

Sociedades cotizadas y transparencia en los mercados [(Participaciones significativas, autocartera, información financiera contable, página web corporativa, información sobre gobierno corporativo, implicación accionarial de inversores institucionales, gestores de activos, asesores de voto y deberes de transparencia)]. 1ª ed., marzo 2019

Tomo I (Participaciones significativas, autocartera, información financiera contable, página web corporativa, información sobre gobierno corporativo, implicación accionarial de inversores institucionales, gestores de activos, asesores de voto y deberes de transparencia)

2ª Parte: Transparencia sobre el Gobierno de las sociedades cotizadas y la implicación de sus accionistas

Capítulo 6. Implicación accionarial de los inversores institucionales, gestores de activos y asesores de voto, y deberes de transparencia

42. Asesores de voto: transparencia y alcance de las recomendaciones de voto (ALBERTO EMPARANZA SOBEJANO)

42 Asesores de voto: transparencia y alcance de las recomendaciones de voto^{*)}

ALBERTO EMPARANZA SOBEJANO

Catedrático de Derecho Mercantil. Universidad del País Vasco (UPV/EHU)

Sumario:

- I. Introducción
- II. Evolución y estado actual de la regulación de los asesores de voto
- III. Concepto y funciones de los asesores de voto
 - 1. Concepto de los asesores de voto
 - 2. Funciones de los asesores de voto
 - 2.1. Análisis y propuesta de recomendaciones
 - 2.2. Mejora de gobierno corporativo
 - 2.3. Parámetro referencial de gestión
- IV. Obligaciones de los asesores de voto: principales dificultades para su realización
- V. Nuevas exigencias en el desempeño de su labor: el deber de transparencia (art. 3 «undecies» directiva (UE) 2017/828 de 17 de mayo de 2017)
- VI. Los conflictos de interés de los asesores de voto
- VII. El alcance de las recomendaciones de voto: la obligatoriedad o no de su seguimiento
- VIII. La responsabilidad de los asesores de voto
- IX. Bibliografía

I. INTRODUCCIÓN^{*)}

Los *Proxy Advisors*, esto es, los asesores de voto, denominación con la que a lo largo del trabajo vamos a identificar a este tipo de operadores, han llevado a cabo su labor de asesoramiento desde hace pocas décadas. Sin embargo, en los últimos tiempos, su relevancia ha crecido de manera significativa, principalmente, por el incremento de los deberes fiduciarios exigibles a los inversores institucionales, por el interés en revitalizar el papel de la junta en las grandes corporaciones, y por el incesante aumento de las inversiones en sociedades de cualquier país del mundo (*vid.*, al respecto, HERNÁNDEZ PEÑASCO (2016), p. 2; de forma extensa, GALLEGO CÓRCOLES (2014), p. 51-75). Todos estos factores, en su conjunto, han hecho cada vez más necesaria la labor de los asesores de voto de los inversores o accionistas en aras a mejorar el gobierno corporativo de las sociedades de las que forman parte, proporcionándoles no solo las informaciones apropiadas para que puedan tomar sus decisiones en las sociedades de las que son socios, sino, con base en sus análisis sobre la marcha de la sociedad, proponerles recomendaciones sobre cómo han de ejercer su voto en relación con las propuestas formuladas por los administradores para su aprobación en junta.

En este trabajo se aspira a analizar el contenido y alcance las obligaciones de los asesores de voto, en primer lugar, de una breve exposición de la evolución y estado actual de la regulación de los asesores de voto (II), para, a continuación, centrar nuestra atención en la noción de dicha figura, a la vista de la regulación aplicable específicamente en el ámbito europeo y en las funciones que están llamados a desempeñar (III). Tras haber delimitado el régimen jurídico en el que se asienta su actividad, se pretende precisar las obligaciones que ha de cumplir en el desarrollo de su actividad (IV), especialmente en materia de transparencia, que es el aspecto en el que la novedosa regulación europea más ha incidido (V), sin olvidar las nuevas exigencias destinadas a evitar los efectos perjudiciales que los asesores de voto pueden causar cuando estén inmersos en un conflicto de interés con sus clientes (VI). Finalmente, el trabajo culminará analizando el alcance de las recomendaciones (VII) y la responsabilidad en la que pueden incurrir si su labor de asesoramiento a los inversores institucionales les depara consecuencias perjudiciales (VIII). Todo ello, se analizará teniendo en cuenta la normativa aplicable en el ámbito europeo, y, sobre todo, las indagaciones realizadas en los países de nuestro entorno a fin de poder obtener una visión completa del régimen aplicable a la labor de los asesores de voto, fundada en la normativa aplicable y en las propuestas de gobierno corporativo diseñadas complementariamente para su regulación.

II. EVOLUCIÓN Y ESTADO ACTUAL DE LA REGULACIÓN DE LOS ASESORES DE VOTO

Sin pretender llevar a cabo un repaso exhaustivo sobre el origen de la normativa reguladora de los asesores de voto en el marco europeo (*vid.*, en lugar de muchos, FLEISCHER, (2012), p. 4-6; entre nosotros, HERNÁNDEZ PEÑASCO, (2016), p. 5-7; de forma más genérica, p. GALLEGO CÓRCOLES, (2014), p. 139 ss), conviene recordar, por lo que se refiere al panorama internacional, que fue en el Informe de la OCDE *Corporate*

Governance and the Financial Crisis, de 24 de febrero de 2010, donde originariamente se puso de manifiesto la necesidad de que los servicios de asesoramiento de voto debían ser objeto de algún tipo de regulación que asegurara la existencia de un mercado competitivo en dicho ámbito con el fin de proporcionar servicios de calidad a los clientes y, al mismo tiempo, permitiera evitar los posibles conflictos de interés de los asesores de voto y sus clientes.

Por su parte, en la Unión Europea, el Libro Verde de la Comisión Europea de 5 de abril de 2011 dio el primer paso en esta línea y propuso llevar a cabo un análisis sobre la figura de los *Proxy Advisors* y la conveniencia de su regulación o, al menos, de establecer un Código de Conducta aplicable a este tipo de operadores. Seguidamente, fue la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA, su abreviatura, en inglés) la que elaboró en 2012 un documento de consulta en el que identificaba los problemas que rodeaban la realización de este tipo de actividad y propugnaba diferentes líneas de actuación, en función del carácter más o menos coercitivo de las medidas propuestas. Finalmente, la propia ESMA, a la vista de las respuestas recibidas a dicha consulta, publicó su Informe final el 19 de febrero de 2013, en el que, de entre las distintas alternativas existentes, se inclinó por proponer la elaboración de un código de conducta dirigido a los *Proxy Advisors* para que, de forma voluntaria, se sometieran al mismo, explicando, en su caso, las razones de su inobservancia (*comply or explain*) (al respecto, sobre el alcance de dicho informe, GALLEGO CÓRCOLES (2013), p. 595 ss). Dicho código de conducta fue elaborado en 2014 sustentándose su contenido en los principios de calidad del servicio, gestión de los conflictos de interés y política de comunicación (*vid.*, al respecto, en detalle, ZETSCHKE/PREINER (2014), p. 685 ss, esp. 687-694). El mencionado código fue objeto de seguimiento y con fecha de 18 de diciembre de 2015, la ESMA publicó los resultados de dicha indagación, en la que se puso de relieve que las propuestas del Informe habían sido seguidas, en líneas generales, aunque advirtiendo de que existían en ese momento importantes posibilidades de mejora que aconsejaban la implantación de nuevas medidas.

En este contexto la Unión Europea consideró necesario abordar, siquiera de forma parcial, la regulación de las actividades de los *Proxy Advisors* dentro de las políticas de fomento de la implicación de los accionistas a largo plazo, entendiendo que la labor de este tipo de operadores puede ayudar a fortalecer la adecuada gestión de las sociedades, propiciando que los socios cuenten con información de calidad que les permita tomar parte en las decisiones de la sociedad con conocimiento de causa. Fruto de esas reflexiones, se elaboró la Propuesta de Directiva (Bruselas, 9.4.2014 COM (2014) 213 final, 2014/0121 (COD) que finalmente se materializó en la Directiva (UE) 2017/828 de 17 de mayo de 2017 por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas (en adelante Directiva 2017/828) (sobre su alcance, en general, *vid.*, LEÓN SANZ (2017), p. 137 ss, esp. 155; QUIJANO (2018), p. 713 ss, esp. 724), y en cuyo Artículo 3 *undecies* impone a los asesores de voto un específico deber de transparencia en el desempeño de su labor, que trata de corregir las disfunciones que la aplicación del código de conducta elaborado por la ESMA había generado.

En un plano interno, nuestro legislador deberá proceder a la transposición de la Directiva 2017/828 antes del 10 de junio de 2019, plazo fijado para que los estados miembros de la Unión Europea deban incorporar en sus ordenamientos respectivos el contenido de dicha norma europea. El Ministerio de Economía ha lanzado una Consulta Pública (http://www.mineco.gob.es/stfls/mineco/ministerio/participacion_publica/consulta/ficheros/ECO_Tes_180627_CP_Ley_derechos_accionistas_II.pdf) cuyo plazo de contestación ha vencido el 12 de julio del 2018, con el objetivo de recabar, directamente o a través de sus organizaciones representativas, la opinión de las personas y entidades potencialmente afectadas por la norma proyectada. En dicho Documento se propone implantar unos estándares adecuados de transparencia a los asesores de voto, ya que, por una parte, se ha constatado que las metodologías utilizadas por dichos operadores no siempre tienen suficientemente en cuenta las condiciones concretas de la sociedad afectada o de la normativa nacional que le resulta de aplicación y que, a menudo, por otra, no siempre se ha conseguido asegurar la independencia del asesor de voto respecto al inversor institucional que solicite sus servicios. Habrá, en suma, que estar atentos al resultado de dicho proceso legislativo a fin de comprobar el exacto alcance otorgado a la normativa europea en el ámbito español.

