



COMILLAS

UNIVERSIDAD PONTIFICIA

ICAI

ICADE

CIHS

FACULTAD DE RELACIONES INTERNACIONALES

Trabajo Fin de Grado

LA DIRECTIVA SRDII Y EL ACTIVISMO ACCIONARIAL

Análisis de la alineación de los intereses de accionistas y gestores e intermediarios: el debate entre la propiedad y el poder de las empresas cotizadas

María Fernández Duque

Doble Grado en Derecho y Relaciones Internacionales, 5º curso.

Área de Derecho Mercantil Internacional.

Tutor: Ignacio Ramos Villar

Madrid

Junio, 2021

TABLA DE CONTENIDO

LISTADO DE ABREVIATURAS	4
KEY WORDS:.....	5
RESUMEN / ABSTRACT:.....	5
FINALIDAD Y OBJETIVOS PARA EL TEMA ESCOGIDO	7
1. INTRODUCCIÓN: METODOLOGÍA, ARGUMENTO Y CUESTIONES PLANTEADAS.....	8
ESQUEMA DE CONTENIDO Y METODOLOGÍA	8
OBJETIVOS DE LA INVESTIGACIÓN, CUESTIONES RESUELTAS Y ABIERTAS	9
2. MARCO TEÓRICO: LA DIRECTIVA (UE) 2017/828.....	11
I. CONTENIDO Y PROPÓSITO DE LA DIRECTIVA (“QUÉ”).....	11
II. CONTEXTO HISTÓRICO-ECONÓMICO, CAUSAS Y NECESIDAD DE LA REFORMA (“POR QUÉ”).....	12
❖ El contexto socioeconómico actual: <i>Behavioural Finance</i> , volatilidad y el inflacionismo post COVID-19.....	13
❖ La respuesta comunitaria a la evolución de los mercados y la tecnología en interés de los accionistas.....	16
3. EL REFLEJO EN LA NORMATIVA INTERNA: LA REFORMA DE LA LEY DE SOCIEDADES Y DERECHO COMPARADO EN TRASPOSICIÓN DE LA DIRECTIVA.....	18
4. TRADUCCIÓN A LA PRÁCTICA (“QUÉ”): ESFERAS DE IMPACTO DEL FOMENTO DEL LARGO PLAZO DE LAS INVERSIONES.....	21
3.1. SOBRE LA ECONOMÍA: LA INVERSIÓN A LARGO PLAZO COMO PARTE DEL OBJETIVO ASG.	21
3.2. SOBRE LAS SOCIEDADES: TEORÍA Y PRÁCTICA DE LAS OBLIGACIONES INSTITUCIONALES	23
3.2.1. La alineación de los intereses de los accionistas entre accionistas y gestores	23
3.2.2. Medidas de la Directiva para lograr la alineación de los intereses	25
i. <i>La supervisión por los accionistas de las transacciones con partes vinculadas</i>	<i>25</i>

ii.	<i>El ejercicio de los derechos de voto por los accionistas institucionales</i>	26
iii.	<i>El caso particular de los “proxy advisors” y la importancia de la transparencia e independencia en su actividad de asesoramiento.</i>	27
iv.	<i>La vinculación entre el desempeño de los gestores y consejeros y la remuneración. El principio “say on pay”.</i>	30
v.	<i>Las acciones de lealtad: ruptura del tradicional principio de “una acción un voto”</i>	
	31	

REFLEXIONES FINALES Y CONCLUSIONES.....33

BIBLIOGRAFÍA:35

LEGISLACIÓN:.....35

DOCTRINA.....36

LISTADO DE ABREVIATURAS

AEVM: Autoridad Europea de Valores y Mercados

ESMA: European Security and Market Authority

ASG: *Criterios Ambientales, de Sostenibilidad y de Gobierno Corporativo.*

CE: Comisión Europea

BOE: Boletín Oficial del Estado

EBA: Autoridad Bancaria Europea

ECOSOC: Consejo Económico y Social de las Naciones Unidas

ESI: Entidades que prestan Servicios de Inversión

ESMA (por sus siglas en inglés): Asociación Europea de Valores y Mercados

ICO: Initial Coin Offering

I+D+i: Investigación y Desarrollo

IEAF: Instituto Español de Finanzas Sostenibles

OCDE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos

ONU: Organización de las Naciones Unidas

SGIIC: Sociedad Gestora de Instituciones de Inversión Colectiva

SRD: Directiva 2007/36/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de julio de 2007, sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas.

SRDII: Directiva (UE) 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.

UE: Unión Europea

PALABRAS CLAVE / KEY WORDS:

SRDII; inversiones; largo plazo; accionistas; transparencia; finanzas sostenibles.

SRDII; investment; long term; shareholders; transparency; sustainable finance.

RESUMEN / ABSTRACT:**ESPAÑOL:**

El contexto socioeconómico actual (en términos de crisis financieras, avances tecnológicos, acercamiento de los mercados a los particulares, incremento de los participantes en los mercados...) han dado lugar a un complejo entramado de los mercados internacionales movidos por la priorización de los rendimientos económicos a corto plazo. No obstante, priorizar el conocido como capitalismo trimestral desestabiliza la economía y perjudica el crecimiento estable de las empresas y en tanto, de los intereses económicos de los accionistas.

Ante estas circunstancias, a nivel comunitario desde el Plan de Acción de la Comisión de 2012, sobre Derecho de sociedades europeo y gobierno corporativo, se ha promovido una batería de medidas legislativas tendentes a lograr un crecimiento sostenible y competitivo de las empresas. La Directiva 2017/828, conocida como SRDII, sobre el fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas, se enmarca en este Plan de Acción sirviéndose del activismo accionarial para fomentar la participación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas.

Con este propósito, en tanto en cuanto el éxito de la participación de los accionistas depende decisivamente de los derechos de los accionistas; la Directiva 2017/828 ha empleado como estrategias legislativas principales las reglas de participación, de gobierno corporativo y de transparencia, pero que requieren no obstante de una concreción y profundización a nivel interno, para adaptarse al derecho de sociedades de cada Estado Miembro.

ENGLISH:

The current socio-economic context (in terms of financial crisis, technological advances, the markets approaching individuals, the increase in market participants ...) has given rise

to a complex network of international markets driven by the prioritization of short-term economic returns. However, prioritizing this quarterly capitalism destabilizes the economy and harms the stable growth of companies and therefore, the economic interests of shareholders.

