

Breve Panorama de los Asesores de Voto (Proxy Advisors) en el Perú

Brief Overview of Vote Advisors (Proxy Advisors) in Peru

Dr. Edison Paul Tabra Ochoa, PhD.

Profesor de la Pontificia Universidad Católica del Perú

Artículo Original (Investigación)

RFJ, No. 2, 2017, pp. 99-119, ISSN 2588-0837

RESUMEN: el propósito del presente artículo es ofrecer al lector un breve Estado de la cuestión en el cual se desenvolverán los asesores de voto en caso de iniciar operaciones en el Perú. El estudio comprende un análisis de la legislación de mercado de valores, de fondos de pensión y las prácticas de buen gobierno corporativo. La idea central de este estudio es mostrar que el mercado peruano requiere establecer un conjunto de normas mínimas que protejan los intereses de los inversionistas institucionales y, a la vez, crear un conjunto de prácticas de gobierno corporativo exigibles a los asesores de voto.

PALABRAS CLAVES: asesor de voto, activismo, gobierno corporativo, inversionista institucional, responsabilidad.

ABSTRACT: this article makes a short introduction about Peruvian legal situation in case Proxy Advisers starts operations. The research works Peruvian Securities Act, Pension Funds Law, and local corporate governance practices. The main idea is to propose Peruvian market needs a minimum rule to protect interests of institutional meanwhile is necessary the creation of group of corporate governance practices to make work of proxy advisers more transparent and responsible.

KEYWORDS: proxy advisors, activism, corporate governance, institutional investor, responsibility.

INTRODUCCIÓN

Los *Proxy Advisor* influyen en las decisiones de los inversionistas institucionales, por medio de las recomendaciones de los votos que estos 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 clientes. Asimismo, los asesores de voto colaboran con el cumplimiento de los criterios de “activismo”, “responsabilidad”, “transparencia”, en favor 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. Sin embargo, la necesidad de contar con los servicios de “asesoría de voto”, aún se vislumbra lejana e innecesaria. En contrapartida, 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. Estos últimos 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 los intereses de los socios minoritarios y de los clientes de las empresas de inversión. Además, tiene como misión regular la conducta de aquellas empresas de asesoría que colaboran con los inversionistas institucionales. El asesor de voto o *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”. Por extensión, también protege los objetivos 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.

El presente artículo muestra un breve panorama legal del desarrollo de la figura del asesor de voto en el Perú y propone algunas recomendaciones para su efectiva implementación en el ámbito del mercado de valores. Creemos que la descripción de nuestra experiencia servirá de referencia para otras legislaciones que se encuentran en la misma situación de estudio de esta interesante figura legal.

1. MERCADO DE VALORES

La presencia de los asesores de voto en el mercado de valores peruano se manifiesta con la imagen de los inversionistas institucionales¹. 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, también, para que recomienden el sentido de voto del inversionista. En este contexto, los *Proxy Advisors* que asesoren a inversionistas institucionales tendrán en cuenta los alcances legales que regulen su funcionamiento en el mercado peruano. Asimismo, los *Proxy Advisors* considerarán la 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.

1.1. 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). Ambas leyes exigen a los asesores de inversión que justifiquen o demuestren que ejercen el voto en las empresas donde poseen inversión, de acuerdo con los intereses de sus clientes y con la posibilidad de 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 eu-

1 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 titulizadoras. 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.

ropeas optaron por escoger la autorregulación propia como el medio ideal para delimitar la conducta de los asesores de voto. Es decir, cada *Proxy Advisor* se autorregula por medio de sus códigos de conducta o prácticas de gobierno corporativo.

A diferencia de los EEUU, la legislación peruana no obliga a los inversionistas institucionales a que justifiquen el sentido del voto que han de ejercer en las Juntas de socios de la empresa emisora y tampoco que certifiquen su viabilidad por medio de una entidad independiente. La Ley de Mercado de Valores de Perú, 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 mercado². 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.