III. CONCEPTO Y FUNCIONES DE LOS ASESORES DE VOTO

1. CONCEPTO DE LOS ASESORES DE VOTO

La Directiva 2017/828 concibe a los asesores de voto como entidades que prestan servicios de asesoramiento a los inversores institucionales consistentes en formular recomendaciones sobre cómo ejercer su derecho de voto en las juntas generales de las sociedades cotizadas de las que son socios. Dicha concepción se infiere del nuevo artículo 2 de la Directiva 2007/36/CE modificado por el artículo 1 de la Directiva 2017/828. En concreto, entiende que el asesor de voto «es una persona jurídica que analiza, con carácter profesional y comercial, la información revelada por las empresas (...) con el fin de que los inversores institucionales cuenten con información para adoptar decisiones de voto, facilitándoles estudios, asesoramiento o recomendaciones de voto relacionados con el ejercicio de derechos de voto», definición anticipada en el Considerando 25 de la Directiva 2017/828, cuando señala expresamente que «(...) los servicios de los asesores de voto consisten en investigar, asesorar y recomendar cómo votar en las juntas generales de las sociedades cotizadas» (al respecto, BOQUERA (2017), p. 5-6).

De esta forma, queda delimitado el alcance de la noción de asesores de voto consagrada en la Directiva, al centrarse exclusivamente en aquellas entidades que tienen como objeto central de sus actividades proponer recomendaciones sobre el signo del voto de los inversores institucionales que sean socios de sociedades cotizadas. Una primera limitación, por tanto, del ámbito de actuación de los asesores de voto es que su actividad no se centra en asesorar a los accionistas, en general, sino solo a los denominados «inversores institucionales», especificación relevante que inicialmente no estaba prevista en la Propuesta de la Directiva, pero que en la versión definitiva de la Directiva 2017/828 se acogió con el fin de promover la participación activa de los grandes inversores, como son los inversores institucionales, que, a causa de los deberes fiduciarios que han de cumplir en favor de sus beneficiarios, deben actuar con particular diligencia en aras de mejorar el gobierno corporativo de las sociedades cotizadas en las que participen (lo destaca BOQUERA (2017), p. 6). En consecuencia, el régimen diseñado en el artículo 3 *undecies* de la Directiva 2017/828 no se aplica a los servicios prestados por los asesores de voto a accionistas en general, que no revistan la condición de inversores institucionales.

Tampoco entrarían dentro del perímetro regulador de la Directiva 2017/828, los servicios que, de forma complementaria, pueden llevar a cabo estas entidades asesoras y que, en la práctica bursátil, revisten, indudable importancia. Así, las actividades relativas al asesoramiento en materia de gobierno corporativo entre las que se incluyen, la elaboración de los ratings de gobierno corporativo, las propuestas de ayudas para mejorar dicho rating, e, incluso, el asesoramiento en el diseño en las propuestas de acuerdo para que tengan una acogida más favorable entre los accionistas (*vid. in extenso*, HERNÁNDEZ PEÑASCO, (2016), p. 3), quedan fuera del ámbito de aplicación de la Directiva 2017/828, que centra su atención exclusivamente en el papel que los asesores de voto pueden desempeñar para mejorar el gobierno corporativo de las sociedades cotizadas, proponiendo recomendaciones para el ejercicio del derecho de voto de los inversores institucionales.

Dichas exclusiones se sustentan en el hecho de que la normativa comunitaria focaliza su atención en el servicio que los asesores de voto realizan a los inversores institucionales para conseguir que estos se impliquen de manera más efectiva en la gestión de las sociedades de las que forman parte. Por eso, a fin de conseguir que dicha vinculación promueva una implicación de mayor calidad y eficiencia, en clave de gobierno corporativo, regula específicamente el contenido y alcance de las relaciones establecidas entre los inversores institucionales y sus asesores de voto (*vid.*, en general, por todos, PERDICES (2013), p. 569). Es cierto que los asesores de voto también pueden impulsar dicha mejora del gobierno corporativo formulando recomendaciones a las sociedades emisoras, que podrían abarcar, desde el asesoramiento general sobre la forma de robustecer dicha política corporativa, hasta otras más específicas centradas en el diseño de las propuestas de acuerdo que sean mejor acogidas por los socios. Tales recomendaciones, cuyo influjo en el gobierno corporativo de la sociedad nadie pone duda, tienen, en todo caso, como destinataria a la sociedad emisora en cuestión, con la cual los asesores de voto contratan una relación de asesoramiento profesional bilateral

dirigida exclusivamente a mejorar el funcionamiento corporativo de la sociedad, y que resulta bien distinta a la que se establece entre los asesores de voto y los inversores institucionales, que despliega efectos más allá de dicha relación, porque precisamente su contenido principal es aconsejar sobre el signo del voto de cliente en la sociedad de la que es socio. Y, sin entrar ahora en profundidad en la cuestión a la que se prestará cumplida atención posteriormente (*vid. supra* VIII), dicha diferencia se pone de relieve especialmente en la proyección externa del asesoramiento realizado al inversor institucional, ya que puede generar dudas sobre la supuesta responsabilidad en la que los asesores de voto pueden incurrir, a consecuencia de los perjuicios que para el inversor institucional puede suponer seguir la recomendación propuesta (sobre ello, *in extenso*, recientemente, REUTTER (2017) p. 229 ss, esp. 252-264).

También conviene llamar la atención sobre el hecho de que el régimen previsto en el artículo 3 *undecies* de la Directiva 2017/828 no sólo resulta aplicable, como sería lo habitual, a los asesores de voto radicados en la Unión Europea, sino también a aquellos que «(...) no tengan su domicilio social ni establecimiento principal en la UE y realicen sus actividades a través de un establecimiento situado en la UE» (en concreto, artículo 3 *undecies* apartado 4). El objeto de esta expresa ampliación del ámbito de aplicación de la normativa europea a asesores de voto que no tengan su domicilio social en dicho territorio, persigue que los operadores no europeos, por cierto, los más poderosos, también estén sometidos a dicha normativa cuando lleven a cabo su actividad en el ámbito europeo, pese a que formalmente no estén domiciliados en dicho territorio. Se consagra, en suma, el principio de territorialidad objetiva, con el fin de que las actuaciones de los asesores de voto ajenos a la UE estén sometidas igualmente a la normativa europea cuando presten dichos servicios en el contexto europeo (como ya se había propuesto en su fase de elaboración; así, entre otros, BALP (2017) p. 20-21: entre nosotros, GALLEGO CORCOLES (2016), p. 142-143).

Finalmente, hay que advertir que la nueva regulación aplicable a los asesores de voto puede desplegar algún posible efecto anticompetitivo en dicho mercado. Se ha alegado a este respecto que las nuevas obligaciones impuestas a estas firmas por la normativa europea pueden penalizar a los asesores de voto de menor tamaño por las importantes cargas financieras y logísticas que incorpora, en un mercado, además, copado por las grandes firmas. Sin embargo, no son fácilmente perceptibles tales efectos cuando las propias exigencias de las labores profesionales que han de desempeñar tales profesionales hacen muy difícil que pueden ser llevadas a cabo por entidades de poco tamaño que carezcan de los recursos personales y materiales suficientes para afrontar estas tareas de especial envergadura cuando las sociedades objeto de evaluación son normalmente de gran tamaño y presencia internacional. Donde sí cabe que esta normativa pueda producir algún efecto perjudicial para la competencia es en el precio de tales servicios, ya que las nuevas exigencias que han de cumplir los asesores de voto pueden hacer que se incremente su importe con base en los nuevos compromisos de transparencia que han de llevar a efecto, aumento que no va a poder ser evitado por las reglas del mercado al existir un número tan menguado de asesores de voto (así lo destaca BALP (2017) p. 24).

2. FUNCIONES DE LOS ASESORES DE VOTO

2.1. Análisis y propuesta de recomendaciones

Los asesores de voto tienen como objeto principal la realización de análisis sobre las propuestas de acuerdos formuladas por los administradores a la junta y la elaboración de recomendaciones con base en dichos análisis para que los inversores institucionales ejerzan su voto de la forma más acorde a los intereses de sus partícipes. Es la denominada función de asesoramiento en relación con el ejercicio del derecho de voto del inversor, y que consiste técnicamente en la emisión de informes dirigidos a los inversores institucionales que se los solicitan para que estos puedan tener elementos de juicio apropiados que les permitan ejercitar con conocimiento de causa su derecho de voto en la junta sobre los distintos asuntos del orden del día. Incluso pueden llegar a recomendar la incorporación de propuestas de acuerdos a la junta general que mejoren el gobierno corporativo de la sociedad, en la medida en que proporcionen mayor transparencia a la gestión llevada a cabo por los administradores.

Estos operadores están en condiciones de ejercer dicha función porque disponen de un gran volumen de información sobre distintos aspectos de la vida financiera y corporativa de las sociedades examinadas, información que les permite discernir cuál es la decisión más ajustada a los intereses de sus clientes. Pero, además, cuentan con medios materiales y conocimientos superiores de los que disponen los inversores, en general, para poder determinar las consecuencias que puede deparar la adopción de un concreto acuerdo. Su labor de asesoramiento, por ello, resulta ciertamente valiosa, ya que permite a los inversores institucionales contar con informaciones y asesoramiento no sólo de mayor alcance, sino también de superior calidad a las que normalmente tienen acceso, lo que contribuye significativamente a impulsar su implicación en las sociedades de las que formen parte al contar con mayores elementos de juicio con los que participar en la toma de decisiones relevantes de la sociedad (en este sentido, con ulteriores argumentos, HERNÁNDEZ PEÑASCO, (2016), p. 7).

