



CONSULTA PÚBLICA PREVIA

Anteproyecto de Ley XX/201X para la transposición de la Directiva 2017/828 del Parlamento Europeo y del Consejo 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.

La presente consulta tiene como objetivo recabar, directamente o a través de sus organizaciones representativas, la opinión de las personas y entidades potencialmente afectadas por la norma proyectada.

a) Antecedentes de la norma.

La Directiva 2017/828 del Parlamento Europeo y del Consejo 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) es el resultado de dos hechos:

- La evidencia, tras la crisis financiera, de que el seguimiento por parte de los inversores institucionales de la actividad y resultados de las sociedades cotizadas en las que invierten es mejorable y
- La publicación del Plan de acción de la Comisión Europea sobre Derecho de sociedades europeo y gobierno corporativo de 2012, que contiene una serie de medidas en el ámbito del gobierno corporativo destinadas, en particular, a fomentar la implicación a largo plazo de los accionistas y aumentar la transparencia entre las sociedades y los inversores

Los Estados miembros están obligados a incorporar a su ordenamiento jurídico las disposiciones necesarias para dar cumplimiento a lo establecido en la Directiva 2017/828 antes del 10 de julio de 2019 y antes de que pasen 24 meses de la adopción del acto delegado de la Comisión previsto en los artículos 3bis, 3ter y 3quater.



b) Problemas que se pretenden solucionar con la nueva norma.

El Anteproyecto de ley con el que se incorpore a nuestro ordenamiento jurídico la Directiva 2017/828 estará orientada a solucionar, en línea con dicha norma europea, los problemas que expondremos a continuación. No obstante, hay que señalar que algunos de ellos ya han sido abordados y se les ha dado respuesta en la normativa española aplicable a los mercados de valores.

Los problemas que aborda la Directiva 2017/828, tal y como indican sus considerandos y la documentación que acompañó en su momento a la propuesta normativa de la Comisión Europea son:

- La insuficiente implicación de los inversores institucionales y los gestores de activos en las sociedades cotizadas en las que invierten.

En concreto, se considera que los inversores institucionales y los gestores de activos que los gestionan no se fijan lo suficiente en los resultados (reales) a largo plazo de las empresas en las que invierten, sino que atienden únicamente a los movimientos de la cotización del valor y a la estructura de los índices de los mercados de capitales en los que participan. Esto implica una excesiva presión en el corto plazo para las sociedades cotizadas y hace que los resultados sean subóptimos para los partícipes o beneficiarios del inversor institucional.

Nuestra regulación sobre instituciones de inversión colectiva contiene ya algunas reglas para hacer frente a este tipo de problemas. En concreto, en el artículo 46.1.d) de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva, que se desarrolla por el artículo 115.1 i) de su Reglamento de desarrollo, aprobado por el Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio.

- La insuficiente correlación entre la remuneración y el desempeño de los miembros del órgano de administración de las sociedades cotizadas.

Por una parte, sostiene la Comisión Europea que no hay información clara, comprensible ni comparable divulgada por las sociedades cotizadas en relación con la remuneración de los miembros del órgano de administración de las sociedades cotizadas. Por otra parte, los accionistas no tienen herramientas suficientes para expresar su opinión sobre la remuneración de los miembros del órgano de administración.



El texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, contiene en sus artículos 529 septdecies a novodecies y 541 lo relativo a la remuneración de los consejeros por tal condición y por el desempeño de funciones ejecutivas, obligando a la sociedad a elaborar y someter a aprobación de la junta una política de remuneraciones y a elaborar, someter a la junta y hacer público un informe sobre remuneraciones de los consejeros.

- La falta de supervisión y vigilancia por parte de los accionistas de las operaciones con partes vinculadas.

Los accionistas no tienen acceso a información suficiente y con antelación sobre este tipo de transacciones (que comprenden, por ejemplo, las que puede hacer la sociedad cotizada con uno de sus consejeros, o con sus entidades o accionistas dominantes, dando beneficiándose estos del resultado de la transacción en detrimento de los demás accionistas).

