de gobierno corporativo que reemplazaron a las de 2004. En la Recomendación III, inciso D, establece que el marco del gobierno corporativo debe requerir que los asesores de voto y demás intermediarios creen mecanismos que reduzcan los conflictos de interés que comprometan la integridad de sus recomendaciones (OECD 2015: p. 32). De esta manera, la importancia de los *proxy advisors* en favor del inversionista institucional, y sus demás grupos de interés, está en proceso de crecimiento y ha generado su inclusión en los principales códigos de gobierno corporativo.

Por tanto, el mercado peruano debe de contemplar su inclusión para promover la protección de los inversionistas, socios minoritarios del inversor y de los clientes. El actual Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas de 2013 no incluye referencia alguna a los asesores de voto<sup>187</sup> lo cual es un inconveniente para los inversores locales dado que desconocen las ventajas que los *proxy advisors* pueden brindar a su labor. Los asesores de voto pueden colaborar en el cumplimiento del criterio de transparencia que todo inversor institucional debe cumplir con sus clientes, socios minoritarios y, por extensión, a los demás grupos de interés y “mercado en general. Se debería de incorporar un conjunto de principios que recomienden la contratación de los *proxy advisors*:

- En concordancia con el código inglés, el Código peruano debe de prever que en caso las empresas de inversión tercericen sus servicios, como el estudio de voto, deben de reportarlo a sus socios y clientes. En cualquier caso, el inversor institucional mantiene la responsabilidad por las

---

<sup>185</sup> Ídem, pp. 61-63.

<sup>187</sup> El Código se refiere a los “asesores externos” que la sociedad contrata para garantizar la no dilución del accionista (principio 3), la evaluación externa del directorio (principio 20), la operatividad de los comités externos, la valoración de operaciones vinculadas (principio 23).



consecuencias que el ejercicio de voto ocasione en la gestión empresa emisora.

- Dada la característica peculiar del mercado peruano, los *Proxy Advisors* deben convertirse en las entidades encargadas de certificar la transparencia de la gestión que los inversionistas institucionales realizan en las empresas emisoras, pertenecientes al mismo grupo empresarial, y sin incurrir en conflictos de interés y para beneficio de todos (socios minoritarios, clientes y *stakeholders*).
- Los órganos de gestión de la empresa emisora deben proporcionar la información que el asesor de voto requiera para realizar su trabajo de estudio del voto. En caso de no hacerlo, la administración debe ser sancionada por omisión al cumplimiento de sus deberes y enfrentarse a un probable proceso de remoción.

### c. Los *proxy advisors* en el Gobierno Corporativo de los Fondos de Pensión

El artículo 21 B deja en manos del gobierno corporativo la implementación de las políticas de gestión para “respaldar” la gestión de los fondos que administra la AFP<sup>189</sup>.

Por tanto, las pautas de gobierno corporativo de los fondos de pensión deben dirigirse a complementar la norma 21 B de la Ley, en cuestión, con el fin de recomendar a las AFP que contraten los servicios de los *proxy advisors* para que,

---

<sup>189</sup> Artículo 21-B.- Las AFP, en su condición de administradoras de los aportes obligatorios y voluntarios que realicen los afiliados a sus CIC, asumen plena responsabilidad fiduciaria en su condición de inversionistas institucionales cuya finalidad es la provisión de los recursos adecuados para el otorgamiento de una pensión de jubilación, invalidez y sobrevivencia, sobre la base de los aportes realizados por el afiliado a lo largo de su vida laboral. En mérito a ello, es responsable de actuar con la diligencia que le corresponde a su calidad de inversionista, con reserva, prudencia y honestidad en el uso de los recursos informativos, tecnológicos y financieros que respalden los procesos de tomas de decisiones de la administración de las CIC a su cargo (El subrayado y resaltado es nuestro).

a través de sus recomendaciones, cumplan con la transparencia de sus actos, mejore la eficiencia de su labor de gestión en las empresas emisoras, la defensa de los intereses de sus clientes, por extensión de sus socios y demás *stakeholders* y disminuyan sus conflictos de interés<sup>190</sup>.