2.2. Mejora de gobierno corporativo

Los asesores de voto también pueden llevar a cabo, además, funciones relacionadas con el desarrollo del gobierno corporativo. Este tipo de servicios son contratados por sociedades cotizadas con el fin de que evalúen las reglas de gobierno corporativo y recomienden cómo mejorar sus estándares de organización y gestión, porque ello redundaría favorablemente en la adecuada gestión de la empresa y en el cumplimiento de las buenas prácticas de gobierno corporativo, objetivos cada vez más tenidos en cuenta por accionistas e inversores (así lo destaca, entre otros, PERDICES (2013) p. 572-573). Aun cuando nadie ponga en duda la utilidad de este tipo de servicios, lo cierto es que no están incluidos dentro del ámbito normativo consagrado en la Directiva 2017/828, porque se tratan de servicios de asesoramiento para sociedades y no para inversores institucionales. Por eso, teniendo en cuenta que la Directiva 2017/828 en cuestión tiene como objeto la implicación de los accionistas en las sociedades y, específicamente, por lo que se refiere a la regulación de los asesores de voto, la implicación de los inversores institucionales en la vida de las sociedades de las que forman parte, cabe concluir que las exigencias de transparencia previstas en el artículo 3 *undecies* de la Directiva 2017/828 para los asesores de voto, no rigen cuando éstos desplieguen dicha labor de asesoramiento a las sociedades que recaben sus servicios para mejorar su gobierno corporativo. Quedará, por tanto, en manos de los estados miembros de la UE incorporar tales exigencias a dichos servicios si así lo consideran conveniente, pero no estarán obligados a hacerlo porque no se prevé así en la normativa europea.

2.3. Parámetro referencial de gestión

Además de esa función de asesoramiento destinada tanto a los inversores como a las sociedades, según quien haya contratado sus servicios, los asesores de voto, de facto, despliegan con su labor una función de referencia en materia de gestión, ya que sus informes constituyen reglas de actuación para sus clientes convirtiéndose, de alguna forma, en el parámetro de referencia de gestión en tales circunstancias. Aunque dichas recomendaciones no constituyen normas en el sentido propio del término, lo cierto es que producen, de facto, efectos ciertamente similares porque las sociedades que las reciben se ven de alguna forma obligadas a cumplirlas si quieren acreditar que llevan a cabo las exigencias de gobierno corporativo.

Se produce por ello una curiosa situación, aparentemente contradictoria, ya que, por una parte, la sociedad analizada atribuye a las recomendaciones de los asesores de voto una relevancia corporativa incuestionable. Así, cuando la sociedad está al tanto de que los asesores de voto han sido requeridos por alguno de sus inversores institucionales para que emitan sus recomendaciones sobre las propuestas presentadas en la junta de accionistas, está muy interesada en acceder a dicha información para comprobar si dichas recomendaciones corroboran favorablemente las propuestas presentadas en la junta, de tal forma que si los planteamientos esgrimidos en las recomendaciones no resultan coincidentes con los de la sociedad, puedan convencer a los asesores de voto para que los modifiquen con anterioridad a su entrega a los accionistas que se las han solicitado, basándose en que no disponían de toda la información necesaria para llevar a cabo su labor de asesoramiento (recalca acertadamente la posible mediatización que la sociedad puede ejercer sobre los asesores de voto para que modifiquen sus

recomendaciones si no son acordes a sus propuestas PERDICES (2013), p. 572-573). Pero, sin embargo, por otra parte, los asesores de voto, como luego se analizará con más detalle (*vid. infra* VII), siempre reiteran que su actuación está vinculada estrictamente a los servicios de asesoramiento prestados al cliente que los ha contratado y que no ejercen ningún tipo de influencia sobre la organización corporativa de la sociedad examinada, ni sirven de referencia para la gestión corporativa de sus administradores, por lo que no revisten ningún carácter regulatorio ni generan para dichos profesionales ningún tipo de responsabilidad (sobre estas cuestiones *vid.*, en profundidad, *infra* VIII).

IV. OBLIGACIONES DE LOS ASESORES DE VOTO: PRINCIPALES DIFICULTADES PARA SU REALIZACIÓN

Cuando los asesores de voto acuerdan con sus clientes, los inversores institucionales, la realización de sus servicios de asesoramiento en materia de gobierno corporativo, están pactando propiamente un contrato de asesoramiento cuya naturaleza jurídica es la de un arrendamiento de servicios (art. 1544CC) (en este sentido, en lugar de muchos, ZETSCHKE/PREINER (2014) p. 689), en el que el asesor de voto se compromete a realizar un servicio de asesoramiento que desembocará en la formulación de recomendaciones al inversor institucional, si bien dicha labor debe entenderse como mera actividad y no como obligación de resultado (sobre estas cuestiones, *vid.*, en general, BUSTO LAGO (2013), p. 3321 ss, esp. 3340-3345). En consonancia con su naturaleza de contrato de arrendamiento de servicios la celebración de dicho contrato conlleva que el asesor de voto asuma dos obligaciones que estarán reflejadas habitualmente en el código de conducta difundido públicamente para dar a conocer el alcance de sus servicios:

a) La primera consiste en la realización de su servicio, esto es, la elaboración de un análisis profundo de la situación de la sociedad en la que el inversor institucional es socio. Dicho examen requerirá llevar a cabo una evaluación exhaustiva de la política corporativa y económica de la sociedad en la que se ponga de relieve su situación financiera, así como la forma de gestión de la sociedad, y el cumplimiento de sus objetivos de gobierno corporativo. La importancia de dicha evaluación es crucial porque la información conseguida y su posterior evaluación son las que van a dar las claves esenciales al asesor de voto con las que llevar a cabo su labor de asesoramiento. Por lo tanto, si no realiza adecuadamente dicha labor de examen y escrutinio, el alcance de su función asesora quedará ciertamente en entredicho porque no habrá reunido las informaciones necesarias para poder llevar a cabo adecuadamente su labor técnico-profesional.

b) En segundo lugar, corresponde al asesor de voto, atendiendo a los exámenes realizados sobre la situación de la sociedad de la que el inversor institucional es socio, proceder a realizar las recomendaciones pertinentes sobre el sentido de los puntos del orden del día de la junta. Esta obligación está directamente basada en la evaluación previa de la sociedad sobre todos aquellos parámetros a través de los cuales el asesor de voto puede hacerse una idea cabal de la situación de la empresa y de lo que conviene al inversor institucional votar con respecto a los distintos asuntos que se le someten a su consideración en la junta. El asesor de voto, en suma, asume el deber de actuar con la diligencia propia de un profesional especializado en la realización de tales labores de asesoramiento. Estos cánones de actuación profesionales, denominados técnicamente *lex artis*, reflejan la adecuación del modelo de diligencia aplicable al supuesto en cuestión, en el que deberán tenerse en consideración las circunstancias de la naturaleza de la obligación, así como las circunstancias subjetivas, temporales y locales de su cumplimiento (art. 1104 CC) (así, en general, BUSTO LAGO (2013) p. 3343; en el ámbito de los asesores de voto, GALLEGO CÓRCOLES (2014) p. 127). De esta forma, examinada la situación de la sociedad, con todos los conocimientos y medios a su alcance, el asesor de voto deberá recomendar a su cliente, el inversor institucional, el sentido de su decisión sobre los temas propuestos para su aprobación en la junta, que resulte lo más adecuada posible a sus intereses, con base en sus acreditados conocimientos técnicos sobre la materia.

A la hora de ejecutar estas obligaciones, es preciso tener en cuenta las circunstancias en las que llevan a cabo su labor los asesores de voto, y que afectan significativamente a su correcto desarrollo (*vid.* sobre el particular, FLEISCHER (2011) p. 155 ss; se hacen eco, entre nosotros, PERDICES (2013) p. 574-578; HERNÁNDEZ PEÑASCO (2016) P. 7-10). En este sentido, deben distinguirse dos tipos de factores:

En primer lugar, las circunstancias de carácter propiamente económico, generadas por la existencia de un mercado excesivamente concentrado de asesores de voto, copado casi en su totalidad por dos firmas norteamericanas, y que, pese a la existencia de algunas otras firmas en algunos países europeos, impiden que pueda generarse una abierta competencia entre entidades de este tipo que favorecería, en suma, a los inversores clientes que podrían así disponer de más opciones para la contratación de tales servicios (*vid.*, sobre ello, *in extenso*, entre otros, PERDICES (2013) p. 573-574, con datos específicos sobre las entidades existentes a nivel mundial, nacionalidad, porcentajes de participación en dicho mercado, etc.). No obstante, el escenario descrito no parece que pueda ser modificado a medio plazo. Es más, el proceso de concentración de estas entidades se ha ido intensificando en los últimos años de tal forma que los que los operadores dominantes han ido adquiriendo participaciones mayoritarias en las compañías nacionales dedicadas a prestar los mismos servicios, consolidándose dicha situación de concentración.

Dicho estado de cosas ha tenido como principal efecto adverso el que las propuestas de recomendaciones respondan a parámetros muy similares, fenómeno que se ha venido en denominar «estandarización de las recomendaciones», y que pone de relieve la decreciente calidad de los informes emitidos por estas firmas. Dicha depreciación ha obedecido principalmente al elevado volumen de servicios que los asesores de voto tienen que prestar, ya que, al estar presentes en casi todos los países, y no contar con plantillas especialmente numerosas para poder realizar con detenimiento sus labores de evaluación y análisis, sus informes no tienen en cuenta, habitualmente, la regulación existente y características específicas de cada país ni de las propias sociedades objeto de examen. El resultado de todo ello ha propiciado una reducción de la calidad de los servicios de asesoramiento y del rigor con el que están confeccionadas sus recomendaciones, que ha sido advertida desde hace algún tiempo, con el fin de poner de relieve la necesidad de corregir dicha tendencia (*vid.*, *in extenso*, GALLEGO CÓRCOLES (2014), p. 119-124).