Given these circumstances, at the communitarian level, since the 2012 Action Plan on company law and corporate governance of the European Commission, a series of legislative measures have been promoted to achieve sustainable and competitive growth of companies. The 2017/828 Directive -also known as SRDII- on the promotion of long-term involvement of shareholders, is part of this broader Action Plan, and relies on shareholder activism to promote long-term participation of shareholders in listed companies.

For this purpose, insofar as the success of the shareholders' participation depends decisively on the shareholders' rights; Directive 2017/828 has used main legislative strategies, the rules of participation, corporate governance, and transparency. Nevertheless, the general European regulation is not enough to achieve its purposes, it requires a specification and deepening at the national level, to adapt to the company law of each Member State.

FINALIDAD Y OBJETIVOS PARA EL TEMA ESCOGIDO

Este trabajo supone no solo parte de mi grado universitario, sino una investigación a través de la cual pretendo consolidar mis intereses académicos y centrar mis preferencias profesionales. En este sentido, trabajar en un fondo de inversión durante ocho meses ha despertó el interés por el tema propuesto y me dio la oportunidad de ver el impacto de la normativa europea desde la práctica.

Por otro lado, desde el plano académico, el interés del tema escogido viene de la transversalidad de la materia, ya que abarca el contenido de muchas materias estudiadas durante el plan de estudios: en la introducción se desarrolla la exposición de motivos y razón de ser de esta reforma legislativa, que responde al contexto histórico y económico en espacio comunitario e internacional; el fondo mismo del trabajo, que es puro desarrollo del derecho internacional en materia de mercados financieros; y en fin se expone la investigación y del contexto creado por la confrontación de intereses derivada del intervencionismo accionario y las tendencias legislativas orientadas no solo a mitigar esta contraposición de intereses, sino a posicionar en una misma línea a ambos actores: la búsqueda del beneficio a largo plazo en aras de un crecimiento sostenible y una estabilización de los mercados y la economía.

Asimismo, inevitablemente se tocan temas de política internacional -los intereses europeos en la promoción de estas medidas y la forma en que los mismos se alinean con el caso concreto de España- y de economía internacional -el fundamento mismo de las Directivas reside en la estabilización del mercado y la economía comunitarias, incluso la de terceros países, al involucrar a entidades extracomunitarias en la normativa europea, cuando actúen como intermediarias en cadenas de inversión de sociedades cotizadas amparadas por la normativa europea-.

1. INTRODUCCIÓN: METODOLOGÍA, ARGUMENTO Y CUESTIONES PLANTEADAS

ESQUEMA DE CONTENIDO Y METODOLOGÍA

En cuanto a la metodología, abarqué el tema objeto de estudio comenzando por un análisis y síntesis de la materia propuesta. Se parte así de una exposición inicial de la normativa, de las novedades que introduce, así como de su fundamento y necesidad en contexto socioeconómico contemporáneo. En este sentido, se desarrolla el impacto que la normativa ha tenido sobre los mercados europeos, la evolución que esto ha supuesto respecto a la laguna normativa en determinados aspectos de gobierno corporativo tratados por la directiva y los objetivos que se pretenden para una evolución favorable de la economía y los mercados.

Una vez expuesto el contexto y contenido normativo, el trabajo se orienta a un enfoque práctico. Para ello, se desarrolla el impacto funcional de la SRDII y la evolución que supone respecto de la normativa anterior: obligaciones societarias, derechos accionariales y algunas de las *best practice* asociadas al ámbito de las inversiones y sociedades cotizadas.

En relación con lo anterior, se ofrece un desglose de los deberes específicos que supone esta regulación para las sociedades cotizadas: obligaciones prácticas; disposición normativa de la que deriva; tareas concretas que implican en el funcionamiento de la sociedad; entrada en vigor de dicha obligación; y persona responsable de su implementación y correcta implementación.

Finalmente, cabe decir que la presente directiva se enmarca además en un complejo normativo comunitario de criterios normativos Ambientales, Sociales y de Buen Gobierno Corporativo: los criterios ASG (o más comúnmente conocidos como ESG, en inglés, según sus siglas "*Environmental, Social and Corporate Governance*").

Para todo ello, se ha utilizado principalmente información institucional: informes desarrollados en el procedimiento de aprobación de la directiva (la propuesta inicial y motivada de la Comisión Europea, el dictamen del Consejo Económico y Social de la ONU (en adelante, ECOSOC) o los debates en el seno del Parlamento Europeo respecto de la propuesta legislativa); informes de la Asociación Europea de Valores y Mercados (en adelante ESMA, por sus siglas en inglés); o informes de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (en adelante, OCDE), entre otros.

OBJETIVOS DE LA INVESTIGACIÓN, CUESTIONES RESUELTAS Y ABIERTAS

Si bien es cierto que, tanto a nivel interno como comunitario se defiende el principio del libre funcionamiento del mercado, también lo es que existe una creciente complejidad de la economía internacional que requiere de una regulación que responda a la evolución socioeconómica actual. Factores como la progresiva complejidad de las sociedades que participan en el mercado (tanto por su tamaño como por sus estructuras); la creciente facilidad y accesibilidad a fuentes de inversión debido a los avances en la tecnología, que acercan los mercados a los particulares; y el incremento del número de participantes en los mercados, entre otros, han dado lugar a un complejo entramado económico y empresarial.

En este contexto, se ha puesto de manifiesto la presión que los participantes de los mercados de capitales llegan a ejercer sobre las sociedades para ver resultados a corto plazo, poniendo en riesgo su crecimiento y rendimiento financiero sostenible. Ello ha provocado que la inversión de las empresas haya tendido a centrarse en el cortoplacismo en detrimento de una inversión estratégica con horizontes amplios. Todo ello perjudica además otros intereses sociales tales como la inversión en investigación y el desarrollo, esenciales para el rendimiento sostenible de las sociedades, pero también para los intereses económicos a largo plazo de los inversores.

Este complejo entramado económico demanda por tanto un sistema de protección a la par de elaborado que regule de forma particularizada las modalidades de inversión, proteja a los distintos tipos de inversores y, con este cometido, sustente un sistema de transparencia, información y confianza. La normativa comunitaria ha puesto así el foco de atención de este modelo de sostenibilidad de las inversiones en la promoción de la participación de los inversores en las sociedades en las que invierten, por entender que la implicación de los accionistas llevará al compromiso y en tanto, a una participación prolongada en la empresa. Así, si el fin es la sostenibilidad, el medio, el fomento del largo plazo y la estrategia, el compromiso de los inversores, las herramientas para lograrlo se han estructurado en torno al fomento de la transparencia y la comunicación entre participantes y participados.