El artículo 230 del texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital recoge, para todo tipo de sociedades, el régimen de autorización de operaciones con partes vinculadas. No se han establecido obligaciones de publicidad sobre este tipo de operaciones.

- Unos estándares inadecuados de transparencia de los asesores de voto (*proxy advisors*).

Gran parte de los inversores institucionales y gestores de activos recurren a asesores de voto para ejercer los derechos políticos asociados a sus inversiones, ante la imposibilidad de evaluar adecuadamente y en profundidad las circunstancias y elementos relevantes de cada una de sus inversiones (dada la complejidad de los mercados de capitales). En consecuencia, la labor de los asesores de voto es crucial para el buen funcionamiento de la toma de decisiones en las sociedades cotizadas.

En relación con esto, se constata por una parte que las metodologías utilizadas por estos asesores de voto no siempre tienen suficientemente en cuenta las condiciones concretas de la sociedad afectada o la normativa nacional que le resulta de aplicación. Por otra parte, no se asegura la independencia del asesor de voto respecto al gestor de activos o inversor institucional que solicita sus servicios.



- El ejercicio de los derechos políticos y económicos derivados de las acciones es difícil y costoso.

Esto se pone de manifiesto especialmente cuando la custodia de los valores presenta un elemento transfronterizo. Es decir, cuando existe una cadena de intermediarios en la tenencia de un valor, la información relativa al ejercicio de voto no siempre se transmite adecuadamente entre las distintas entidades que integran la cadena, por lo que la comunicación entre la sociedades cotizada y sus accionistas es, en estos casos, deficiente.

En concreto, los problemas surgen: por la falta de adecuada identificación de los accionistas, por la falta de trasmisión puntual de la información a lo largo de la cadena de custodia y por la existencia de discriminaciones en el precio del servicio de custodia cuando existe un elemento transfronterizo.

Cabe mencionar aquí la Circular 7/2011, de 12 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre folleto informativo de tarifas y contenido de los contratos-tipo, que desarrolla la Orden EHA/1665/2010, de 11 de junio, por la que se desarrollan los artículos 71 y 76 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, que establece el formato que debe seguir el folleto informativo de tarifas aplicable a los servicios que prestan las empresas de servicios de inversión en España.

c) Necesidad y oportunidad de su aprobación.

El plazo de transposición de la Directiva 2017/828 aconseja iniciar la tramitación del anteproyecto de ley lo antes posible, comenzando con esta consulta pública



d) Objetivos de la norma.

A la vista de los problemas identificados en el apartado b) anterior, la Directiva 2017/828 persigue los siguiente objetivos y medidas para conseguirlos:

- Respecto a la insuficiente implicación de los inversores institucionales y los gestores de activos en las sociedades cotizadas en las que invierten.

La Directiva 2017/828 pretende alinear adecuadamente los intereses de los accionistas y de los gestores de activos que invierten en sociedades cotizadas, para intentar impedir que éstos últimos mantengan una perspectiva cortoplacista.

Se obliga por tanto a contar con una política de implicación a largo plazo que defina la estrategia de inversión y que se haga pública por parte del gestor de activos.

- En cuanto a la insuficiente correlación entre la remuneración y el desempeño de los miembros del órgano de dirección de las sociedades cotizadas.

Las sociedades cotizadas deben elaborar una política de remuneraciones de los miembros del órgano de administración, que se someterá a votación de la junta de accionistas. También se elaborará un informe de remuneraciones que exponga cómo se ha aplicado la política de remuneraciones, y también se informará a los accionistas al respecto.

- Para paliar la falta de supervisión y vigilancia por parte de los accionistas de las operaciones con partes vinculadas.

Debe hacerse público con antelación suficiente que se va a realizar una operación entre la sociedad cotizada y una parte vinculada y debe someterse a aprobación por parte de los accionistas (o, en su caso, del órgano de administración).