Por eso, no queda, en principio, otra alternativa que proponer la adopción de medidas que eviten los efectos perjudiciales derivados de las situaciones de abuso de mercado, sin perjuicio de que, como veremos a continuación (*vid. in extenso infra* V), se pretende dotar al mercado de los asesores de voto de una mayor transparencia que permita conocer las condiciones bajo las cuales desarrollan su labor y, sobre todo, la metodología con la que elaboran sus recomendaciones. De esta forma, aun cuando no sea posible revertir su posición de dominio en el mercado, los asesores de voto tendrán que hacer públicos sus procedimientos a fin de que sus clientes y, el mercado, en general, puedan comprobar que están realizando adecuadamente sus servicios.

En segundo lugar, los problemas de índole jurídico, que ponen de manifiesto la existencia de una serie de deficiencias en la configuración de las funciones de los asesores de voto, que pueden afectar gravemente al correcto ejercicio de su actividad. En este sentido, son dos las situaciones de conflicto de interés en las que los asesores de voto puedan encontrarse inmersos: por una parte, cuando, además, de prestar sus servicios de asesoramiento y formular las correspondientes recomendaciones de voto a inversores institucionales, realizan también dichas labores de asesoramiento sobre la forma de mejorar el gobierno corporativo a las sociedades de las que forman parte dichos inversores, generándose así un evidente conflicto de interés en el desempeño de su labor a la vista de los contrapuestos intereses que debe gestionar. Por otra parte, también pueden encontrarse ante un conflicto de interés cuando los asesores de voto pertenezcan a grupos empresariales con participaciones o intereses en las empresas asesoradas, situación que puede generar un evidente conflicto entre los intereses del cliente y los de la firma de asesores de voto, quienes pueden tener la tentación de formular, en dicha tesitura, propuestas que resulten más favorables a la sociedad con la que mantienen un vínculo societario, que a los intereses de su cliente, el inversor institucional.

Ante la magnitud de los perjuicios que este tipo de situaciones puede acarrear al inversor institucional, ya que pueden afectar a la objetividad y profesionalidad de los asesores de voto en el desempeño de su actividad, se ha visto necesario abordar su solución mediante el establecimiento de mecanismos que garanticen que actúe con la ecuanimidad necesaria cuando puedan encontrarse en dicha situación conflictiva. La propuesta que inicialmente ha cosechado más adeptos ha sido la de que los asesores de voto elaboren códigos éticos de conducta en los que establezcan

mecanismos tendentes a evitar estas situaciones de conflictos de interés, y, sobre todo, en el inevitable caso de que tengan que desempeñar su labor en dicha tesitura, implantar medidas que neutralicen los perniciosos efectos que el conflicto de interés pueda deparar a sus clientes (se hace de estos planteamientos, PERDICES (2013) p. 576; al respecto, en concreto, en relación con el código de conducta elaborado por la ESMA, ZETSCHE/PREINER (2014) p. 689 ss, esp. 691-692).

V. NUEVAS EXIGENCIAS EN EL DESEMPEÑO DE SU LABOR: EL DEBER DE TRANSPARENCIA (ART. 3 «UNDECIES» DIRECTIVA (UE) 2017/828 DE 17 DE MAYO DE 2017)

En este escenario, el nuevo art. 3 undecies Directiva 2017/828 ha tratado de corregir las disfunciones de la actividad de los asesores de voto, tratando de introducir medidas que puedan favorecer la mayor calidad de los servicios que prestan a los inversores institucionales en aras a fortalecer e intensificar su implicación en las sociedades de las que son socios, objetivo primordial de la reforma de la Directiva en cuestión, ya que «la implicación efectiva y sostenible de los accionistas es una de las piedras angulares del modelo de gobierno corporativo de las sociedades cotizadas (...) y una mayor implicación de los accionistas en el gobierno corporativo constituye un instrumento que puede contribuir, además, a mejorar el rendimiento financiero y no financiero de las sociedades (textualmente lo proclama el Considerando 14 de la Directiva 2017/828; sobre estas cuestiones, *in extenso*», GÁLLEGO CÓRCOLES (2014) p. 83-104).

La opción del legislador europeo, como anteriormente se ha señalado (*vid., supra* II) ha sido establecer mecanismos tendentes a reforzar la profesionalidad y objetividad de la actividad de los asesores de voto mediante la implantación de altas dosis de transparencia en el desempeño de su labor. A tal fin, siguiendo las orientaciones predominantes en el ámbito internacional, ha proclamado la conveniencia de que los asesores de voto cuenten con un código de conducta que explique detalladamente el modo en que van a llevar a cabo su labor de asesoramiento, la metodología empleada, la forma de eludir los posibles conflictos de interés en que puedan estar inmersos, el mantenimiento de un diálogo permanente con las sociedades analizadas, y, sobre todo, la difusión pública de tales políticas para que no solo los clientes sino también el mercado, en general, sepa a ciencia cierta el contexto y alcance bajo el cual los asesores de voto están prestando sus servicios.

En concreto, el artículo 3 undecies Apartado 1 Directiva 2017/828 establece que los asesores de voto contarán con un código de conducta que prevea su forma de proceder. En la práctica dichos códigos se traducen en un elenco de principios de buenas prácticas de su actuación como asesores de voto (así lo destaca BOQUERA (2017) p. 12). Ahora bien, también se permite, aun de forma excepcional, que puedan no disponer de dicho código cuando así lo consideren conveniente, en cuyo caso, deberán explicar el motivo razonado de que no dispongan de él. En los casos en que contando con un código de conducta no lo apliquen por algún tipo de circunstancia, deberán explicar la razón de dicha excepción y señalar las medidas de carácter alternativo que se han adoptado para corregir dicha situación. Tales informaciones deberán ser objeto de difusión pública a través de los sitios web de los asesores de voto, en los cuales, de forma totalmente gratuita, cualquier interesado podrá acceder a dicho contenido informativo, que deberá ser actualizado periódicamente. En definitiva, para estas cuestiones se consagra el principio de *comply o explain*, ampliamente conocido en el ámbito del gobierno corporativo, con el que se quiere dotar a los asesores de voto de un cierto margen de maniobra a la hora de configurar su organización funcional, si bien dejando claro que los inversores que puedan necesitar de sus servicios dispongan siempre de información precisa y actualizada de cuáles son sus parámetros de conducta y, en caso de no tenerlos expresamente, de las razones que les han llevado a dicha decisión, para que los inversores conozcan dichas motivaciones y puedan actuar en consecuencia (*in extenso* BALP (2017) p. 18-19).

Por su parte, en el apartado 2 del mencionado artículo 3 undecies Directiva 2017/828 se hace hincapié, de forma expresa, en la información que, como mínimo, los asesores de voto deben ofrecer sobre la labor que desarrollan, sus actividades y, en relación con sus funciones de asesoramiento, las características de los métodos que aplican en sus indagaciones, las fuentes de información utilizadas, los procedimientos empleados para garantizar la calidad de sus investigaciones y de las recomendaciones emitidas en consecuencia, las características esenciales de las políticas de voto aplicables a cada mercado y, por último, la política que mantienen en relación a los conflictos de interés potenciales a los que pueden verse enfrentados. Toda esta información deberá permanecer disponible de forma gratuita durante un periodo de tres años para que pueda ser consultada durante cierto tiempo y cumpla la función de transparencia pretendida (siguiendo expresamente las indicaciones del Considerando 26)

En cualquier caso, con la difusión de la información de todos estos datos se persigue dotar a la figura del asesor de voto de un funcionamiento transparente que permita a los inversores potencialmente contratantes de sus servicios conocer la organización funcional de los asesores de voto a fin de comprobar si reúnen los requisitos adecuados para realizar el asesoramiento pertinente. La obligación de transparencia se convierte en el eje principal de la regulación del estatuto jurídico de los asesores de voto, convirtiéndose en el pilar en torno al cual los inversores pueden conocer los entresijos de su labor profesional y estar al corriente del modo en que desarrollan su actividad. Nada puede reprocharse a este propósito de transparencia total que debe rodear estos servicios de asesoramiento en manos de un número limitado de firmas encargadas de su realización. La única cuestión discutible que dicha exigencia de transparencia genera es el grado de publicidad que dichas informaciones debe desplegar, ya que nunca pueden tratarse de datos o situaciones que perjudiquen el prestigio o posición reputacional de las sociedades objeto de evaluación, generándose en tales casos ciertas dudas sobre el alcance que debe tener dicha obligación de transparencia (así, entre otros, BOQUERA (2017) p. 12).

Mención aparte merece, dentro de las obligaciones de información consagradas en el marco del deber de transparencia de los asesores de voto, la de dar cuenta de si dichos profesionales mantienen diálogos con las sociedades que son objeto de sus investigaciones (art. 3 undecies apartado 2 f) Directiva 2017/828). La conveniencia de que exista un diálogo entre las sociedades potencialmente examinadas y los asesores de voto ha sido desde hace algún tiempo reivindicada por las propias compañías en aras de que los asesores de voto cuenten con información precisa y de primera mano que les permita redactar sus informes y formular sus recomendaciones con mayor conocimiento de causa (*vid., in extenso* GALLEGO CÓRCOLES (2014) p. 83 s, esp. 104 ss; ZETSCHE/PREINER (2014) p. 692-693).