La Directiva 2017/828 (o SRDII), se comprende por tanto en un acervo de más normas enmarcadas en el Plan de Acción de Finanzas Sostenibles de la Comisión Europea, tendente a promover un crecimiento estable de la economía, las sociedades y las finanzas

de los particulares (que, aunque son a priori los participantes minoristas de este gran sistema, son en definitiva los que lo sustentan).

En este sentido, y con este respaldo documental y normativo, se pretende formular y dar respuesta a cuestiones como: el fundamento y necesidad de las crecientes cargas obligacionales para las sociedades cotizadas y sociedades de inversión; los beneficios para la economía, las empresas y los accionistas de esta regulación; las consecuencias y obligaciones que supone para las sociedades cotizadas y entidades de inversión; y los beneficios para los particulares. Asimismo, se desarrolla la manera en que esta Directiva comunitaria se enmarca en el Plan de Finanzas sostenibles, y la forma en la que contribuye a los cada vez más trascendentales criterios ASG.

Con estos objetivos, se estructura el trabajo en los siguientes apartados: por un lado, el contenido de la Directiva (“qué” es la reforma y brevemente sus implicaciones principales); y por otro, las circunstancias de la economía internacional en que se encuadra (“por qué” es necesaria). En este sentido, se pretende así (paradójicamente) concluir esta introducción relacionando ese contenido con su fundamento, esto es, el “para qué” se necesita.

2. MARCO TEÓRICO: LA DIRECTIVA (UE) 2017/828

I. CONTENIDO Y PROPÓSITO DE LA DIRECTIVA (“QUÉ”)

El Consejo Europeo aprobó ya en 2007 la Directiva sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas (en adelante, SRDI). No obstante, los escándalos de gobierno corporativo, el objetivo de fomentar la participación de los accionistas en las sociedades cotizadas y las deficiencias en materia de transparencia y rendición de cuentas han llevado al regulador europeo a velar por los derechos de propiedad y por los accionistas, renovando la antigua directiva por la Directiva (UE) 2017/828 (en adelante, SRDII o “la Directiva”).

Así, la SRDII modificó el marco regulatorio anterior previendo una serie de nuevas herramientas para facilitar la participación de los accionistas a largo plazo y hacer más eficaces las propuestas de la Directiva de 2007. Con este propósito, uno de los principales aspectos que sustentan la revisión del marco normativo previo, fue considerar que el papel de los accionistas en el seguimiento de las sociedades en que invierten es insuficiente. Así, la principal pretensión de la Directiva es conseguir incrementar el compromiso de los accionistas respecto de las sociedades cotizadas, a fin de reducir la atención sobre el conocido como “**capitalismo trimestral**” y promover en cambio el crecimiento estable y sostenible de las empresas y en fin, de la economía¹.

En este sentido, la SRDII actualiza la normativa vigente y trata de promover el compromiso a largo plazo de los accionistas, prevé un conjunto de **medidas** destinadas a regular, especialmente:

- ❖ la transparencia de las políticas accionariales (particularmente, la política de implicación)
- ❖ identificación de accionistas
- ❖ el ejercicio del derecho de voto por los accionistas (especialmente dirigido a los inversores institucionales, gestores de activos) así como la transparencia de su ejercicio y de los servicios prestados por los asesores de voto.
- ❖ la remuneración de directores y consejeros
- ❖ el régimen de operaciones vinculadas

¹ ESMA (2019). Report: Undue short-term pressure on corporations, pp. 53-70, 2019.

- ❖ el modelo de gobierno corporativo, especialmente en lo relativo a consejeros personas físicas y las denominadas acciones de lealtad.

Al mismo tiempo, reúne una serie de mecanismos para promover las inversiones a largo plazo por parte de los administradores de activos (en detrimento de las estrategias cortoplacistas, que desestabilizan la economía) y supervisar la gestión de estas inversiones y la implicación de los inversores institucionales, en particular verificando: la duración de sus compromisos respecto de las inversiones en renta variable; así como las estrategias de inversión de los administradores de activos y su contribución al desempeño a medio y largo plazo.

En definitiva, la SRDII se presenta así con tres objetivos principales: estimular el compromiso a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas; fomentar la transparencia en relación con el ejercicio del derecho de voto con el voto y con la identificación de los accionistas; y mejorar el diálogo entre emisores e inversores. Con estos objetivos, la Directiva parte de la observación de que “La **implicación efectiva y sostenible** de los accionistas es una de las piedras angulares del modelo de gobierno corporativo de las sociedades cotizadas, que depende del sistema de control y equilibrio entre los distintos órganos y grupos de interés”².

No obstante, tal y como se estudiará en apartados siguientes, la trasposición de esta Directiva puede ser más ambiciosa y que se aproveche para impulsar una batería de medidas adicionales. Este sería el caso de la conocida como “*Loi Pacte*” en Francia, que además de regular los aspectos básicos de la Directiva, aprovechó la reforma persiguiendo un *best practice* regulatorio en el ámbito corporativo.

II. CONTEXTO HISTÓRICO-ECONÓMICO, CAUSAS Y NECESIDAD DE LA REFORMA (“POR QUÉ”)

La revisión de la normativa europea a través de esta Directiva encuentra su fundamento en diversos aspectos. En gran parte, tiene como objetivo cambiar las prácticas que fueron

² Considerando 14, Directiva (UE) 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.

revelándose con motivo de la crisis financiera, que, al promover retornos a corto plazo, conducen a un gobierno y desempeño corporativos no óptimos.

Unos resultados económicos no respaldados de un crecimiento financiero paralelo, da lugar a una situación de desequilibrio en la estructura económica de la empresa, con rendimientos efímeros que “pueden hipotecar el futuro sostenible de la sociedad cotizada y de sus accionistas, trabajadores, acreedores y clientes, perjudicando así la sostenibilidad de la empresa”³.

❖ **El contexto socioeconómico actual: *Behavioural Finance*, volatilidad y el inflacionismo post COVID-19**

Si bien tradicionalmente cabía sostener la hipótesis de la “Teoría de los Mercados Eficientes”⁴ y por tanto la imposibilidad de diseñar estrategias beneficiosas que predijeran el comportamiento de los mercados (cuanto más informativamente eficiente es un mercado, más impredecibles son los precios). No obstante, la evolución del mundo financiero hacia la realidad actual (generalización del uso de internet y de las nuevas tecnologías) ha provocado un incremento del número de participantes (puesto que el mercado se vuelve accesible a muchos más usuarios, no siempre profesionales y no siempre correctamente informados⁵), de la cantidad de información disponible (no siempre exacta ni pertinente) y de un comportamiento gregario (influencia del comportamiento de unos usuarios sobre otros).