---

<sup>190</sup> El antepenúltimo párrafo del artículo 21 B prescribe que en cumplimiento del gobierno corporativo las AFP se encuentran obligadas a:

- i. Rendir cuentas a los afiliados sobre los resultados de su gestión, del manejo y la inversión de los fondos de pensiones.
- ii. Administrar los fondos de pensiones atendiendo siempre el interés de los afiliados.
- iii. Otras políticas internas que sustenten los principios del gobierno corporativo, acorde con las disposiciones reglamentarias para dicho efecto.

### CONCLUSIONES DEL CAPÍTULO III

- El mercado peruano se caracteriza por tener una alta concentración de la propiedad de las empresas en manos de grupos empresariales nacionales y extranjeros. Los estudios hechos por la OCDE y otras instituciones sugieren que esta situación del mercado local genera problemas de transparencia en el gobierno de las empresas dependientes que generan problemas de desconfianza e inseguridad en su organización. Por ello, el mercado requiere de mecanismos de transparencia que protejan los intereses de los *stakeholders* que están en mayor grado de vulneración de sus derechos: los socios minoritarios y en el resto de grupos de interés como sus clientes.
- La revisión y el análisis hecho a Credicorp Ltd, Graña y Montero SAA y Compañía Minas Buenaventura muestra que sus accionistas extranjeros, como *BlackRock Investment Management Ltd*, *Acadian Asset Management LLP*, *Genesis Investment Management LLP* y *The Vanguard Group Inc.* contratan los servicios de los asesores de voto para que, en su representación, estudien y recomienden el sentido de voto que deberán de adoptar en la Junta General de Accionistas o certifiquen el estudio hecho por el mismo inversor. El motivo es la exigencia de la *Investment Rule Act* de EEUU que obliga a los inversores institucionales a justificar a sus clientes el sentido del voto que asumen en la gestión de sus participaciones, como parte de los deberes fiduciarios que poseen hacia sus clientes.
- La información brindada por los *proxy advisors* Institutional Shareholder Services (ISS) y *Georgeson* sugiere que los *Proxy advisors* influyen en el mercado peruano por medio de inversionistas institucionales extranjeros que son accionistas en empresas importantes como Graña y Montero, Credicorp y Compañía de Mina Buenaventura. Las recomendaciones que han emitido se han centrado en temas como el reparto de dividendos, la remuneración de directivos, los resultados de auditoría, las finanzas entre otros temas.
- La contratación de los *proxy advisors* contribuye al cumplimiento de las normas de mercado de valores, financiera y sistema privado de pensiones que exigen a los inversionistas institucionales demostrar que cumplen con sus obligaciones fiduciarias de defensa de los aportes de los clientes, los aportantes al sistema privado de pensiones, y los socios minoritarios. A diferencia del sistema estadounidense, el Perú debe seguir el sistema europeo que permite establecer las normas estatales mínimas sobre los deberes que deben cumplir los inversionistas institucionales, mientras las normas de gobierno corporativo colaboran con la regulación la contratación de los servicios de un *proxy advisor*, estipular sus deberes con sus clientes y demostrar que sus recomendaciones son profesionales y eficaces.