- Respecto a estándares inadecuados de transparencia de los asesores de voto (*proxy advisors*).

Los asesores de voto deben hacer público las metodologías que utilizan para elaborar sus recomendaciones, y deben establecer políticas para gestionar y minimizar los conflictos de interés.



- Para conseguir que el ejercicio de los derechos políticos y económicos derivados de las acciones deje de ser difícil y costoso.

Se establecen obligaciones para los intermediarios financieros que intervienen en la custodia de las acciones, de tal forma que deben transmitir tanto a la sociedad cotizada como a los accionistas la información necesaria para el ejercicio del derecho de voto, en los plazos y con el formato que se propone en el [Reglamento delegado de la Comisión europea](#) (publicado en mayo para consulta pública). También se establecen en este reglamento el formato que deben utilizarse para dar cumplimiento a las peticiones de identificación de accionistas de sociedades cotizadas.

e) Posibles soluciones alternativas, regulatorias y no regulatorias.

Hay que recordar en primer lugar, que la negociación de la propuesta normativa de la Comisión europea no estuvo exenta de complicaciones y en algunas ocasiones para lograr un acuerdo conjunto de los Estados miembros en relación con materias tan variadas como las que aborda la directiva, fue necesaria la introducción de un margen adicional de decisión para los Estados miembros.

Es por esto que se introdujeron un gran número de opciones nacionales en la Directiva 2017/828 que, sin abandonar los objetivos perseguidos por la norma, permitiera mayores posibilidades de actuación a los Estados miembros.

A continuación se presentan dichas opciones nacionales, con un breve análisis de la misma para indicar, en su caso, si es una materia ya regulada en nuestra normativa y en qué sentido se ha ejercido la opción nacional.

1. En relación con el derecho de la sociedad cotizada a identificar a sus accionistas.

- ¿Debe establecerse un porcentaje mínimo de acciones o derechos de voto que deben tener los accionistas para que la sociedad pueda solicitar su identificación? Dicho de otra forma, debe limitarse el derecho de la sociedad cotizada a la identificación de los accionistas, sólo en el caso de que estos posean un porcentaje de acciones o derechos de voto determinado (que en ningún caso podrá exceder el 0,5% del total del capital de la sociedad)?



En la actualidad el artículo 497 del texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio establece que la sociedad emisora tendrá derecho a obtener en cualquier momento de las entidades que lleven los registros de los valores los datos correspondientes de los accionistas, incluidos las direcciones y medios de contacto de que dispongan. No hay limitación alguna en términos de porcentaje de acciones o derechos de voto.

- ¿Debe permitirse que las sociedades soliciten a los depositarios centrales de valores, o a otro intermediario o prestador de servicios, que recaben información sobre la identidad de los accionistas, incluso de los intermediarios de la cadena de intermediarios, y que la remitan a la sociedad? Dicho de otra forma, a la vista de la redacción del artículo 497 ¿debería explicitarse y concretarse el concepto %entidades que lleven los registros de valores+ en el sentido propuesto por la opción referida?

- ¿Debe disponerse que, a petición de la sociedad, o de un tercero nombrado por la sociedad, el intermediario comunique sin demora a la sociedad los datos del siguiente intermediario de la cadena de intermediarios.?

- ¿Debe disponerse en la norma de transposición el tratamiento de los datos personales de los accionistas para otros fines?

2. En relación con la transmisión de información relativa al ejercicio de los derechos de los accionistas.

- ¿Debe establecerse un plazo, en ningún caso superior a tres meses después de la votación en la junta general correspondiente, para que el accionista o un tercero nombrado por el accionista pueda solicitar al intermediario una confirmación de que sus votos han sido registrados y contabilizados válidamente por la sociedad, salvo que ya dispongan de esta información?.