1.2. Autorregulación

En este contexto, la figura de los *Proxy Advisors* puede implementarse en el mercado peruano como el instrumento que tienen los in-

2 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 que disponen de toda la información necesaria sobre sus clientes y mantenerlos siempre adecuadamente informados (el resaltado es nuestro).

versionistas institucionales para demostrar a los clientes y al mercado que cumplen con gestionar sus fondos, con arreglo a los criterios de diligencia y como un factor que otorgaría mayor 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 invita 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. Ambas empresas inglesas 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”³ y en beneficio de los “mejores intereses”⁴ de los clientes y, complementariamente, de acuerdo con las recomendaciones de la *UK Stewardship Code*. Entonces, 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 implementar su funcionamiento en el Perú, sin necesidad de contar con normas estatales.

1.3. 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

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

4 Rivera & Mercantile Asset Management (2016). Disponible en: http://www.riverandmercantile.com/river_and_mercantile_asset_management/about_us/corporate_governance/voting_and_engagement. [Consulta: 07 de setiembre de 2016].

emisora y sustentarlo con la recomendación profesional de un asesor de voto. Al igual que el anterior caso, los 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 Corporation⁵ y Franklin Templeton Investments⁶ 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. Para ello, pueden 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.

1.4. 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 beneficiarán 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

5 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). www.blackrock.com/corporate/en-dk/about-us/blackrock-capital-investment-corporation. [Consulta: 07 de setiembre de 2016].

6 Frank Templeton Investments (2016). Disponible en www.franklintempleton.com/content-common/miscellaneous/regulatory-legal/en_US/TAML_ProxyVotingPolicies.pdf [Consulta: 07 de setiembre de 2016].

económica, entre otros motivos, serán las causas que inducirán a los inversores a contratar los servicios de un asesor de voto.

Visto lo anterior, 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. Tales mecanismos, junto con el artículo 16 A de la Ley de Mercado de Valores y otras normas complementarias⁷, 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.

1.5. Asesor de voto

La labor del asesor de voto difiere respecto al trabajo del asesor de inversión (asesor financiero). La conclusión fue que esta última emplea sus conocimientos especializados en el mercado de valores con la función de aconsejar, opinar o recomendar al inversionista, para que este adopte decisiones de inversión de manera informada. *El Proxy*

7 Merece destacar la Resolución N° 033-2015-SMV/01 de la Superintendencia de Mercado de Valores de Perú 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*.

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 este último. Por ende, una empresa que desea constituirse como un *Proxy Advisor* podrá hacerlo al amparo de la Ley General de Sociedades⁸. Sin embargo, de acuerdo con el último párrafo del artículo 12° de la Ley de Mercado de Valores⁹, 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 Superintendencia de Mercado de Valores (SMV) es importante, en tanto que previene determinadas situaciones que cuestionarían la profesionalidad y neutralidad del *Proxy Advisor* y perjudicarían los intereses de los agentes del mercado. Según las características propias del mercado peruano y de la 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 trabajo¹⁰. En este sentido, las normas del regulador pueden considerar la exigencia legal a los *Proxy Advisors*, que son parte de un grupo

-
- 8 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 194° y 207 °) guardan silencio y, aparentemente, no existiría impedimento alguno. Asimismo, la posibilidad que un *proxy advisor* foráneo decida constituirse como una SAB o SIV y, paralelamente, realizar actos propios de “asesoría de voto”.
 - 9 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).
 - 10 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. 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.

empresarial, la implementación de un sistema de controles de “corta-fuego” *firewall* para prevenir potenciales conflictos de interés o problemas de transparencia.