## CONCLUSIONES GENERALES

- Los proxy advisors son un instrumento que permite a los inversionistas institucionales cumplir con su deber fiduciario de proteger los intereses de sus clientes sea a través de un sistema regulatorio (EEUU) o autorregulatorio (Europa). Gracias a su trabajo, los inversionistas institucionales pueden acreditar que desarrollan una labor de gestión de forma “activa”, “responsable”, “sostenible” y “a largo plazo”, en beneficio de los intereses de sus *stakeholders* y de la empresa emisora, que incrementan la confianza del mercado y garantizan la prevención de cualquier conflicto de interés en sus órganos de administración, o de la empresa emisora. La evidencia encontrada en las políticas de voto en inversionistas institucionales como Vanguard, BlackRock, Acadian, Aberdeen, entre otros inversores reconocidos acredita lo afirmado.
- El trabajo que realizan los *proxy advisors* reduce los problemas de transparencia en la gestión del inversionista institucional que pueda perjudicar los intereses de sus clientes y del resto del mercado. Gracias a su aporte, los inversionistas se ven obligados sustentar mejor sus propuestas de voto en la gestión de sus empresas emisoras lo cual incrementa de ambos (inversionistas institucional y empresa emisora) en el mercado, reduciría riesgos de pérdidas o quiebras y protege los intereses de los *stakeholders*. El reconocimiento que entidades como la Autoridad Europea de Mercados Financieros, la Securities Exchange Commission (SEC) y la Comisión Europea respaldan lo afirmado en esta investigación.
- La coyuntura del mercado peruano justifica la presencia del *proxy advisor* para certificar que los inversores institucionales utilizan los recursos de sus clientes de forma transparente, libre de conflictos de interés, “responsable” y pensando en el bienestar común de ellos. De esta manera, los inversores pueden acreditar que los aportes de sus clientes se usan en empresas rentables, productivas y eficientes. El estudio conjunto de la OCDE, el Banco Mundial y Fondo Monetario Internacional sugiere los problemas que padecen las empresas de inversión en la región, en especial los fondos de administración de pensión, los cuales son de competencia de los asesores de voto, especialmente ISS, Glass Lewis, PIRC, Proxinvest, entre otros.
- La regulación de los *proxy advisors* en el mercado peruano debe hacerse por autorregulación. Por medio del gobierno corporativo, los inversionistas institucionales, como las Administradoras de Fondos de Pensiones, deben crear las reglas de conducta para demostrar que sus órganos de administración cumplen con sus deberes fiduciarios, ejercen un trabajo transparente, libre de conflictos de interés y en un clima de confianza para beneficio de sus clientes, socios minoritarios y demás *stakeholders*. También, la implementación de códigos de conducta por parte del *proxy advisor* y el inversionista institucional es importante porque prevendrá cualquier presión en casos que cualquier de ellos pertenezca a un grupo empresarial. El estudio hecho a las normas internas de los *Proxy Advisors* Glass Lewis e ISS corroboran lo afirmado.

## BIBLIOGRAFÍA

Autorité des Marchés Financiers (AMF)

2011 Recommandation AMF n° 2011-06 Agencías de conseil en vote. Paris: AMF.

Aggarwal, Reena; Erel, Isil y Stark, Laura

2014 Influence of Public Opinion on Investor Voting and *Proxy advisors*. Charles Dice Center for research in financial economics, working paper n° 2014-12, pp. 1-44.

Alejos Góngora, Claudia

2014 La inversión socialmente responsable (ISR): una opción comprometida con el bienestar. Cuadernos de la Cátedra “La Caixa” de Responsabilidad Social y Gobierno Corporativo N° 22, Marzo 2014. Barcelona: IESE Business School Universidad de Navarra.

Alexander, Cindy R.; Chen, Mark A.; Seppi J., Duane; y Spatt, Chester S.

2010 Interim News and the Role of Proxy Voting Advice. *The Review of Financial Studies*, Vol. 23, N° 12 (December 2010), pp. 4419-4454.

Argandoña, Antonio y Sarsa, Domingo.

2000 Los fondos éticos y la promoción de la ética inversora. Cátedra Economía y Ética IESE, Documento de investigación N° 421, (Junio, 2000), pp.1-17.

2012 Stakeholders: proveedores, productores y consumidores de bienes, Comentarios de la Cátedra “La Caixa”, Cátedra “La Caixa” de Responsabilidad social de la Empresa y Gobierno Corporativo, Marzo, pp. 1-2.

Bartl, Timothy J.