Sin embargo, la mencionada normativa comunitaria no la considera obligatoria. Entiende que para desarrollar su labor profesional los asesores de voto no están obligados a establecer dicho cauce de comunicación con las sociedades a las que van a examinar y sobre cuyas propuestas de acuerdo van a formular recomendaciones. La exigencia de transparencia consagrada en la Directiva 2017/828 se limita a establecer la obligatoriedad de informar de la existencia de dicho diálogo. Pues bien, la ausencia de la exigencia de dicha comunicación resulta criticable porque la existencia de dicho contacto entre el asesor de voto y la sociedad objeto de evaluación proporciona indudables beneficios, ya que permite una relación fluida y permanente entre la sociedad y sus socios, a través de sus asesores de voto, que fomenta la implicación de los accionistas en el gobierno de la sociedad más allá del momento de celebración de la junta general. Pero, además, presta, a su vez, a los asesores de voto información directa y fiable de la situación de las sociedades que potencialmente van a examinar cuando los inversores institucionales así se lo requieran. Se trata, en suma, de que existan canales de comunicación permanentes en ambas direcciones que contribuyan a mejorar las condiciones en las que los asesores de voto prestan sus servicios y, al mismo tiempo, sirvan para fomentar la implicación de los accionistas en las sociedades de las que forman parte.

Además, dichos canales de comunicación están siendo fomentados en el panorama nacional a través de las recomendaciones contenidas en el Código de buen gobierno aprobado por Acuerdo del Consejo de la CNMV de 18 de febrero de 2015, en el que se establece que las sociedades cotizadas deberán contar con una política pública de comunicación y contactos con accionistas, inversores institucionales y asesores de voto (Principio 4). Es decir, las denominadas «políticas de comunicación» de las sociedades cotizadas españolas son los cauces en los que se ha de reflejar el alcance e intensidad del diálogo existente entre las sociedades y los asesores de voto que pueden tener que enjuiciar su gestión, si así se lo requieren inversores institucionales que tengan participación en alguna de tales compañías.

Sin embargo, los efectos beneficios que pueden proporcionar dichos cauces de diálogo entre la sociedad y los asesores de voto no deben impedir apreciar los posibles inconvenientes que tales relaciones pueden acarrear (lo advierten, entre otros, BALP (2017) p. 21-22; entre nosotros, BOQUERA (2017) p. 13-14). La primera limitación reside en que los administradores sociales, cuando proporcionen informaciones a los asesores de voto sobre la gestión corporativa de la sociedad, no han de vulnerar los deberes de confidencialidad propios de su cargo (art. 228 b) LSC), ni difundir información privilegiada (art. 226 Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, en adelante, LMV) porque entrañaría el incumplimiento de las obligaciones específicas de los administradores en este ámbito. Y, en segundo lugar, conviene poner de relieve que la existencia de dicho canal de información específico tampoco puede vulnerar el principio de igualdad de trato del que gozan todos los accionistas (art. 514 LSC) y que puede quedar desvirtuado si los asesores de voto, en representación de los inversores que han contratado sus servicios, reciben más información y de modo más constante que el resto de accionistas (advierte de estos peligros *in extenso* GALLEGO CÓRCOLES (2014) p. 107-115). Pero es que, además, no hay que olvidar que los intereses de los inversores institucionales no han de coincidir necesariamente con los de la sociedad, por lo que el diálogo entre el asesor de voto y la sociedad examinada no supone en modo alguno que dicha comunicación deba tener lugar con el inversor institucional contratante de dicho asesoramiento de voto (lo apunta acertadamente BALP (2017), p. 22). Por eso, la información que se facilite a los asesores de voto no debería superar los estándares que se ofrecen al resto de socios, si no se quiere que estos últimos puedan denunciar dicha forma de proceder por ser contraria al principio de igualdad de trato imperante a todos los efectos en el ámbito societario.

Estas limitaciones explican que la Directiva 2017/828 obligue a los asesores de voto a que informen públicamente de la existencia de dicho diálogo con las sociedades que son objeto de sus investigaciones a fin de que se conozca el contenido de dicho vínculo, su alcance, y se pueda así comprobar si cumplen las exigencias legales y no vulneran ninguna de las limitaciones previstas a tal efecto en el ordenamiento. La obligación de transparencia es la que permite, en suma, que puedan conocerse, por una parte, las condiciones en las que los asesores de voto están prestando sus servicios profesionales, y, por otra, los vínculos que mantienen con las sociedades objeto potencial de su evaluación. El conocimiento de las condiciones de sus servicios, la metodología empleada en las investigaciones, las fuentes de información y las circunstancias específicas del mercado en el que la sociedad desarrolla su actividad, sin olvidar el marco jurídico al que está sometido, constituyen fuentes de información de una gran relevancia para conocer la profesionalidad y el grado de diligencia con el que los asesores de voto llevan a cabo su labor y ayudan a desentrañar, siquiera de forma indirecta, el alcance de su desempeño profesional y de la forma de llevarlo a cabo, lo que resulta especialmente relevante en un mercado tan cerrado y opaco como tradicionalmente ha sido y sigue siendo el de los asesores de voto (lo destaca asimismo BALP (2017) p. 23). Ahora bien, dicho deber de transparencia también pone de relieve los posibles vínculos entre los asesores de voto y las sociedades objeto de investigación, relaciones que no sólo deben ser conocidas públicamente para que los inversores institucionales puedan estar al corriente de las mismas, sino que, como en el apartado siguiente se va a tratar de poner de relieve, deben establecerse mecanismos que neutralicen los efectos perniciosos que generen las situaciones de conflicto causadas por dichas vinculaciones contractuales u orgánicas.

VI. LOS CONFLICTOS DE INTERÉS DE LOS ASESORES DE VOTO

El Apartado 3 del artículo 3 *undecies* de la Directiva 2017/828, además impone a los asesores de voto, como primera exigencia, una obligación expresa de comunicar la existencia de «cualquier conflicto de interés real o potencial o cualquier relación empresarial que pueda influir en la preparación de sus investigaciones, asesoramientos o recomendaciones de voto». Esta exigencia está directamente unida a la obligación de transparencia antes expuesta, en cuya virtud los asesores de voto deben informar de la existencia de cualquier relación o vínculo con sociedades con las que mantengan una relación profesional de cualquier tipo, o estén vinculados orgánicamente formando parte del mismo entramado societario. En ambas situaciones, se corre el riesgo de que el asesor de voto pueda estar tentado de realizar su labor sin la independencia necesaria y la lleve a cabo anteponiendo sus propios intereses a los de su cliente, que son los que deberían ser protegidos preferentemente (alerta sobre estas cuestiones, recientemente ZARZALEJOS TOLEDANO (2017), p. 3-4).

La obligación de que los asesores de voto actúen de forma independiente constituye, en suma, el eje principal sobre el que se cimenta la normativa europea reguladora del estatuto de este tipo de profesionales. El hecho de que sean tan pocas las firmas dedicadas a esta labor y de que resulte habitual que, además de ser contratadas por inversores institucionales, asesoren a las sociedades sobre las que tales inversores tienen interés en que les aconsejen, ha propiciado que la Directiva 2017/828, centrada en promover la mayor implicación de los accionistas en la gestión de la sociedad, haya tenido que focalizar su atención en establecer los mecanismos que permitan conseguir que los asesores de voto sean profesionales independientes y cuya labor de evaluación y enjuiciamiento no se vea afectada por ese doble juego de intereses que, a menudo, se cierne sobre tales firmas, a consecuencia de los servicios de asesoramiento que pueden prestar simultáneamente a los inversores institucionales y a las sociedades evaluadas. En la práctica, ello ha propiciado, incluso, que las sociedades, antes de elaborar sus propuestas de acuerdos de junta, se pongan en contacto con los asesores de voto, para hacerles partícipes de sus iniciativas a través de los canales de diálogo correspondientes, práctica perfectamente lícita, pero que se puede tornar peligrosa cuando llegue a constituir una forma de presión encubierta al asesor de voto para que, de alguna forma, dé su visto bueno a la propuesta elaborada por los administradores de la sociedad, a fin de que estos cuenten con un aval que respalde su iniciativa ante los socios de la compañía en general (advierten de este peligro, entre otros, PERDICES (2013) p. 571; recientemente ZARZALEJO (2017), p. 3-4).

En principio, la comunicación de las situaciones de conflicto de interés debe hacerse pública en la página web en la que se divulguen anualmente los hechos relevantes del asesor de voto que puedan ser de interés general. Además de los supuestos mencionados en el apartado anterior (*vid. supra* IV), incluidos dentro del deber de transparencia que estos profesionales están obligados a cumplir, se exige también a los asesores de voto que hagan públicos los posibles conflictos de interés en los que se encuentren o, potencialmente, sea posible que puedan verse inmersos, a fin de que cualquier inversor institucional que esté pensando en contratar sus servicios, pueda conocer de antemano los posibles conflictos de interés que rodeen al asesor de voto en cuestión y que, por tanto, desaconsejen su contratación por los riesgos que pueda conllevar al potencial cliente (lo advierte expresamente BOQUERA (2017) p. 16-17).

Adicionalmente, y ya en un plano más concreto, los asesores de voto deberán comunicar a sus clientes cualquier conflicto de interés en el que se vean envueltos, bien por mantener relaciones profesionales con la sociedad de cuyas propuestas en la junta el inversor institucional solicita su opinión, bien por formar parte del entramado societario de la sociedad de la que el inversor institucional ha requerido su análisis. En tal sentido, están obligados a informar a sus clientes de cualquier suerte de conflicto de interés que pueda mediatizar su labor profesional, a fin de evitar que el asesor de voto pueda caer en la tentación de tomar decisiones que sean favorables principalmente a sus intereses, en detrimento de los del cliente que ha requerido de sus servicios.