No obstante, en caso que la Superintendencia decida no regular la actividad de los asesores de voto o, mientras dure el proceso de estudio, es posible que cada *Proxy Advisor* tenga que autorregularse a través de sus propias 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 ISS¹¹. Este hecho suscitó dudas acerca que ISS pueda actuar de forma parcializada en las recomendaciones hacia las empresas emisoras de propiedad de Vestar. Ante esta situación, ISS transparentó sus políticas de recomendación de voto, implementó un programa de cumplimiento y creó una política interna de barrera informativa (*firewall*) (ISS 2014, 20)¹². Como parte de esta barrera informativa, ningún directivo o empleado de Vestar puede participar o colaborar en el trabajo de ISS y tampoco acceder a su base de datos¹³.

En este sentido, para el caso peruano, cualquier *Proxy Advisor* que pertenezca a un grupo empresarial, también deberá acreditar que ha implementado dicha política de mitigación de conflictos de interés para garantizar la transparencia de su trabajo y demostrar la protección de los intereses de los inversionistas institucionales y, principalmente, de los socios minoritarios y los clientes de estos. Similar criterio debe de aplicarse con más rigor en el caso de las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP), para cautelar los aportes de sus clientes debido a su naturaleza de aportes previsionales.

11 Vestar Capital Partners (2016). Disponible en www.vestarcapital.com/portfolio/. [Consulta: 08 de setiembre de 2016].

12 Más detalles en el documento *Policy on Potential Conflicts of Interest Related to Institutional Shareholder Services Inc.* Disponible en www.issgovernance.com/file/duediligence/2014-ISS-Conflicts-Policy-6-19-2014.pdf. [Consulta: 08 de setiembre de 2016].

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

1.6 La 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 caso que un asesor de voto no cumpla con su trabajo y perjudique 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. Según el artículo 1º, se fortalece su protección y se vela por el respeto de sus Derechos en el mercado de valores del país. El artículo 3º, párrafo 1, establece que cualquier inversionista que considere que algún agente de intermediación, dentro de la competencia de la SMV, estaría afectando sus Derechos puede acudir a la defensoría y recibir orientación sobre los mecanismos que posee para formular la denuncia ante los órganos correspondientes¹⁴. El literal “c” de la norma en cuestión prevé que el inversor opte por formular su denuncia ante la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), en caso de infracción a las normas de mercado de valores; ante el Indecopi, en caso de 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. Entonces, 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 las condiciones según los cuales se realizará el servicio de *Proxy Advisory Service* (ISS 2014, 5).

14 Para un mayor estudio se aconsejar 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. 211-244.

Según el artículo 3º, inciso 5, del Reglamento, un criterio a considerar es la facultad del defensor del inversionista de identificar y formular proyectos de normas para fortalecer la protección de los Derechos de sus clientes. Así, el defensor puede fundamentar la necesidad de incluir a los *Proxy Advisors* bajo el control de la Ley del Mercado de Valores¹⁵. En ese caso, la Superintendencia estaría facultada de 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.

2. SISTEMA FINANCIERO

Las entidades del sistema financiero califican como inversionistas institucionales¹⁶. Por tanto, la regulación de los *Proxy Advisors* en las entidades financieras y crediticias sería de acuerdo con 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 y de 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*.

2.1. Sistema Privado de Administración de Fondos de Pensiones

Las Administradoras de Fondos de Pensiones (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

15 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.

16 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.

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, al mismo tiempo, genere la rentabilidad necesaria para incrementar sus prestaciones¹⁷.

En esta misma línea, la preocupación implica la protección de los intereses de los afiliados que no poseen un mecanismo efectivo que les permita conocer la forma 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 activa¹⁸. 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 la empresa emisora impactará en el retorno (rentabilidad) que esta genere a la AFP (socios), en calidad de accionista y al afiliado, como cliente del fondo de pensiones. En consecuencia, el asesor de voto estará en condiciones de proteger los intereses de los afiliados de la AFP y de los socios minoritarios.

2.2. El *Proxy Advisor* en el sistema privado administración en el fondo de pensiones

17 La Superintendencia de Banca y Seguros (SBS) 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. 11).

18 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 adquieren 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. 11-12).