En este contexto, comienza a hablarse de “*Behavioural Finance*” o psicología del comportamiento financiero, que versa sobre la sobre-reacción, sobre-confianza y el comportamiento gregario de los inversores, que en ocasiones distorsiona lo que se

³ Ley 5/2021, de 12 de abril, por la que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y otras normas financieras, en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas.

⁴ Teoría defendida entre otros por Harry Roberts (1967) y Eugène Fama (1970), que, sintéticamente sostiene que los precios del mercado reflejan la información disponible y por tanto el comportamiento de los activos financieros es impredecible, puesto que aún no se dispone de dicha información. Pesaran, M. H. (2010). *Predictability of Asset Returns and the Efficient Market Hypothesis*. University of Cambridge.

⁵ En concreto, este incremento de los inversores minoristas ha venido motivado por la generalización del “comercio sin comisiones”. Si bien a priori esta opción parece claramente atractiva dada la importancia de los costos a la hora de determinar los rendimientos a largo plazo, no está exenta de crítica, puesto que supone que el intermediario (típicamente el bróker) sustituye las comisiones que de otro modo pagarían los clientes por una práctica de cobro por flujo de pedidos de terceros a los creadores de mercado, creando un claro conflicto de intereses. Financial Conduct Authority. (2019). *Payment for Order Flow (PFOF)*.

consideraría como una conducta racional⁶. Un claro ejemplo de esta tendencia creciente quedaría reflejado en el caso de la plataforma social Reddit, donde más de 10 millones de usuarios⁷ comparten información sobre inversiones a través del *subreddit* “WallStreetBets”. El caso de GameStop ha sido el de más renombre, en el que los usuarios de esta plataforma llegaron a revalorizar en aproximadamente un 2.430% en menos de un mes: a 31 de diciembre de 2020 en precio de la acción de GameStop era de 18,84\$ por acción y a 28 de enero de 2021, su precio estaba en 483\$ por acción (esto es, el precio de cada acción se multiplicó casi por veinticinco, ver gráfico 1).



Gráfico 1.- Fuente: Yahoo Finance.

La desviación significativa del precio de las acciones respecto de su valor real surgió como respuesta reactiva de un grupo social organizado contra las posiciones en corto de inversores institucionales que presionaban a la baja el mercado. Todo ello generando un desequilibrio que dista ampliamente del buscado crecimiento estable y que derive en una inversión basada en decisiones racionales (y no emocionales o derivadas de un comportamiento gregario).

Tal y como declaró Steven Majoor, presidente de la Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM o más conocida como ESMA, por sus siglas en inglés) afirmó en una declaración pública el pasado febrero que “La situación de GameStop toca varios temas

⁶ Blasco, N. (2021). *Los mercados financieros en el siglo XXI: infoxicación, intereses negativos y criptoactivos*.

⁷ Datos obtenidos de: Front Page Metrics. (2021). Recuperado en abril de 2021, de Metrics for Reddit: <https://frontpagemetrics.com/r/wallstreetbets>

regulatorios y de supervisión relevantes, en las áreas de protección del inversor, negociación, abuso de mercado y procesos posteriores a la negociación”⁸.

Así, la crisis e inestabilidad económica derivada de la pandemia del COVID-19, sumada al acercamiento de los mercados a los particulares motivado por la generalización del comercio sin comisiones, la sobrecarga de información y la reciente involucración de las redes sociales en el ámbito de las inversiones, han **alejado la economía de un crecimiento estable y controlado**⁹.

No obstante, no fueron solo los activos volátiles (principalmente estadounidenses) donde se manifestó la burbuja en los mercados durante la recuperación tras las caídas por la crisis del COVID-19. El acercamiento de los mercados a los particulares y la “gamificación del trading” ha llevado así a particulares y algunas entidades de inversión a canalizar sus inversiones hacia fuentes “rápidas” pero asociadas a un riesgo considerable¹⁰. Nos referimos así a las mencionadas estrategias de posiciones cortas, a la inversión en criptoactivos (y en particular, criptomonedas) o captación de fondos de inversores a través de ICOs, o la emisión de derechos asociadas a las mismas, a través de *security tokens* y *utility tokens*.

Encontramos ya desde 2017 advertencias de ESMA¹¹ y de la CNMV y el Banco de España¹² sobre la peligrosidad de la inversión en estos activos, principalmente asociada a las **burbujas especulativas** que reflejan y la **volatilidad** de sus precios.

Se hace necesario por tanto que la normativa siga a la evolución social en materia de servicios financieros, ya que, para la recuperación económica, resulta fundamental el apoyo de un mercado de capitales sólido. Aunque tal y como declara Maijoor, en la Unión

⁸ Maijoor, S. (21 de febrero de 2021). Presidente de la Autoridad Europea de Valores y Mercados. *Intercambio de puntos de vista en relación con el comercio de acciones de GameStop y fenómenos relacionados con la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios del Parlamento Europeo*.

⁹ Considerandos 1-8 de la DIRECTIVA (UE) 2021/338 del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de febrero de 2021 por la que se modifica la Directiva 2014/65/UE en lo relativo a los requisitos de información, la gobernanza de productos y la limitación de posiciones, y las Directivas 2013/36/UE y (UE) 2019/878 en lo relativo a su aplicación a las empresas de servicios de inversión con el fin de contribuir a la recuperación de la crisis de la COVID-19.

¹⁰ Maijoor, S. (2021). ECON Exchange of views in relation to GameStop share trading and related phenomena.

¹¹ ESMA (2017). Alert to investors to the high risks of Initial Coin Offerings (ICOs).

¹² CNMV, Banco de España (2018). Comunicado conjunto de la CNMV y del Banco de España sobre “criptomonedas” y “ofertas iniciales de criptomonedas” (ICOs).

Europea los niveles de posiciones cortas son considerablemente más bajos que aquellos de Estados Unidos, se hace no solo oportuno, si no necesario en este contexto, la adaptabilidad de la regulación normativa de los mercados a este complejo entramado económico y tecnológico actual. Si bien la principal preocupación radica en la **protección de los inversores**, deben protegerse también **intereses no financieros** como las finanzas sostenibles y conducir la inversión hacia un sistema que promueva la toma de decisiones que fomente la estabilidad y proteja factores sociales, medioambientales, sociales y de buen gobierno (en definitiva, los criterios ASG).