2013 A case for greater oversight of the *proxy advisory* firm industry. Written testimony of Timothy Bartl. President of Center on Executive Compensation. Washington: Center on Executive Compensation.

Bebchuk, Lucian Arye

2005 The case of Shareholder Access: A Response to the Business Roundtable. *Case Western Reserve Law Review*, Vol. 55:3, pp. 557-568.

2005 The case for Increasing Shareholder Power. *Harvard Law Review*, Vol. 118, pp. 833-917.

2015 The long-term effects of hedge fund activism. *Columbia Law Review*, June, Vol. 115, pp. 1085-1155.

Belinfanti, Tamara

2010 The *proxy advisory* & corporate governance industry: the case for increased oversight and control. *Stanford Journal of Law Business & Finance*, Vol. 14, pp. 1-56.

Black, Bernard S.; Coffee, John C. Jr.

1994 Hail Britannia? Institutional Investor under Limited Regulation. *Michigan Law Review*, Vol. 92, N° 7 (Jun., 1994), pp. 1997-2087.

BlackRock



2014 Global corporate governance & engagement principles. New York: BlackRock.

Blume, Daniel

2013 Trends and Factors Impacting on Latin American Equity Market Development [Diapositiva]. Consulta: 23 de mayo de 2016.  
<http://www.iegce/publicaciones/MesaRedonda/Session1Speaker1BLUME.pdf>

2014 Corporate Governance and the Role of Pension Funds [Diapositiva]. Consulta: 24 de mayo de 2016.  
[http://www.fiapinternacional.org/wp-content/uploads/2016/04/daniel\\_blume.pdf](http://www.fiapinternacional.org/wp-content/uploads/2016/04/daniel_blume.pdf)

CALPERS

2015 CALIFORNIA PUBLIC EMPLOYEES' RETIREMENT SYSTEM STATEMENT OF INVESTMENT POLICY FOR GLOBAL GOVERNANCE March 16, 2015. Consulta: 09 de setiembre 2016.  
<https://www.calpers.ca.gov/docs/policy-global-governance.pdf>

CALSTERS

2011 CALIFORNIA STATE TEACHERS' RETIREMENT SYSTEM CORPORATE GOVERNANCE PRINCIPLES. Consulta: 09 de setiembre 2016.  
[http://www.calstrs.com/sites/main/files/file-attachments/corporate\\_governance\\_principles\\_110211.pdf](http://www.calstrs.com/sites/main/files/file-attachments/corporate_governance_principles_110211.pdf)

Carroll, Archie

1999 Corporate social responsibility. *Business and Society*, Setiembre, N° 38, pp. 268-295.

Case Western Reserve University School of Law

2009 Institutional Investors in Corporate Governance: Heroes or villains? –Part 1 y Part 2. [Videograbación]. Ohio: youtube. Consulta: 25 de noviembre de 2015.  
[https://www.youtube.com/watch?v=Tip\\_AALNI04](https://www.youtube.com/watch?v=Tip_AALNI04)  
[https://www.youtube.com/watch?v=g\\_zzlvXs-MA](https://www.youtube.com/watch?v=g_zzlvXs-MA)

Choi, Stephen J.

2011 Director elections and the role of *Proxy advisors*. *Southern California Law Review*, pp. 1-76.

2011 Director elections and the Influence of *Proxy advisors*. *Law and Economic Research Papers Series Working Paper N° 08-22*, pp. 1-76.

2013 Who calls the shots? How mutual funds vote on Director Elections?. *Harvard Business Law Review*, Volume 3, Issue 1, pp. 37-80.

Club de Excelencia en Sostenibilidad, Georgeson y Funds People

2014 Expectativas de los inversores institucionales en material social, ambiental y de orden ético sobre las compañías cotizadas españolas. Madrid: Club de Excelencia en Sostenibilidad, Georgeson y Funds People.

Coffee, John C. y Palia, Darius

2014 The impact of the hedge fund activism: evidence and implications. ECGI Working Papers Series in Law nº 266, pp. 1-82. Comisión Nacional de Mercados de Valores de España 2010 Documento Grupo de Expertos sobre *Proxy advisors*, CNMV, Madrid.