Dicho deber de comunicación de la existencia de conflicto de interés, además de estar previsto en la normativa europea comentada, se inscribe dentro de los principios generales inherentes al contrato de asesoramiento suscrito entre el asesor de voto y el inversor institucional en el que cualquier circunstancia que afecte a la diligente y leal toma de decisiones del asesor debe ser comunicada inmediatamente al cliente. Se persigue, así evitar los conflictos de interés tanto de carácter ocasional (relaciones profesionales con la sociedad examinada), como de naturaleza permanente (vinculación orgánica con la sociedad analizada), porque puedan afectar al correcto desempeño de la labor profesional de los asesores de voto. Dicha obligación de comunicación debe ser entendida, en cualquier caso, en un sentido amplio, extensible a todo tipo de situaciones potenciales de conflicto de interés en las que pueda encontrarse el asesor de voto en su desempeño profesional (realiza una enumeración, al respecto, de situaciones de conflicto de interés en el que pueden encontrarse inmersos los asesores de voto, BOQUERA (2017) p. 16). De este modo, con esta obligación de comunicación de los posibles conflictos de interés en los que se encuentren inmersos los asesores de voto, los clientes que contraten los servicios de tales profesionales tendrán la seguridad de que estos se encuentran en las condiciones de independencia precisas para poder llevar a cabo su labor con la máxima diligencia y lealtad a los intereses de su cliente.

La importancia de esta comunicación explica que deba realizarse lo antes posible, incluso, si se puede, con anterioridad al momento en que se produzca la situación generadora del conflicto de interés, ya que si la comunicación se produce con posterioridad al hecho en cuestión no desplegará los efectos de carácter preventivo perseguidos. Dicha comunicación deberá reflejar, además, no solo la existencia del eventual conflicto de interés, sino también una descripción detallada de la situación de que se trate. En tal sentido, se deberá hacer constar la naturaleza del conflicto, reflejando las circunstancias que rodean la situación que lo generó. Sólo a través de una información detallada el cliente podrá encontrarse debidamente informado del hecho en cuestión y estar en condiciones de articular los mecanismos necesarios de defensa para neutralizar los efectos que dicha decisión, supuestamente mediatizada, pudiera ocasionar.

La segunda obligación prevista en el Apartado 3 del artículo 3 *undecies*, y directamente ligada a la anterior, se traduce en que, con independencia de la existencia del conflicto de interés y de su comunicación al cliente, el asesor de voto, en cualquier caso, debe precisar las medidas adoptadas para eliminar, reducir o gestionar los conflictos de intereses, reales o potenciales, en los que se pueda ver inmerso. Los asesores de voto deben contar, por tanto, con un plan de actuación para aquellas situaciones de conflicto de interés en que puedan encontrarse, plan que deberá prever medidas dirigidas a eliminar, reducir o gestionar tales situaciones de conflicto. No basta, por tanto, con que informen de la existencia de dichos conflictos de interés, sino que han de disponer, en cualquier caso, de una batería de medidas destinadas a eliminar sus funestos efectos, porque si, pese a todo, se mantienen los conflictos de interés, no cabe, en principio, aplicar al asesor de voto incumplidor sanción alguna (así lo señalan ZETSCHE/PREINER (2014) p. 692). Es por ello, por lo que la Directiva 2017/828, reconociendo la posibilidad de que puedan existir conflictos de interés que los asesores de voto no hayan sido capaces de evitar, exige que, siquiera de forma *ex post*, deban ser controlados, declarando la obligación de establecer instrumentos a tal efecto que dispongan los propios asesores de voto (así lo advierte BOQUERA (2017) p. 17).

En el marco de dichas medidas se inscribe la implantación de los denominados «cortafuegos» o «murallas chinas», a través de las cuales se establece que los asesores de voto deberán organizarse internamente. Así, el departamento encargado de realizar la labor de evaluación de la sociedad de la que el inversor institucional forma parte y de la que está interesado en que el asesor de voto le proporcione su visión al respecto, recomendándole cómo ha de votar los puntos propuestos por los administradores en la junta de accionistas, habrá de estar completamente separado del departamento que realice las labores de asesoramiento de gobierno corporativo a las sociedades que lo soliciten, de tal forma que no haya vinculación ni comunicación alguna entre sus miembros que pueda generar el conflicto de intereses (lo expone acertadamente PERDICES (2013) p. 576). Dichos sistemas deberán estar previstos en los códigos de conducta de las propias entidades en los que quedará constancia de su existencia, su contenido y su procedimiento de activación, a fin de que los potenciales clientes de los asesores de voto conozcan de antemano la forma de proceder de tales profesionales para corregir las disfunciones que los conflictos de interés generados puedan generar al cliente.

Finalmente, aunque no se deduzca del tenor expreso de la Directiva 2017/828, cabría plantear si existe alguna obligación de que el asesor de voto deba abstenerse de emitir recomendaciones de voto cuando la sociedad objeto de evaluación sea también asesorada por dicha firma (lo postuló inicialmente en la fase de elaboración de la mencionada normativa europea, GALLEGO CÓRCOLES (2014) p. 165). Sin embargo, como dicha decisión de tanta envergadura no está expresamente prevista, parece desproporcionado interpretar el artículo 3 *undecies* en tal sentido, teniendo en cuenta las graves consecuencias que dicha medida supone para los asesores de voto en un mercado tan concentrado (lo pone de relieve, implícitamente, BOQUERA (2017) p. 17). En puridad, esa debería ser la medida que habría de adoptar un asesor de voto incurso en un conflicto de interés de tal naturaleza con el fin de que su labor no pudiera quedar mediatizada por su vinculación contractual u orgánica con la sociedad examinada. Con todo, el sistema ha evitado proclamar dicha drástica medida exigiendo el establecimiento de «murallas chinas» en el seno de la organización de los asesores de voto con el objeto de neutralizar los conflictos de interés generados por la doble vinculación de la sociedad examinada con el asesor de voto (sobre el establecimiento de dicho sistema de «murallas chinas», *vid.* GALLEGO CÓRCOLES (2014), p. 171-172, con base en los actuales arts. 225 a 233 LMV relativos a los mecanismos para evitar los abusos del mercado por las empresas de servicios de inversión).

De cualquier forma, siempre podría quedar desvirtuado dicho deber de abstención a la hora de emitir las recomendaciones si el asesor de voto, además de informar a su cliente de dicha circunstancia, recibe de este último, autorización para seguir vinculado contractualmente. De este modo, pese a la existencia del conflicto de interés, resultaría evidente que el cliente, aun consciente de dicha situación, no tiene inconveniente en mantener su vinculación con el asesor de voto. Se puede entender, incluso, que dicha autorización existe desde el momento en que, informado el cliente de dicha situación, no lleve a cabo ninguna actuación que manifieste, de algún modo, su negativa a continuar vinculado contractualmente con el asesor de voto. Así, una vez que el cliente esté informado de la situación de conflicto de interés, bien porque así se lo haya comunicado expresamente, bien porque así conste en la página web en la que figuran las condiciones en que presta sus servicios, el asesor de voto estará legitimado para llevar a cabo su labor profesional con el cliente en cuestión, porque se entiende que está en condiciones de formular sus recomendaciones de manera libre e independiente al margen de la situación de conflicto de interés en que se halle (sobre estas reflexiones *vid.*, aun en el campo de los conflictos de interés de los administradores, *in extenso* EMPARANZA (2011) p. 34-35).

VII. EL ALCANCE DE LAS RECOMENDACIONES DE VOTO: LA OBLIGATORIEDAD O NO DE SU SEGUIMIENTO

El artículo 3 *undecies* de la Directiva 2017/828 no entra a regular una de las cuestiones que más controversia ha generado en relación con el papel de los asesores de voto, esto es, el alcance de sus recomendaciones de voto. El debate gira, en suma, sobre si, siguiendo en el plano normativo marcado por la Directiva 2017/828, los inversores institucionales están obligados a seguir las recomendaciones formuladas por los asesores de voto o, simplemente, revisten la condición de meras orientaciones que podrán ser tenidas en cuenta a la hora de ejercer su voto en la junta de accionistas, pero a las que no se encuentran vinculadas (sobre estas cuestiones, en lugar de muchos, HERNÁNDEZ PEÑASCO (2016), p. 7-8). En principio, la normativa europea, como se ha dicho, no precisa esta crucial cuestión. La razón de este silencio obedece a que el legislador no ha querido en la Directiva en cuestión regular más que la obligación de transparencia con la que deben actuar los asesores de voto, como instrumento especialmente idóneo para que estos profesionales realicen adecuadamente su labor, de manera profesional e independiente, evitando, en lo posible, los conflictos de interés en los que puedan verse envueltos, pero sin regular el alcance de sus relaciones contractuales con sus clientes. La orientación de la Directiva está claramente centrada en que se proporcione la máxima información a los inversores institucionales sobre las funciones y la situación profesional que desarrollan los asesores de voto a los que puede contratar para dar respuesta a sus necesidades de evaluación de las sociedades de las que son socios, dejando de lado totalmente el tipo, alcance y contenido de la relación que debe mediar entre dichos inversores institucionales y sus asesores de voto. Se considera, por tanto, que el contenido del contrato de asesoramiento no debe ser objeto de regulación uniformizadora alguna, correspondiendo a los propios operadores diseñar libremente el alcance de sus compromisos contractuales.

Aclarada la razón por la que no se regula este aspecto en la reciente Directiva 2017/828, conviene, no obstante, exponer, aun de forma sintética, cuál debe ser el alcance de dichas recomendaciones. Evidentemente, para llegar a esta conclusión, el análisis se basará principalmente en nuestra normativa, porque no conviene olvidar que la influencia de las recomendaciones varía según los países y la normativa aplicable (*vid.*, al respecto, HERNÁNDEZ PEÑASCO (2016) p. 7). En principio, las recomendaciones de voto de las compañías de asesoramiento de voto deben entenderse como lo que son, meras recomendaciones cuyo grado de influencia es relativo, ya que se limitan a materializar las opiniones técnicas que atesoran los asesores de voto sobre una sociedad a la que han examinado y en cuya virtud propone a los inversores institucionales que forman parte de dicha sociedad cómo deberían votar las propuestas elevadas a la junta por los administradores.