❖ **La respuesta comunitaria a la evolución de los mercados y la tecnología en interés de los accionistas.**

Si bien los intereses de los grandes accionistas suelen ser a largo plazo para hacer frente a sus pasivos, también es cierto que a la hora de valorar y seleccionar a los gestores de activos se basan en gran medida en parámetros como los resultados trimestrales, índices de mercado y así, en definitiva, en indicadores cortoplacistas. Ello provoca que gestores y empresas cotizadas queden sometidas a una **presión por los rendimientos inmediatos** que en ocasiones lleva a relegar a un segundo plano objetivos sostenibles y con ello los recursos de perspectivas más a largo plazo¹³.

En este sentido, en aras de ganar el favor de los grandes clientes (grandes propietarios de activos), se ha estado actuando en detrimento del crecimiento del valor real de las sociedades¹⁴. No obstante, si bien es cierto que la debida diligencia debe basarse en la participación de las partes interesadas -ya que son las que se ven afectadas por la actividad de la empresa¹⁵-, tal y como ha reiterado la Comisión, también lo es que la presión que involucración de los inversores institucionales y gestores de activos (en definitiva, los actores con participaciones significativas) ha favorecido una predilección por los resultados a corto plazo que menoscaba la inversión en aspectos como la investigación y el desarrollo y, en definitiva, la estrategia empresarial a largo plazo.

¹³ COM/2014/0213, (2014). Comisión Europea. Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas y la Directiva 2013/34/UE en lo que respecta a determinados elementos de la declaración sobre gobernanza empresarial.

¹⁴ *Ibid.*

¹⁵ OCDE. (2018). *Guía de la diligencia debida para una conducta empresarial responsable.*

En este contexto económico-empresarial, la Comisión Europea aprobó en 2012 el **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». Asimismo, destaca la reciente aprobación de la **Directiva (UE) 2021/338** del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de febrero de 2021, que modifica Directivas anteriores en lo relativo a los requisitos de información, la gobernanza de productos y la limitación de posiciones en lo relativo a su aplicación a las empresas de servicios de inversión con el fin de contribuir a la recuperación de la crisis de la COVID-19.

La Directiva 2017/828 forma parte así del entramado normativo que aterriza las iniciativas y propuestas del Plan de Acción. La SRDII logra así consolidar una de las que se consideran como piedras angulares del gobierno corporativo de las cotizadas, el cual es el **compromiso eficaz y sostenible de los accionistas**, ya que “si, por ejemplo, la mayoría de los accionistas mantiene una actitud pasiva, no busca la interacción con la empresa y no ejerce su derecho de voto, el funcionamiento del sistema de gobierno corporativo actual es menos eficaz”¹⁶. Como se verá más adelante, este compromiso eficaz y sostenible de los accionistas **se encauza en gran parte mediante el refuerzo de la transparencia**, poniendo el foco de atención en la comunicación de información relativa a la política de remuneraciones, a las transacciones con partes vinculadas y a la actividad de los asesores de voto (*proxy advisors*).

En este sentido, vemos cómo el robustecimiento de la participación accionarial requiere de un fortalecimiento paralelo de la transparencia por parte de las empresas, regulado por tanto por necesidad en la misma Directiva. Es por ello que, como parte de las medidas de transparencia, la Directiva exige la publicación de la forma en que la estrategia de inversión contribuye al rendimiento a medio y largo plazo de sus activos¹⁷.

En definitiva, tal y como recoge el Real Decreto 738/2020, de 4 de agosto que traspone parcialmente la Directiva en lo relativo a fondos de pensiones “la experiencia de los

¹⁶ COM/2012/0740 final, Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las 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.

¹⁷ ECOSOC. (2014). *Dictamen del Comité Económico y Social Europeo sobre la Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas y la Directiva 2013/34/UE en lo que respecta a determinados elementos de la declaración sobre gobernanza empresarial.*

últimos años ha puesto de manifiesto que los inversores institucionales y los gestores de activos no suelen implicarse en las sociedades en las que tienen acciones”¹⁸.

3. EL REFLEJO EN LA NORMATIVA INTERNA: LA REFORMA DE LA LEY DE SOCIEDADES Y DERECHO COMPARADO EN TRASPOSICIÓN DE LA DIRECTIVA

La Directiva fijó el 10 de junio de 2019 como plazo límite para la trasposición a nivel nacional de las disposiciones de la norma. En este sentido, España desarrolló los siguientes instrumentos nacionales para la trasposición de la Directiva:

Se comenzó con **transposiciones parciales mediante reales decretos-ley**, que introdujeron pequeñas obligaciones dirigidas a los fondos de pensiones, en su condición de inversores institucionales (Real Decreto-ley 3/2020, de 4 de febrero, Real Decreto 738/2020, de 4 de agosto y Real Decreto 288/2021, de 20 de abril). En concreto, el sector asegurador, se ve afectado especialmente por la obligación de transparencia de los fondos de pensiones, en su condición de inversores institucionales, de sus estrategias de inversión y políticas de implicación, así como la ejecución de las mismas. Mediante la promoción de estos aspectos, la Directiva busca velar por los intereses del beneficiario final, que son, en último término los futuros pensionistas: impulsando su implicación, facilitando su comunicación con las sociedades en que (indirectamente) invierten, así como la rendición de cuentas de estas¹⁹.

Por otro lado, se publicó, el pasado 12 de abril de 2021 la **Ley 5/2021, de 12 de abril**, por la que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y otras normas financieras, en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas. La ley transpone la normativa comunitaria a las empresas que ofrecen servicios de inversión. A efectos prácticos, asimila el régimen de obligaciones de

¹⁸ Exposición de motivos, considerando V, Real Decreto 738/2020, de 4 de agosto, por el que se modifican el Real Decreto 304/2004, de 20 de febrero, por el que se aprueba el Reglamento de planes y fondos de pensiones, y el Real Decreto 1060/2015, de 20 de noviembre, de ordenación, supervisión y solvencia de las entidades aseguradoras y reaseguradoras.

¹⁹ Considerando VI, Exposición de Motivos, Real Decreto-ley 3/2020, de 4 de febrero, de medidas urgentes por el que se incorporan al ordenamiento jurídico español diversas directivas de la Unión Europea en el ámbito de la contratación pública en determinados sectores; de seguros privados; de planes y fondos de pensiones; del ámbito tributario y de litigios fiscales.

las entidades que ofrecen servicios de gestión de carteras, al ya existente para las SGIIC. Existía ya un régimen de obligaciones de información y transparencia. No obstante, la nueva normativa termina con la fragmentación y generalidad de este a favor de una regulación más coherente y exhaustiva. La reforma se centra así en las obligaciones de las entidades de gestión de carteras respecto de sus clientes institucionales, debiendo informar -al menos anualmente- de la forma en que la estrategia de inversión y su ejecución se ajusta a los intereses a medio y largo plazo de los activos del cliente.