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 Pensiones¹⁹ establece que cualquier Administradora de Fondo de Pensiones asume responsabilidad fiduciaria hacia sus clientes (afiliados) y demás *stakeholders*. A base de 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:

[...] 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*²⁰ [...] (el resaltado 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 Advi-*

19 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 es nuestro).

20 California State Teachers' Retirement System Corporate Governance Principles 2015. 20. Disponible en www.calstrs.com/sites/main/files/file-attachments/corporate_governance_principles_110211.pdf [consulta: 09 de setiembre de 2016].

sors están en capacidad de colaborar con la efectividad en el gobierno de las empresas emisoras y de 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 ofrecerán a esta última una mayor consistencia en sus decisiones de voto y mejorará su aporte en el gobierno de la empresa emisora.

3. GOBIERNO CORPORATIVO

3.1. 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, así, cautelar 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 vinculados a la responsabilidad social (medio ambiente y sociedad) (Calpers 2015, 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 ordenen los alcances de la regulación estatal. 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 con los criterios de gobierno corporativo (Glas Lewis 2015. 45). Por ello, su figura debe de incluirse tanto en el Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas, para que sirva como referencia a las empresas del mercado local, como también, en la legislación de las Administradoras de Fondos de Pensiones que regula la práctica del gobierno corporativo en las AFP.

3.2. 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 de 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 en la gestión de fondos (FRC 2012, 2). En España, el Código Rodríguez recomienda a toda sociedad cotizada que cuente con una política de comunicación con sus accionistas y asesores de voto.

Recientemente, en 2015, la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico (OCDE) actualizó sus principios de gobierno corporativo, en reemplazo 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, 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 voto²¹, lo cual es un inconveniente para los inversores locales dado que desconocen las ventajas que los *Proxy Advisors* darían a su labor. Los asesores de voto pueden colaborar en el cumplimiento del criterio de transparencia que todo inversor institucional debe cumplir con 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*:

1. En concordancia con el código inglés, el Código peruano debe de prever que, en caso que las empresas de inversión tercericen sus servicios, como el estudio de voto, deben de reportarlo a los socios y clientes. En cualquier caso, el inversor institucional mantiene la responsabilidad por las consecuencias que el ejercicio de voto ocasiona en la gestión empresa emisora.
2. 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, sin incurrir en conflictos de interés y para beneficio de todos (socios minoritarios, clientes y *stakeholders*).
3. 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.

3.3. Los Proxy Advisors en el Gobierno Corporativo de los Fondos de Pensión

El gobierno corporativo en las empresas de fondos de pensiones busca resolver los problemas de transparencia, reporte de información y el dominio en las industrias, que son objeto de inversión por parte

21 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).

del fondo. Las características propias del mercado peruano agravan la necesidad de transparentar y demostrar que las actividades de participación en la Junta de socios de las empresas emisoras se realizan para resguardar los intereses de sus clientes y de los socios minoritarios.

En este sentido, la participación de los asesores de voto en las Administradoras de Fondos de Pensiones debe plantearse de acuerdo con los argumentos que fueron desarrollados en la legislación sobre mercado de valores, debido a que las AFP tienen la condición de inversionistas institucionales. A su vez, estos criterios deben complementarse con las pautas tratadas en el sistema financiero. En ambos casos, la propuesta consiste en que los inversionistas institucionales contratan los servicios de los asesores de voto, para demostrar el cumplimiento de sus deberes fiduciarios como gestores de fondos de inversión.

Ambas legislaciones permiten que la actividad de los asesores de voto se desarrolle en el Perú, sin necesidad de modificarlas, y cada empresa de inversión puede reglamentar su contratación como parte de sus prácticas de gobierno corporativo. La Legislación del Sistema Privado de Fondos de Pensiones sigue el mismo criterio. 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 AFP²².