- ¿Debe prohibirse a los intermediarios cobrar honorarios por los servicios prestados en relación con la identificación de los accionistas, la transmisión de información y facilitación del ejercicio de los derechos de los accionistas?.

3. En relación con la elaboración y publicación de la estrategia de implicación a largo plazo de inversores institucionales y gestores de



activos en la sociedad cotizada de la que son accionistas.

- ¿Debe requerirse que la información mencionada en el artículo 3 octies, apartado 1, relativo a la política de implicación a largo plazo, se publique, de forma gratuita, mediante otros medios que sean fácilmente accesibles en línea, además de estar disponible públicamente de forma gratuita en el sitio web del inversor institucional o del gestor de activos?

- ¿Debe disponerse que la información a que se refieren los apartados 1 y 2 del artículo 3 nonies, relativo a la forma en que el acuerdo de gestión de activos del inversor institucional promueve la implicación a largo plazo, esté disponible públicamente, de forma gratuita, en otros medios fácilmente accesibles en línea, además de estar disponible públicamente, de forma gratuita, en el sitio web del inversor institucional?

- ¿Debe disponerse que la información mencionada en el apartado 1 del artículo 3 decies (el gestor debe comunicar al inversor institucional la forma en que su estrategia de inversión y su aplicación se ajustan al acuerdo entre ellos y contribuyen al rendimiento a medio y largo plazo de los activos del inversor institucional o del fondo) se publique junto con el informe anual que debe elaborar la sociedad gestora para cada fondo que gestione (artículo 68 de la Directiva 2009/65/CE o 22 de la Directiva 2011/61/UE o las comunicaciones periódicas contempladas en el artículo 25.6 de la Directiva 2014/65/UE).

- ¿Debe exigirse que, cuando el gestor de activos no gestione los activos de manera discrecional cliente por cliente, la información revelada con arreglo al apartado 1 del artículo 3 decies (la forma en que su estrategia de inversión y su aplicación se ajustan al acuerdo entre ellos y contribuyen al rendimiento a medio y largo plazo de los activos del inversor institucional o del fondo) también se facilite a otros inversores del mismo fondo, por lo menos cuando la soliciten?.

4. En relación con la elaboración y votación por parte de la junta de accionistas sobre la política de remuneraciones y el informe de remuneraciones.

- ¿Debe permitirse que la votación en una junta general sobre la política de remuneración sea consultiva? En tal caso, las sociedades únicamente remunerarán a sus administradores de acuerdo con una política de remuneración que haya sido sometida a votación en la junta general. Si la



junta general rechaza la política de remuneración propuesta, la sociedad someterá a votación una política revisada en la siguiente junta general.

- ¿Debe permitirse que, en circunstancias excepcionales, las sociedades apliquen excepciones temporales a la política de remuneración, siempre que en dicha política consten las condiciones de procedimiento en las que se puede recurrir a esas excepciones y se especifiquen los componentes de la política que puedan ser objeto de excepción.

Estas circunstancias excepcionales solo cubrirán situaciones en las que la excepción de la política de remuneración sea necesaria para servir a los intereses a largo plazo y la sostenibilidad de la sociedad en su conjunto o para asegurar su viabilidad.

- ¿Debe disponerse en nuestro ordenamiento el tratamiento de los datos personales de los administradores para otros fines?

- ¿Debe disponerse, en el caso de las pequeñas y medianas empresas, como alternativa a la votación, que el informe sobre remuneraciones del ejercicio más reciente se presente para su debate en la junta general anual como punto independiente del orden del día?. La sociedad explicará en el siguiente informe sobre remuneraciones cómo se ha tenido en cuenta dicho debate en la junta general.

5. En relación con la publicidad y aprobación previa de operaciones con partes vinculadas.

- ¿Deben establecerse distintas definiciones de ~~la~~ importancia para establecer, por una parte, la obligación de aprobación de la operación (artículo 9 quater.4) y por otra parte, el régimen de publicidad de la operaciones con partes vinculadas (artículo 9 quater, apartados 2 y 3)?. ¿Deben diferenciarse las definiciones según la dimensión de la sociedad?.