Asimismo, la Ley 5/2021 ha introducido las controvertidas “**acciones de lealtad**”. Por iniciativa propia (en tanto que no forma parte de la trasposición de la SRDII ni tampoco ha sido su regulación impuesta por ninguna otra norma comunitaria) se han regulado por primera vez en el ordenamiento español las acciones de doble voto, si bien es cierto que se ha justificado su introducción en el mismo fin que persigue la Directiva, cual es la permanencia a largo plazo de los inversores y su compromiso con la sociedad.

Además, la Directiva se remite a determinadas disposiciones de la Directiva 2007/36/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 11 de julio de 2007 sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas, para añadir obligaciones adicionales para las que fija el 10 de junio de 2021 como fecha límite para su ejecución a nivel interno. En concreto, estas obligaciones son relativas a la transmisión de información a los accionistas, a la forma, formato y contenido de las comunicaciones a las que las cotizadas están obligadas. La trasposición a nivel interno de estas obligaciones no será no obstante exigibles para los estados miembros hasta el 10 de junio de 2021, habiendo sido incluidas en España estas disposiciones en la mencionada reforma de la Ley de Sociedades de Capital.

No obstante, tal y como ha sucedido con el caso francés, la trasposición de la Directiva **podría ser más ambiciosa y aprovecharse para impulsar una batería de medidas adicionales para lograr la mejor versión de empresas responsables** y “repensar el lugar de las empresas en la sociedad”. Ello se debe a que la SRD II es una directiva de armonización mínima que tiene como objetivo crear un marco común dejando espacio para trasposiciones nacionales específicas que, por la generalidad de las disposiciones comunitarias, serán bastante divergentes. En este sentido, cabe citar algunas de las distintas trasposiciones nacionales de la Directiva.

Por ejemplo, la conocida como “*Loi Pacte*” en Francia, no se limitó a regular las políticas de participación de los accionistas, transparencia del sentido de los asesores de voto, o la

redefinición de la política de remuneración de directivos. La trasposición francesa de la Directiva fue más allá y aprovechó esta reforma normativa con medidas adicionales que demuestran -al menos- la intencionalidad de lograr un *best practice* regulatorio incluyendo: la redefinición y afinación del interés corporativo; el fortalecimiento de la representación de los trabajadores en los consejos de administración; o la promoción de los acuerdos de participación en beneficios, entre otros²⁰.

Entre otras medidas nacionales de trasposición comunicadas por otros estados miembros destaca asimismo el caso de Bélgica. El nuevo código de sociedades belga, en vigor desde el 1 de mayo de 2019, ha perseguido mediante la reforma: simplificar y flexibilizar el derecho de sociedades, mediante la promoción de las formas de empresa belgas para los empresarios tanto nacionales como extranjeros en sus actividades belgas y transfronterizas, principalmente: reduciendo el número de formas sociales a cuatro formas básicas; revisando los requisitos de las sociedades limitadas (destacando la eliminación del capital mínimo rígido).

Por otro lado, cabe citar el caso de Alemania, que destaca por una trasposición literal y minimalista en la que más aún, la Aktiengesetz (ley de sociedades alemana), en su sección 54, expresamente permite la posibilidad de que los accionistas permanezcan. No obstante, en otras ocasiones, como los citados supra (Francia, Bélgica o España), los marcos nacionales añaden matices específicos que ya no solo trasponen, sino que complementan y perfeccionan la normativa comunitaria en armonía con sus fines. Así como último ejemplo, Italia, donde se atribuye a los accionistas el poder de nombrar a directores minoritarios y auditores. Todas estas estrategias legislativas se configuran así como herramientas de la participación accionarial claramente orientadas a que accionistas se involucren y participen de la gestión social de la empresa²¹.

Está claro que la agenda de la UE se centra en la participación responsable de los accionistas, la inversión sostenible y el crecimiento empresarial a largo plazo. Las obligaciones genéricas de la SRDII se configuran en este contexto como un medio, aunque no suficiente para lograr estos fines: el cortoplacismo y el activismo accionarial

²⁰ Rapin, J.-F. (13 de diciembre de 2018). *Rapport d'information n° 207 (2018-2019): Observations sur le projet de loi relatif à la croissance et à la transformation des entreprises*.

²¹ Katelouzou, D., Sergakis, K. (2021). *When Harmonization is Not Enough: Shareholder Stewardship in the European Union*. *Eur Bus Org Law Rev* 22, 203–240.

no son tareas simples resolubles mediante un solo parámetro legal. Cabe así concluir este apartado insistiendo en la importancia en la tarea de los Estados de trasponer más allá de la armonización y la trasposición literal para acomodarse a su derecho de sociedades interno y complementar el marco comunitario mediante verdaderas herramientas legales específicas y efectivas.

4. TRADUCCIÓN A LA PRÁCTICA (“QUÉ”): ESFERAS DE IMPACTO DEL FOMENTO DEL LARGO PLAZO DE LAS INVERSIONES.

3.1. SOBRE LA ECONOMÍA: LA INVERSIÓN A LARGO PLAZO COMO PARTE DEL OBJETIVO ASG.

La Directiva 2017/828 además de formar parte del mencionado 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», se encuadra asimismo entre las principales iniciativas legislativas del **Plan de Acción de Finanzas Sostenibles**. Ello se debe a que la Directiva, mediante el fomento del compromiso de los accionistas y de una inversión a largo plazo, incentiva a las empresas a **abandonar el capitalismo trimestral a favor de estrategias empresariales a largo plazo**, que no solo favorecen a una rentabilidad extendida en el tiempo de las sociedades cotizadas que las adoptan, sino que “Una mayor implicación de los accionistas en el gobierno corporativo constituye uno de los instrumentos que pueden contribuir a mejorar el rendimiento financiero y no financiero de esas sociedades, también por lo que se refiere a factores medioambientales, sociales y de gestión, en particular como los que se mencionan en los Principios de Inversión Responsable que las Naciones Unidas sostienen”²².

Bajo mandato de la Comisión, ESMA realizó un estudio para identificar los factores que presionaban a las empresas hacia los intereses cortoplacistas. Si bien en el informe ESMA excluyó la existencia de presiones determinantes del cortoplacismo en las inversiones con entidad suficiente para menoscabar la sostenibilidad, el supervisor europeo sí recomendó ahondar en la regulación sobre determinadas áreas: las estrategias de inversión y su impacto sobre factores de sostenibilidad; la remuneración de los gestores y directivos de

²² Considerando 14, Directiva (UE) 2017/828.

las entidades de inversión y el horizonte temporal de las inversiones, así como sobre la publicación de información no financiera²³.