Comisión Especial para el estudio de un Código Ético de los Consejos de Administración de las Sociedades  
1998 El gobierno de las sociedades cotizadas. Madrid: CNMV.

Comisión Especial para el Fomento de la Transparencia y la Seguridad en los Mercados Financieros y las Sociedades Cotizadas.

2003 Informe de la Comisión Especial para el Fomento de la Transparencia y la Seguridad en los Mercados Financieros y las Sociedades Cotizadas. Madrid: CNMV.

Comisión Nacional de Mercado de Valores (España)

2006 “Código unificado de buen gobierno de sociedades cotizadas”. Madrid: CNMV.

2013 “Código unificado de buen gobierno de sociedades cotizadas”. Madrid: CNMV.

2015 “Código unificado de buen gobierno de sociedades cotizadas”. Madrid: CNMV.

Comisión de las Comunidades Europeas

2003 Comunicación de la Comisión al Consejo y al Parlamento Europeo. Bruselas: Comisión de las Comunidades Europeas.

Comisión Europea

2012 Comunicación de la Comisión a la Parlamento Europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de Regiones. Plan de acción: Derecho de sociedades europeo y gobierno corporativo - un marco jurídico moderno para una mayor participación de los accionistas y la viabilidad de las empresas. Bruselas: Comisión de las Comunidades Europeas.

2014 Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo 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 y la Directiva 2013/34/UE en lo que respecta a determinados elementos de la declaración sobre gobernanza empresarial. Bruselas: Comisión Europea.

2014 Libro verde. La normativa de gobierno corporativo de la UE. Bruselas: Comisión Europea.

*Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*

1992 Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance. London: Gee.

*Committee on Financial Services U.S. House of Representatives*

2013 Examining the Market Power and Impact of Proxy advisory Firms. Washington: Committee on Financial Services.

Copland, James R.; Feyman, Yevgeniy; y O’Keefe, Margaret

2012 A Report on Corporate Governance and Shareholder Activism. New York: Manhattan Institute.

Donaldson, Thomas y Preston, Lee

1995 The stakeholder theory of the corporation: concepts, evidence, and implications. *The Academy of Management Review*, vol. 20, nº 1, pp. 65-91.

Elias Laroza, Enrique

2001 *Derecho Societario Peruano*. Lima: Normas Legales.

Eckstein, Azaf

2014 Great expectations: The peril of an expectations gap in *proxy advisory* firm regulation. *Delaware Journal of Corporate Law*, Vol. 40, Nº 1, pp. 1-71.

Edelman, Sagiv Y.

2013 *Proxy advisory* firms: a guide for a regulatory reform. *Emory Law Journal*, Vol. 162, pp. 1369-1409.

European Securities Market (ESMA)

2013 Final Report. Feedback statement on the consultation regarding the role of the role of the *proxy advisory* industry, European Securities Market. Paris: ESMA.

2015 Report Follow up on the development of the Best Practice Principles for Providers of Shareholder Voting Research and Analysis. Paris: ESMA.

Financial Reporting Council (FCE)

2014 *The UK Stewardship Code*. London: FCE.

Gallagher, David

2014 *Outsized Power & Influence: The Role of Proxy Advisors*. Washington Legal Foundation Critical Legal Issues Working Paper Series Number 187 August 2014, pp. 1-18.

Glass Lewis

2014 *Best Practice Principles for Providers of Shareholders Voting Research & Analysis*. New York: Glass Lewis, pp. 1-22.

2015 *Proxy Paper.Guidelines. 2015 Proxy Season*. New York: Glass Lewis, pp. 1-46.

2016 *Proxy Paper.Guidelines. 2016 Proxy Season*. New York: Glass Lewis, pp. 1-24.