- ¿Debe disponerse que el anuncio público mencionado en el apartado 2 del artículo 9 quater vaya acompañado de un informe que evalúe si la operación es justa y razonable desde el punto de vista de la sociedad y de los accionistas que no sean partes vinculadas, incluidos los accionistas minoritarios, y que explique los supuestos en que se basa junto con los métodos utilizados.?



En ese caso el informe será elaborado por uno de los siguientes:

- a) un tercero independiente;
- b) el órgano de administración o de supervisión de la sociedad;
- c) el comité de auditoría u otro comité que se componga en su mayoría de administradores independientes.

Los Estados miembros garantizarán que las partes vinculadas no participen en la elaboración del informe.

- ¿Debe disponerse que los accionistas tengan derecho a votar en la junta general las operaciones importantes con partes vinculadas que hayan sido aprobadas por el órgano de administración o de supervisión de la sociedad?.

- ¿Debe permitirse a los accionistas que sean partes vinculadas participar en la votación, siempre que se garantice unas salvaguardias adecuadas que se apliquen antes del proceso de votación o durante este para proteger los intereses de la sociedad y de los accionistas que no sean partes vinculadas, incluidos los accionistas minoritarios, impidiendo que la parte vinculada apruebe la operación a pesar de la opinión contraria de la mayoría de los accionistas que no sean partes vinculadas o pese a la opinión contraria de la mayoría de los administradores independientes.?

- ¿Debe disponerse que las sociedades apliquen los requisitos contenidos en los apartados 2, 3 o 4 del artículo 9 quater (régimen de publicidad y aprobación) a las operaciones celebradas en el curso ordinario de la actividad empresarial y concluidas en condiciones normales de mercado?

- ¿Deben establecerse excepciones a la aplicación de los requisitos contenidos en los apartados 2, 3 y 4 del artículo 9 quater en los siguientes casos:

- a) las operaciones celebradas entre la sociedad y sus filiales, siempre que estas sean íntegramente de su propiedad, que ninguna otra parte vinculada de la sociedad tenga intereses en la empresa filial, o que se prevea una protección adecuada de los intereses de la sociedad, de la filial y de sus accionistas que no sean partes vinculadas, incluidos los accionistas minoritarios, en dichas operaciones;



b) tipos claramente definidos de operaciones para las que se exige la aprobación de la junta general, siempre que la normativa de que se trate aborde de manera concreta y ampare adecuadamente el trato justo a todos los accionistas y los intereses de la sociedad y de los accionistas que no sean partes vinculadas, incluidos los accionistas minoritarios;

c) las operaciones relativas a la remuneración de los administradores, o a determinados componentes de esta, abonada o por abonar de conformidad con el artículo 9 bis;

d) las operaciones celebradas por entidades de crédito basándose en medidas destinadas a la salvaguardia de su estabilidad, adoptadas en su caso, por el Banco de España o por el FROB;

e) las operaciones ofrecidas con las mismas condiciones a todos los accionistas en las que queden garantizadas la igualdad de trato a estos y la protección de los intereses de la sociedad.

- ¿Debe disponerse que el anuncio de las operaciones que realice la sociedad con sus filiales (artículo 9 quater.7) vaya acompañado de un informe que valore si la operación es justa y razonable desde el punto de vista de la sociedad y de los accionistas que no sean partes vinculadas, incluidos los accionistas minoritarios, y que explique los supuestos en que se basa junto con los métodos utilizados.? Las exenciones que pueden establecerse de acuerdo con los dos apartados anterior se podrán aplicar asimismo a las operaciones descritas en el este apartado.

Plazo de duración de la consulta pública: Hasta el 12 de julio de 2018.

Dirección de correo donde dirigir las observaciones:
audiencia@tesoro.mineco.es