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, 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

22 Artículo 21-B.- Las Administradoras de Fondos de Pensión, 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 resaltado es nuestro)

clientes, por extensión de sus socios y demás *stakeholders*, y disminuyan sus conflictos de interés²³.

4. CONCLUSIONES

En este artículo se ha argumentado que 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. Asimismo, las normas de gobierno corporativo colaboran con la regulación y la contratación de los servicios de un *Proxy Advisor*, estipular sus deberes con sus clientes y demostrar que sus recomendaciones son profesionales y eficaces.

5. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

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

23 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.

Bebchuk, L. (2005). The case for Increasing Shareholder Power. *Harvard Law Review*, Vol. 118, (833-917).

Bebchuk, L. (2005). The long-terms effects of hedge fund activism. *Columbia Law Review*, Vol. 115, (1085-1155).

Blume, D. (2013). *Trends and Factors Impacting on Latin American Equity Market Development*. Recuperado de <http://www.iegce.com/publicaciones/MesaRedonda/Session1Speaker1BLUME.pdf>. Acceso: 23-05-2016.

Blume, D. (2014). *Corporate Governance and the Role of Pension Funds*. Recuperado de http://www.fiapinternacional.org/wp-content/uploads/2016/04/daniel_blume.pdf. Acceso 24-05-2016.

CalPERS. (2015). *California Public Employees' Retirement System Statement of Investment Policy for Global Governance*. Recuperado de: <https://www.calpers.ca.gov/docs/policy-global-governance.pdf>. Acceso 09-09-2016.

CalSTRS. (2011). *California State Teachers' Retirement System Corporate Governance Principles*. Recuperado de http://www.calstrs.com/sites/main/files/file-attachments/corporate_governance_principles_110211.pdf. Acceso 09-09-2016

Comisión Nacional de Mercado de Valores. (2006). Código unificado de buen gobierno de sociedades cotizadas. Madrid: CNMV.

Comisión Nacional de Mercado de Valores. (2013) Código unificado de buen gobierno de sociedades cotizadas. Madrid: CNMV.

Comisión Nacional de Mercado de Valores. (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 con 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.

Comisión Europea. (2014). Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo. Bruselas: Comisión Europea.

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

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

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

Organisation for Economic Cooperation and Development (OECD). (2004). White paper' sobre Gobierno Corporativo en América Latina. Paris: OECD Publications.

Organisation for Economic Cooperation and Development (OECD). (2009). OECD Guidelines for Pension Fund Governance. Paris: OECD Publications.

Organisation for Economic Cooperation and Development (OECD). (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. Recuperado de <http://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/49288747.pdf>. Acceso 06-07-2016

Organisation for Economic Cooperation and Development (OECD), International Finance Corporation (IFC) y Global Corporate Governance Forum. (2011). The Role of Institutional Investors in Promoting Good Corporate Governance Practices in Latin America: The Case of Peru. Recuperado de <http://oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/42188837.pdf>. Acceso 06-07-2016.

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). (2013). Trends and Factors Impacting on Latinamerican Equity Market Development. Recuperado de <http://www.iegc.ec/publicaciones/MesaRedonda/Latamequitymarketrends.pdf>. Acceso 25-05-2016.

Serra Puente Arnao, G. (2000). La regulación en el Mercado de los valores mobiliarios. *Revista Themis* N° 40. (37-47).

Tabra Ochoa, E. (2015). *Solidaridad y Gobierno Corporativo*. Barcelona: JM Bosch España.

Valdivieso Montaña, L. (2013). *OECD Mesa Redonda Latinoamericana de Gobierno Corporativo 2013* [Diapositiva]. Recuperado de <https://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/47103859.pdf>. Acceso 24-05-2016.

Recibido: 12/08/2017

Aceptado: 22/11/2017

Edison Paúl Tabra Ochoa: Docente tiutlar de la Pontificia Universidad Católica de Perú.

Correo electrónico: etabra@pucp.edu.pe