Gomez, Pierre-Yves

2005 On the Discretionary Power of Top Executives. *Int. Studies of Mgt. & Org.*, Vol. 34, Nº 2, *Summer* 2004, pp. 37-62.

Grupo de Expertos

2012 Documento elaborado por Grupo de Expertos para evaluar la actividad de los *Proxy advisors* en relación con los emisores españoles. Madrid: CNMV.

Grupo Especial de Trabajo sobre Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas

2006 "Informe del Grupo especial de trabajo sobre buen gobierno de las sociedades cotizadas". Madrid: CNMV.

Gutiérrez Velandia, Paola

2014 Corporate governance: gatekeepers del mercado de valores, *Proxy advisors, Proxy Solicitors* e Inversionistas Institucionales [Diapositivas]. Consulta: 24 de enero de 2016.

Gutiérrez Velandia, Paola y Abella Rubio, Ramon

2015 Los Gatekeepers y su papel en el Gobierno Corporativo Iberoamericano. Auditores, *Proxy advisors*, Bancos de InverPosición, Agencias de Rating. *El Gobierno Corporativo en Iberoamérica*. Madrid: Instituto Iberoamericano de Mercado de Valores (IIMV), pp. 419-472.

Hermes

2012 The Hermes Responsible Ownership Principles. London: Hermes.

Hill, Jennifer

2000 Visions and Revisions of the Shareholder. *The American Journal of Comparative Law*, Vol. 48, N° 1 (winter, 2000), pp. 39-79.

Independent Directors Council y Investment Company Institute

2015 Report on Fund's Use of *Proxy advisory* Firms. Washington: Independent Directors Council y Investment Company Institute.

Institutional Shareholder Services (ISS)

2014 2014 Proxy Season Preview Latinamerica. New York: ISS, pp. 1-5.

2014 2014 Latin America. 2014 Proxy Season Review. New York: ISS, pp. 1-6.

2014 Best Practice Principles for Providers of Shareholder Voting Research & Analysis. New York: ISS, pp. 1-29.

2015 2015 Latin America. 2015 Proxy Season Review. New York: ISS, pp. 1-7.

2015 United States. Summary Proxy Voting Guidelines. New York: ISS, pp. 1-69.

Instituto Iberoamericano de Mercado de Valores.

2016 Brazil and Latin America. 2016 Proxy Season Review. New York: ISS, pp. 1-12.

Instituto Iberoamericano de Mercado de Valores

2015 El Gobierno Corporativo en Iberoamérica. Madrid: Fundación Instituto Iberoamericano de Mercado de Valores.

Judge, William Q., Gaur, Ajai, y Muller-Kahle, Maureen I.

2010 Antecedents of Shareholder Activism in Target Firms: Evidence from a Multi-Country Study. *Corporate Governance: An International Review*, 2010, 18(4): 258-273.

Katz, David A. y McIntosh, Laura A.

2014 Corporate Governance Update: Important *Proxy advisor* Developments. En: Wachtell, Lipton, Rosen & Kantz. Consulta: 21 de enero de 2016.  
<http://corpgov.law.harvard.edu/2014/09/29/important-proxy-advisor-developments/>.

Larcker, David F.; McCall, Allan y Tayan, Bryan

2013 And Then A Miracle Happens!: How Do *Proxy advisory* Firms Develop Their Voting Recommendations. Stanford closer look series, February 2013, pp. 1-8.

Larcker, David F.; McCall, Allan y Ormazabal, Gaizka

2013 *Proxy advisory Firms and Stock Option Repricing*. Journal of Accounting and Economics 56, pp. 149-169.

2012 *Proxy Advisory Firms and Stock Options Firms*. Rock Center Corporate Governance Working Paper series n° 100, p. 1-60.

Lusthaus, Lauren

2016 *Proxy Advisor Work in South America*. Correo electrónico de 10 de mayo de 2016 a Edison Tabra.

2013 Leyva Martínez, Luis y Caballero Núñez, Gloria  
El asesoramiento en materia de inversión en *La Protección del inversor en Iberoamérica*, Instituto Iberoamericano de mercados de valores. Madrid: IIMV.