A este respecto, cabe destacar dos grandes logros del Informe de ESMA sobre la presión del cortoplacismo sobre las entidades. Por una parte, promovió la aún esperada reforma de la **Directiva 2014/95/UE sobre información no financiera**, al destacar la necesidad de un estándar común para la publicación de información sobre sostenibilidad en las empresas. En lugar de hacerse unilateralmente como muestra de *best practice*, se pretende la inclusión de la información no financiera en el informe anual²⁴.

Por otro lado, en lo relativo a los inversores institucionales, destaca la recomendación de ESMA sobre la supervisión de la aplicación de la Directiva de derechos del accionista, especialmente en lo relativo al compromiso de los inversores institucionales.

En cualquier caso, los factores medioambientales, sociales y de gobernanza (ASG) requieren, por su propia naturaleza, de un horizonte temporal extendido, que se desvincula de la asunción de riesgos y estrategias a corto plazo. En este sentido, las entidades supervisoras (hablamos aquí de la ESMA, CNMV, EBA...), fomentan la **incorporación de los criterios ASG en los propios procesos operativos y estratégicos** de las sociedades (especialmente en lo relativo a la gestión de riesgos).

Como veremos a continuación, algunas normas de ASG se configuran como parte del *best practice* de las sociedades, mientras que otras suponen verdaderas obligaciones, como parte del ejercicio del gobierno corporativo de las mismas. En este sentido, el Plan de Acción de Finanzas Sostenibles de la Comisión, integra la iniciativa fomentar la transparencia y el largoplacismo, mediante el refuerzo de la divulgación de información sobre sostenibilidad y la elaboración de normas contables²⁵. En último término, esto se ha plasmado en la reforma de la Ley de Sociedades mediante la nueva Ley 5/2021 que, en definitiva, a este respecto, obliga a SGIIC y ESI a publicar en sus páginas web una política de implicación que establezca los procedimientos de voto y diálogo activo con

²³ ESMA. (2019). *Report: Undue short-term pressure on corporations*

²⁴ IEAF (2020). *El rol de la finanzas en una economía sostenible*.

²⁵ COM/2018/097 final (2018). Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo Europeo, al Consejo, al Banco Central Europeo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones. Plan de Acción: Financiar el desarrollo sostenible.

las sociedades en las que se invierte, así como la forma en que se ha llevado a cabo esta política de implicación.

3.2. SOBRE LAS SOCIEDADES: TEORÍA Y PRÁCTICA DE LAS OBLIGACIONES INSTITUCIONALES

Con los principios y objetivos expuestos supra y en cumplimiento de la Directiva, las entidades gestoras deberán informar sobre la forma en que hacen el seguimiento de las sociedades en las que invierten, entre otros, deberán comunicar los resultados financieros y no financieros, factores ASG o estrategia a largo plazo de la empresa. En este sentido, la SRD II cubre una serie de temas que están directa o indirectamente relacionados con el compromiso de los accionistas con los emisores.

3.2.1. La alineación de los intereses de los accionistas entre accionistas y gestores

Se plantea así la tradicional cuestión relativa a la relación entre la propiedad y el control de las sociedades cotizadas, esto es: la forma más adecuada de proteger los intereses financieros de los inversores, que no participan directamente en la gestión de las empresas, sino que la ceden a otros, los gestores, que deciden sobre la forma de emplear de los recursos de los inversores. En este sentido, hablamos del **debate entre propiedad y poder**, que se traduce así en la mejor manera de aunar los intereses entre inversores (propiedad) y gestores (poder o control).

El contexto socioeconómico actual traído por “la crisis económico-financiera de 2008 en primer lugar y la crisis global creada por el COVID-19 evidencian que un sistema financiero guiado únicamente por la maximización de beneficios a corto plazo”²⁶. Sin embargo, como se ha visto, este cortoplacismo no conduce a un desarrollo sostenible de las empresas, por lo que estas tratan de plantear un rendimiento sostenido, que se corresponde con horizontes temporales de rentabilidad más extendidos, que no obstante tampoco puede ignorar del todo los intereses cortoplacistas de los accionistas por continuas promesas de rendimientos futuros²⁷.

²⁶ El Rol de las Finanzas Sostenibles (2020). Instituto Español de Analistas Financieros

²⁷ El Rol de las Finanzas Sostenibles (2020). Instituto Español de Analistas Financieros

Esta fricción entre el corto y el largo plazo, entre los rendimientos económicos y la rentabilidad futura, debe abordarse mediante un equilibrio que permita la satisfacción de los intereses económicos de los inversores, sin comprometer la sostenibilidad de la empresa. Gran parte de la respuesta a esta cuestión radica así en la regulación de la transparencia en el gobierno de la sociedad, ya que permite los inversores, ausentes en la gestión social, ser conscientes de la forma en que se invierten sus recursos. Esto es, permitiendo la supervisión activa de los gestores, así como de sus retribuciones.

ESMA, en su Informe a la Comisión relativo a la reducción de la presión del cortoplacismo sobre las entidades, identifica una variedad de **mecanismos para minimizar la disparidad de intereses entre corporaciones y accionistas** y así orientar las estrategias empresariales al largo plazo²⁸. Entre las propuestas de ESMA encontramos:

- ❖ el fomento del diálogo individual o colectivo entre accionistas y dirección;
- ❖ el ejercicio de derechos de voto. A este respecto, cabe decir que en la Unión Europea no contamos con una normativa como la de Estados Unidos, que obliga en determinadas ocasiones al ejercicio de tal derecho (ello se refleja en un porcentaje de voto del 90% de los inversores institucionales en sus acciones). No obstante, ante la ausencia de un marco normativo que obligue a los accionistas a participar, cabe la invitación de las sociedades a los accionistas a votar sobre asuntos determinados²⁹
- ❖ el uso de propuestas de los accionistas.

Como podemos apreciar, todas estas iniciativas van orientadas a incrementar la implicación y por tanto el compromiso de los accionistas en las cotizadas, que es precisamente la principal herramienta de la SRDII para la alineación de intereses de accionistas y sociedades para lograr la inversión a largo plazo y en fin, el propósito del marco regulatorio en que la Directiva se encuadra, de una economía sostenible.

²⁸ ESMA. (2019). *Report: Undue short-term pressure on corporations*. Pp. 53-70.