Dicho planteamiento, sin embargo, no tiene en cuenta que los inversores institucionales deciden su política de contratación de forma independiente, y, por ello, pueden contratar a los asesores de voto con un alcance distinto. Así, cabe que los servicios de los asesores de voto se acuerden con el objeto de complementar la política de voto de tales inversores institucionales, ofreciéndoles así un apoyo o refuerzo a la hora de

tomar sus decisiones corporativas en las sociedades de las que forman parte. Sin embargo, también cabe que su contratación vaya más allá de una mera función consultiva, y revista el alcance de una delegación de tales funciones corporativas, y el asesor de voto sea quien marque con su informe el signo de la decisión del inversor institucional en la sociedad de la que es socio (pone de relieve tales planteamientos, HERNÁNDEZ PEÑASCO (2016), p. 7-8).

Con todo, su configuración, basada en la relación jurídica de asesoramiento que une a las dos partes del contrato de asesoramiento suscrito responde a una mera recomendación, sin que pueda calificarse de instrucción, entendido en sentido estricto. La diferencia es notable porque la instrucción obliga al receptor a cumplir tales órdenes, si quiere acreditar el efectivo cumplimiento de la obligación contratada, en tanto que la recomendación se concibe como la formulación de un consejo que puede ser ejecutada o no por el receptor, sin que éste último esté obligado a llevarla a efecto. Las consecuencias en el orden contractual son significativas, como se explicará más detenidamente en el apartado posterior (*vid. infra* VIII), ya que al tratarse de recomendaciones no han de ser seguidas obligatoriamente por los inversores institucionales, por lo que estos no las deben cumplir a rajatabla y los asesores de voto, en principio, tampoco deberán soportar ninguna responsabilidad por las consecuencias que se deriven de tales recomendaciones, especialmente en los casos en que los inversores institucionales las cumplan.

En la práctica, en cualquier caso, pueden aflorar ciertas dudas sobre el grado efectivo que estas recomendaciones despliegan. Si, como se ha señalado, ejercen sobre el inversor institucional un grado de vinculación relativo, debería afirmarse que los asesores de voto no son partícipes de las políticas de voto de las sociedades que examinan a través de sus informes técnicos elaborados a tal efecto. Sin embargo, cuando el signo del voto emitido por el inversor institucional coincide plenamente con las orientaciones formuladas por el asesor de voto, quien ha elaborado su informe recomendando el sentido del voto en la misma dirección en que el inversor efectivamente ha manifestado su decisión, ello puede hacer pensar que las recomendaciones del asesor de voto han sido determinantes en el voto del inversor institucional y que, por tanto, despliegan una influencia muy superior (pone de relieve esta interesante cuestión HERNÁNDEZ PEÑASCO (2016), p. 7). Sin embargo, el hecho de que exista una coincidencia fáctica entre el voto emitido y el signo de la recomendación formulada no puede variar el alcance de las recomendaciones de los asesores de voto. En efecto, éstas siempre revisten un efecto relativo, limitado a servir de orientación al inversor institucional a la hora de ejercer su derecho de voto en los asuntos planteados en la junta, pero nunca adquirirán un valor absoluto por mucho que el sentido del voto de dicho inversor haya sido coincidente al que hubiera sido recomendado por el asesor de voto. En cualquier caso, para que no surjan dudas sobre el particular, el asesor de voto debería haber justificado debidamente el signo de sus recomendaciones, con base en los datos y metodología empleados, poniendo siempre de relieve que el informe es un dato que ayuda al inversor institucional a emitir su voto, pero que nunca puede ser el único (así lo proclama, siguiendo las directrices predominantes en Gran Bretaña PERDICES (2013), p. 580).

El alcance de estas reflexiones despliega sus efectos sobre cualquiera de las cuestiones que se someten a la consideración de la junta de accionistas. Todos los puntos del orden del día serán objeto de evaluación por los asesores de voto, que formularán sus recomendaciones para que el inversor institucional que se le ha solicitado su opinión tenga un elemento de referencia a la hora de decidir el sentido de su voto. Sin embargo, en la práctica, uno de los temas que más controversia está generando en las juntas de accionistas es el punto relativo a la retribución de los administradores, aspecto sobre el cual la labor de los asesores de voto está llamada a desempeñar un papel muy relevante porque sus recomendaciones a este respecto pueden erigirse en el elemento determinante de su aprobación o desaprobación (*vid.*, al respecto, recientemente DÖRRWACHTER (2017), p. 409 ss). En cualquier caso, y pese a la importancia de la cuestión, la conclusión a la que se llega coincide con la planteada en un plano general. La propuesta del asesor de voto carece de efectos vinculantes para el inversor institucional, incluso en un tema tan delicado como es la retribución de los administradores de la sociedad en la que participan. Ello no impide, y esto es lo relevante, que, pese al respaldo de la recomendación formulada por el asesor de voto, el inversor institucional o cualquier otro accionista esté perfectamente legitimado para ejercer una acción de responsabilidad contra dichos administradores, si se demuestra, por los cauces legales previstos a tal efecto, que dicha retribución resulta excesiva y desproporcionada con arreglo a la situación económico-financiera de la empresa (art. 217 LSC, art. 529 novodécies LSC), aunque la propuesta haya sido votada siguiendo las recomendaciones del asesor de voto contratado (en este sentido, DÖRRWACHTER (2017), p. 412-413).

VIII. LA RESPONSABILIDAD DE LOS ASESORES DE VOTO

En consonancia con el silencio existente sobre el apartado anterior, el artículo 3 *undecies* de la Directiva 2017/828 tampoco regula el controvertido tema de la responsabilidad en la que pueden incurrir los asesores de voto en el desempeño de su labor profesional. Si dicha normativa europea no ha tenido por objeto regular el contenido de la relación entre los asesores de voto y sus clientes, los inversores institucionales, es lógico que tampoco haya puesto su atención en el régimen de responsabilidad del asesor de voto en los supuestos en que incumpla o cumpla deficientemente sus labores de asesoramiento profesional. Esta cuestión está directamente ligada al contenido de la relación jurídica contraída entre ambas partes, aspecto que la Directiva 2017/828 no aborda porque sus objetivos no se centran en la relación contractual entre el asesor de voto y el inversor institucional, sino exclusivamente en dotar al mercado de los asesores de voto de la máxima transparencia a fin de que los inversores institucionales dispongan de la información precisa para poder elegir cuál es el asesor de voto que mejor se adecúa a sus necesidades, a la vista, entre otros criterios, de su metodología de trabajo y de las soluciones previstas para superar los posibles conflictos de interés en los que pueda verse envuelto.

En principio, el asesor de voto, como entidad encargada de formular recomendaciones de voto sobre los puntos del orden del día de la junta de la sociedad examinada, no debería soportar ninguna responsabilidad al margen de las previstas contractualmente al tiempo de celebrar el contrato (art. 1107 CC). En tal sentido, su responsabilidad no podría abarcar las consecuencias que su supuesta errónea recomendación puede causar al inversor institucional, en tanto haya llevado a cabo su labor respetando la regulación prevista en su código de conducta (en tal sentido, igualmente, GALLEGO CÓRCOLES (2014), p. 127). En términos prácticos, esto significa que un asesor de voto no puede ser hecho responsable de los daños que su recomendación haya podido causar al inversor institucional que ha seguido sus recomendaciones, aunque a consecuencia de ello haya podido sufrir perjuicios de cualquier índole, siempre que en el desempeño de su labor profesional haya cumplido sus compromisos contractuales (PERDICES (2013), p. 579). La función del asesor de voto, limitada a formular recomendaciones de voto, no resulta suficiente para que las consecuencias perjudiciales que el inversor institucional sufra por la incorrecta recomendación puedan ser patrimonialmente imputables al asesor de voto. Además, el propio esquema contractual hace difícil que el inversor institucional pueda reclamar al asesor de voto el presunto perjuicio causado, por la dificultad de concretar qué se entiende por perjuicio, a efectos corporativos, cómo se cuantifica y, sobre todo, de qué forma se puede acreditar que el supuesto daño es imputable al asesor de voto (pone de relieve asimismo estas dificultades GALLEGO CÓRCOLES (2014), p. 127). Siguiendo los principios probatorios vigentes en nuestro ordenamiento (art. 217.2.º LEC), correspondería al inversor institucional la prueba de los hechos constitutivos que son base de la pretensión que ejercita (así, en general, BUSTO LAGO (2013), p. 3341). De esta forma, sobre el inversor institucional recaería la carga de probar la existencia del daño sufrido y el incumplimiento en el que ha incurrido el asesor de voto para que éste tuviera que responder frente al reclamante.

Menos admisible resulta que la sociedad examinada pueda exigir responsabilidad alguna al asesor de voto que la ha evaluado por las consecuencias adversas que se hayan podido derivar de las recomendaciones formuladas a los inversores institucionales que forman parte de su accionariado. La ausencia de vínculo contractual entre ambas entidades explica que la supuesta reclamación debería encauzarse por vía extracontractual, ámbito en el que resulta especialmente problemática la viabilidad de una acción de tal naturaleza por las evidentes dificultades para acreditar el daño y la existencia del nexo de causalidad (art. 1902 CC), por lo que las posibilidades de que la sociedad en la que el inversor institucional ostenta su participación accionarial y que ha podido verse afectada por las recomendaciones formuladas por el asesor de voto, pueda ejercer contra este último una acción de responsabilidad por los posibles perjuicios causados, son francamente remotas (en este sentido GALLEGO CÓRCOLES (2014), p. 125, con ulteriores referencias).