2015 Linklaters

UK corporative update. London: Linklaters 13 de mayo 2015, pp. 1-5-  
<https://www.esma.europa.eu/press-news/consultations/consultation-dp-overview-proxy-advisory-industry-considerations-possible>.

2015 Lucía Alejos, Claudia

Transparencia: Fuente de Confianza en la Empresa. Cuadernos de la Cátedra “la Caixa” de Responsabilidad Social de la Empresa y Gobierno Corporativo, N° 27, Julio de 2015, IESE Business School Universidad de Navarra.

Mercatus Center

2015 *Proxy advisory system. Why it matters and how we can fixe it* [Videograbación]. Arlington: youtube. Consulta: 20 de noviembre de 2015.  
<https://www.youtube.com/watch?v=wvkDm9Dh5hE>

Novethic y Caisse des Dépôts Group

2015 *Profile on responsible investors in Europe*. Paris: Novethic.

Otiniano Campos, Giovanna y Salas Vigo, Mardely

2014 *La asesoría financiera en el mercado de valores peruano: análisis de la conveniencia de su regulación*”. Revista del Instituto Iberoamericano de Mercado de Valores N° 42, pp. 1-11.

Organisation for Economic Cooperation and Development (OECD)

2004 *White paper’ sobre Gobierno Corporativo en América Latina*. Paris: OECD Publications.

2009 *OECD Guidelines for Pension Fund Governance*. Paris: OECD Publications.

2015 *“Corporate governance of Company Groups in Latin America”*. Paris: OECD Publications.

Organisation for Economic Cooperation and Development (OECD) y International Finance Corporation (IFC)

2011 *Strengthening Latin American Corporate Governance. The role of institutional investors*. Paris: OECD Publications.

Organisation for Economic Cooperation and Development (OECD), International Finance Corporation (IFC) y Global Corporate Governance Forum



2011 Reports of The Peruvian Task Force on Institutional Investors and Corporate Governance. Consulta: 06 de julio de 2016.  
<http://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/49288747.pdf>

2011 The Role of Institutional Investors in Promoting Good Corporate Governance Practices in Latin America: The Case of Peru. Consulta: 06 de julio de 2016.  
<http://oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/42188837.pdf>

Organisation for Economic Cooperation and Development (OECD) y Global Corporate Governance Forum

2011 "Achieving Effective Boards". Paris: OECD Publications.

Organisation for Economic Cooperation and Development (OECD), Gobierno de España, Bolsa de Valores de Quito e Instituto Ecuatoriano de Gobierno Corporativo

2013 Trends and Factors Impacting on Latinamerican Equity Market Development. Consulta: 25 de mayo de 2016  
<http://www.iegce.ec/publicaciones/MesaRedonda/Latamequitymarkettrends.pdf>

Pricewaterhouse Choopers (PWC)

2013 *Proxy advisors: ¿Qué impacto tienen las sociedades cotizadas españolas?*. Madrid: PWC España.

Principles of Responsible Investment (PRI)

2013 How investors are addressing environmental, social, and governance factors in fundamental equity valuation. PRI: London.

2015 Addressing ESG factors under ERISA. PRI: London.

Proxinvest

2015 Proxinvest response to the ESMA Call for Evidence Impact of the Best Practice Principles for Providers of Shareholder Voting Research and Analysis". Paris: Proxinvest.

<https://www.esma.europa.eu/press-news/consultations/call-evidence-impact-best-practice-principles-providers-shareholder-voting>.

2015 *[Proxinvest] Contact*. Correo electrónico del 10 de diciembre de 2015 a Edison Tabra.

2015 Principes de gouvernement d'entreprise et Politique de vote 2015". Paris: Proxinvest. Consulta: 06 de julio de 2016.

[http://www.proxinvest.fr/wp-content/uploads/2015/01/Politique\\_de\\_vote\\_2015.pdf](http://www.proxinvest.fr/wp-content/uploads/2015/01/Politique_de_vote_2015.pdf).

2015 Recommandations de vote. Paris: Proxinvest.

Quijano González, Jesús

2013 Un Nuevo Plan de Acción de la Comisión Europea para el Derecho de Sociedades. Boletín CeDe UsC, Junio 2013, pp. 1-5.

Rodríguez A., Cristian

2012 Gobiernos corporativos: Regulación vs. Autorregulación [Diapositiva]. Consulta: 25 de mayo de 2016.

Securities and Exchange Commission

2014 Proxy Voting: Proxy Voting Responsibilities of Investment Advisors and Availability of Exemptions from the Proxy Rules for *Proxy advisory* Firms. En Division of Investment Management, Securities and Exchange Commission. Consulta: 21 de enero de 2016. <https://www.sec.gov/interps/legal/cfslb20.htm>.

Serra Puente Arnao, Gerardo

2000 La regulación en el Mercado de los valores mobiliarios. Revista Themis N° 40, pp. 37-47.

Shareholder Association for the research & education (SHARE)

2014 *Proxy advisory*: Tim Hortons (TSX: THI), Burger King (NYSE: BKW). Vancouver, November 13, pp. 1-4.

Sherzer Gea, David

2014 El gobierno corporativo y el papel de los *Proxy advisors* [Diapositivas]. Consulta 24 de enero de 2016.

Spencer Stuart

2012 España 2011. Índice Spencer Stuart de Consejos de Administración. Madrid: Spencer Stuart, 15ava edición.

Strenger, Christian and Zetzsche, Dirk A.,

2013 Corporate Governance, Cross-Border Voting and the Securities Law Directive – Enhancing Investor Engagement through Standardization. *Journal of Corporate Law Studies*, Vol. 2, 2013, pp. 504-552.

Strine, Leo Jr

2014 Can we do a better by ordinary investors? A pragmatic reaction to the dueling ideological mythologists of corporate law. *Columbia Law Review*, June, Vol. 114, pp. 449-502.

Tabra Ochoa, Edison Paul

2015 Solidaridad y Gobierno Corporativo. Barcelona: JM Bosch España.

Tao, Li

2013 Outsourcing corporate governance: Conflicts of Interest and Competition in the *Proxy advisory* Industry, European Corporate Governance Institute, November, Finance working paper N° 389/2013, pp. 1-54.

The High Level Group of Company Law Experts

2002 The Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe. Brussels: European Commission.

The Yale Law Journal Company Inc

1971 Liberalizing SEC Rule 14a-8 Through the Use of Advisory Proposals. *Yale: The Yale Law Journal*, Volume 80, N° 4 (Mar., 1971), pp. 845-864.

The Best Practices Principles Group

2014 Best Practice Principles for Providers of Shareholder Voting Research & Analysis. The Best Practice Principles Group under the Chairmanship of Dr. Zetzche, March 2014, pp. 1-21.

2012 Torres Méndez, Miguel

La contratación del Mercado de Valores. Lima: Editorial Grijley.

Tuch, Andrew

2010 Multiple gatekeepers. Harvard John M. Olin Center for Law, Economics, and Business Fellows' Discussions Paper Series. Harvard Law School Discussion Paper No 33, Cambridge, MA, pp. 1-86.

United States Government Accountability Office

2007 Corporate Shareholder Meetings. Issues Relating to Firms That Advise Institutional Investors on Proxy Voting. Washington: United States Government Accountability Office.

Valdivieso Montano, Luis

2013 OECD Mesa Redonda Latinoamericana de Gobierno Corporativo 2013 [Diapositiva]. Consulta: 24 de mayo de 2016.

World Bank Group

2016 Doing business 2016. Measuring Regulatory Quality and Efficiency. Economy profile 2016. Peru. Washington: The World Bank.

Wong Simon C.Y.

2010 Why stewardships is proving elusive for institutional investors.