Estas conclusiones no pueden, sin embargo, ocultar el hecho de que cuando los inversores institucionales acuden a estos profesionales lo hacen porque entienden que, de alguna forma, su contratación les permite obtener una seguridad, y podría decirse, incluso, la tranquilidad de que han actuado siguiendo los estándares habituales en este tipo de situaciones y que, por tanto, nadie puede hacer responsable a la sociedad, y a sus gestores, de la decisión propuesta a la junta, cuando el asesor de voto ha confirmado con sus recomendaciones dicha forma de proceder (en este sentido lo subraya PERDICES (2013), p. 580). Dicha aseveración se fundamenta en que si el inversor institucional ha tomado su decisión, amparado por un informe elaborado por una firma independiente, las adversas consecuencias económicas o corporativas que puede llevar aparejada respaldar dicha decisión en el seno de la sociedad, sólo podrán propiciar una reclamación cuando el inversor acredite que el informe del asesor de voto ha sido el causante del perjuicio patrimonial o corporativo sufrido. Pues bien, resulta evidente que la existencia de dicho nexo de causalidad no concurre porque la recomendación del asesor de voto no es la que causa directamente un daño al inversor institucional. En puridad, lo que ha causado el perjuicio será la gestión de la sociedad y, en su caso, de sus administradores, que es la que ha propiciado que la decisión adoptada haya sido nociva para la sociedad. Pero no puede ponerse el foco de la supuesta responsabilidad en el asesor de voto que recomendó el voto favorable a dicha decisión, porque se trata de una mera recomendación que no guarda una relación directa con el daño causado a los inversores institucionales. En definitiva, el recurso a los asesores de voto no puede servir para que los inversores institucionales acrediten haber cumplido sus deberes fiduciarios respecto sus partícipes (lo advierte, en estos términos, FLEISCHER (2011), p. 10). Las recomendaciones formuladas por los asesores de voto son un dato más que contribuye a desarrollar la política corporativa del inversor institucional en la sociedad de la que es socio, pero no pueden ser concebidas como el único aspecto que dicho inversor puede tener en cuenta a la hora de ejercer sus decisiones en la junta porque, de ser así, estaría desvirtuando la capacidad autónoma y soberana del inversor institucional para tomar sus propias decisiones (en este sentido, PERDICES (2013) p. 580).

En el único aspecto en el que se puede atribuir al asesor de voto alguna responsabilidad jurídica será cuando haya incumplido alguna de las obligaciones contractuales asumidas en el desempeño de su labor profesional. Dicho incumplimiento podrá tener lugar cuando haya actuado de manera negligente en el ejercicio de su actividad profesional, como puede suceder cuando se hubiera acreditado, entre otros motivos, que no había utilizado una metodología adecuada en la elaboración de su informe, no había contrastado debidamente los datos empleados para la confección de su análisis, o, había omitido la existencia de un conflicto de interés en la solicitud recibida. Además, dicho incumplimiento debería hacer causado un daño objetivamente imputable a la falta de cumplimiento de alguna obligación (art. 1107 CC). Solo en tales circunstancias dichos incumplimientos, que deberán ser analizados en clave contractual, podrán conllevar indemnizaciones en consonancia con los daños derivados por la deficiente prestación del servicio de asesoramiento (así lo defiende, por ejemplo, recientemente, ZARZALEJOS TOLEDANO (2017) p. 5).

Sin embargo, de igual forma cabe que, por vía contractual, los asesores de voto incluyan cláusulas que traten de limitar su responsabilidad ante los inversores institucionales que le hubieren contratado por el incumplimiento de alguna de sus obligaciones contractuales en el desempeño de su labor profesional, siempre que dicho incumplimiento se haya producido por culpa leve o negligencia (así, en general, Díez Pícazo (2008) p. 755 ss). Dicha posibilidad de limitar la responsabilidad contractual del deudor constituye, como es de sobra sabido, un mecanismo especialmente idóneo para que quienes asumen obligaciones en el seno de un contrato puedan limitar el impacto patrimonial que el incumplimiento de alguna de sus obligaciones pueda acarrearles, estableciendo el importe máximo que abonarán en el caso de que sean objeto de la correspondiente reclamación. A pesar de que supera nuestro propósito abordar en profundidad este importante debate dogmático acerca de la posibilidad de que se puedan incluir cláusulas de semejante tenor en los contratos que suscriban los asesores de voto con los inversores institucionales, baste aquí señalar que estos profesionales están en condiciones de utilizar esta fórmula contractual en orden a prefigurar de antemano las consecuencias patrimoniales que el incumplimiento negligente de alguna de sus obligaciones pueda conllevar, aunque *prima facie* traten siempre de defender su total ausencia de responsabilidad (*vid.*, al respecto, las reflexiones vertidas por Pantaleón (1996) p. 49 ss, que, aunque centradas en el panorama de los auditores, pueden ser utilidad a este respecto, por las notables similitudes que las actuaciones de estos profesionales guardan con los asesores de voto, aunque también les separen indudables diferencias).

IX. BIBLIOGRAFÍA

- BALP (2017) «Regulating proxy advisors through transparency: pros and cons of the EU approach», *ECFL* 14, versión electrónica, p. 1-33.
- BOQUERA (2017) «Las entidades asesoras de voto para la implicación de los socios en las sociedades cotizadas según la Directiva 2017/828», *RDM* 306, versión electrónica, p. 1-29.
- BUSTO LAGO (2013) «El contrato de arrendamiento de servicios», *Tratado de contratos T. III* (dir. R. Bercovitz), 2.ª Ed. Tirant Lo Blanch, Valencia, p. 3321-3361.
- DÍEZ PICAZO (2008), *Fundamentos del Derecho Civil Patrimonial II. Las relaciones obligatorias*, 6.ª Ed. Thomson Civitas Cizur Menor 2008.
- DÖRRWACHTER (2017) «Stimmrechts- und Vergütungsberatung. Interessenkonflikte und Unabhängigkeit», *Die AG* 12, p. 409-415.
- EMPARANZA (2011) «Los conflictos de interés de los administradores en la gestión de las sociedades de capital», *RDM* 281, p. 13-45.
- FLEISCHER (2011) «Zukunftsfragen der Corporate Governance in Deutschland und Europa: Aufsichtsräte, institutionelle Investoren, Proxy Advisors und Whistleblowers», *ZGR* 40, p. 155-181.
- FLEISCHER, (2012) «Zur Rolle und Regulierung von Stimmrechtsberater (Proxy Advisors)», *Die AG* 1-2, p. 1-11.
- GALLEGO CÓRCOLES (2013) «Informe final de la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) en materia de proxy advisors», *RdS* 40, p. 595-606
- GALLEGO CÓRCOLES (2014) *Asesores de Voto (Proxy Advisors) y el ejercicio del derecho de voto en las sociedades cotizadas*, Thomson Reuters Aranzadi, Cizur Menor, p. 188.
- GALLEGO CÓRCOLES (2016) «Proxy Advisors in the Voting Process: Some Considerations for Future Regulation in Europe», *ECFR* 1/2016, p. 107-156.
- HERNÁNDEZ PEÑASCO (2016) «Proxy Advisors: funciones que desempeñan e influencia sobre el buen gobierno de las sociedades cotizadas», *RdS* 48, Versión Electrónica, p. 1-24.
- LEÓN SANZ (2017) «La reforma del Derecho europeo de sociedades cotizadas», *Estudios sobre órganos de las sociedades de capital Vol. 1. Liber Amicorum Fernando Rodríguez Artigas/Gaudencio Esteban Velasco*, Thomson Reuters Aranzadi, Cizur Menor, p. 137-171.
- PANTALEÓN (1996) *La responsabilidad civil de los auditores: extensión, limitación, prescripción*, Civitas, Madrid.
- PERDICES HUETO (2013) «Los asesores de voto», *Liber Amicorum Prof. Dr. Francisco Vicent Chulià*, Tirant lo Blanch, Valencia, p. 569 ss.
- QUIJANO (2018) «La nueva directiva de 2017 sobre implicación de los accionistas», *Derecho de sociedades y de los mercados financieros. Libro Homenaje a Carmen Alonso Ledesma*, Iustel, Madrid, p. 713-730.

REUTTER (2017) «Regulierung und Haftung von Proxy Advisors», *Kapitalmarkt. Recht und Transaktionen XI* (Hrsgb. Reutter/Werlen), Basel/Genf, Schulthess Juristische Medien AG, p. 229-269.

ZARZALEJOS TOLEDANO (2017) «La actividad de los proxy advisors y la problemática derivada de las situaciones de conflicto de interés», *LA LEY mercantil* junio 37, Versión Electrónica, p. 1-9.

ZETSCHKE/PREINER (2014) «Der Verhaltenskodex für Stimmbereiter zwischen Vertrags- und Wettbewerbsrecht. Zur Einordnung der Best Practice Principles for Shareholder Voting Research & Analysis», *Die AG* 19, p. 685-697.

NOTAS AL PIE DE PÁGINA

Este trabajo forma parte de las investigaciones realizadas en el Proyecto de Investigación titulado «Los conflictos de intereses en las sociedades y en las entidades no lucrativas. Modificaciones estructurales y derecho de grupos» (DER2015-69549-P) del que quien suscribe es investigador principal.

Una versión reducida de este trabajo fue objeto de exposición en el XVI Congress Harvard-Complutense celebrado los días 24, 25 y 26 de septiembre de 2018 en la Harvard Law School. Sirvan estas breves líneas para agradecer la invitación al Prof. Juan Sánchez-Calero, director y máximo responsable de esta iniciativa y a las Profs. Isabel Fernández y Mónica Fuentes por el excelente trato dispensado durante el desarrollo del evento.