²⁹ El texto argumenta a este respecto cómo se ha demostrado, que los fondos (de inversión) con políticas de voto activas tienden a obtener rendimientos ajustados al riesgo superiores. Párrafo 158.

3.2.2. Medidas de la Directiva para lograr la alineación de los intereses

i. La supervisión por los accionistas de las transacciones con partes vinculadas

La Directiva, trata, a este respecto, de “evitar que las partes vinculadas puedan apropiarse de valores que pertenecen a la sociedad”³⁰. Con este propósito, introduce una batería de obligaciones significativas, tales como la publicación de un anuncio con las relaciones de puestos de trabajo (en adelante, RPT), en el momento en que se celebra el contrato y además la posibilidad de que los estados exijan adicionalmente que se adjunte a dicho anuncio informe independiente que analice, en su caso, si la RPT es justa y razonable³¹.

Las cotizadas estarán asimismo obligadas a prever medidas que garanticen la imparcialidad y que por tanto impidan, participar (como norma general³²) a administradores y accionistas que se hayan considerado partes vinculadas.

Si bien mediante la regulación de la antigua Ley de Sociedades la normativa española aún estaba necesitada de adaptación a las exigencias comunitarias, con la aprobación de la Ley 5/2021 se ha reformado en España el régimen de operaciones vinculadas y operaciones intragrupo. Brevemente, las reformas introducidas se concentran en:

- ❖ La modificación de la propia consideración de parte vinculada al órgano de administración. Mientras que la norma anterior requería reunir alguna de las condiciones del artículo 42 del Código de Comercio (ostentar la mayoría de derechos de voto (directa o indirectamente), tener la facultad para el nombramiento o destitución de la mayoría de los miembros del órgano de administración o haber designado a la mayoría de estos previa aprobación de las cuentas anuales durante los dos ejercicios anteriores), la nueva normativa simplifica este régimen al considerar parte vinculada a la persona que ostente una

³⁰ León, F. (2019). Las operaciones con partes vinculadas en la Directiva 2017/828. *Revista de derecho mercantil* (312).

³¹ En concreto en España, la Ley 5/2021 de reforma de la Ley de Sociedades en su artículo 529 *unvicies*, en trasposición de la SRDII establece que dicho anuncio deberá acompañarse del informe de la comisión de auditoría”, que aporta información adicional como la naturaleza de la operación y de la relación con la parte vinculada, la identidad de la misma y demás información que se considere relevante.

³² No obstante, la Directiva deja en manos de los Estados Miembros, la decisión de permitir o no el derecho de voto al accionista vinculado en la junta en la que se delibere sobre la relación de puesto de trabajo, aunque con cautelas (que la mayoría de consejeros independientes no se opongan a la decisión, o aprobación por mayoría de accionistas no vinculados) (León, 2019).

participación con “influencia significativa”. Ello queda definido por el artículo 231 LSC que concreta la influencia significativa en “una participación igual o superior al 10 % del capital social o de los derechos de voto o en atención a la cual se ha podido obtener, de hecho o de derecho, una representación en el órgano de administración de la sociedad”.

Ello se traduce, inevitablemente, en una reducción de la influencia de los administradores en la entidad vinculada, ya que, mientras que antes se requería una mayoría de derechos de voto o posibilidad de nombrar a la mayoría de los miembros del consejo, ahora basta una participación del 10%³³.

- ❖ Respecto de las operaciones intragrupo, se concretan los órganos sociales capacitados para aprobar estas operaciones, y como gran novedad la posibilidad de que los administradores vinculados a la matriz puedan participar en la votación de estas operaciones.
- ❖ Además, cabe destacar por su relevancia en el contexto actual, la regulación de la celebración de las juntas de accionistas de forma telemática, mediante la inclusión de esta posibilidad en los estatutos sociales.

Finalmente, cabe notar la entrada en vigor en esta materia, que se diferencia del resto de disposiciones de la nueva Ley, que entraron en vigor normalmente a los 20 días de aprobación de la Ley, mientras que el régimen relativo a operaciones vinculadas, no lo hará hasta el 7 de julio de 2021 (2 meses tras la entrada en vigor de la Ley).

ii. El ejercicio de los derechos de voto por los accionistas institucionales

Por un lado, el artículo 3 *quater* de la Directiva establece la obligación de los intermediarios (entidades de inversión) de facilitar el ejercicio de los derechos de los accionistas, a saber, el derecho a participar y votar en las juntas generales. Por otro, el artículo 3 (g) de la SRDII obliga a los propietarios de activos y administradores de activos a desarrollar y divulgar públicamente una política de participación que explique cómo monitorean las compañías participadas y ejercen los derechos de voto en asuntos que

³³ Frade, I. (2021). Nueva regulación de las partes vinculadas en sociedades de capital.

incluyen estrategia, desempeño y riesgo financiero y no financiero, impacto social y ambiental y gobierno corporativo.

Esto es, por un lado se obliga a las entidades de inversión (intermediarios) a facilitar el derecho de voto de los accionistas y por otro, se obliga a esas mismas entidades a publicar la forma en que ejercen su voto respecto de las entidades en las que participan, debiendo incluir explicaciones sobre la estrategia a largo plazo respecto de esa empresa y la forma en que esta es coherente con el voto ejercido.

Finalmente, cabe mencionar la trasposición a nivel interno de este régimen comunitario de ejercicio del derecho de voto. A este respecto, la Ley 5/2021 ha modificado la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva (en adelante, LIIC) y la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, para obligar a estas entidades a elaborar y publicar una política de implicación, que contenga, entre otros aspectos, la forma en que estas entidades ejercen el derecho de voto en las juntas de accionistas de las sociedades en que invierten y el recurso a los servicios de asesores de voto.

iii. El caso particular de los “proxy advisors” y la importancia de la transparencia e independencia en su actividad de asesoramiento.

También relacionado con el ejercicio del derecho de voto, destaca la pionera mención expresa de la Directiva a los *proxy advisors*³⁴. En concreto, el artículo 3 *undecies* de la SRDII positiviza por primera vez a nivel comunitario la figura de los asesores de voto, regulando los requisitos de divulgación para los *proxy advisors*, también con referencia a su adhesión a un código de conducta.

En concreto, como herramienta del fin de la Directiva de implicación de los accionistas, obliga a los gestores de activos a informar a los inversores de forma anual de los servicios de los asesores de voto. Estas comunicaciones proporcionan así un plus de transparencia en lo relativo a la estrategia de inversión de los inversores institucionales.

³⁴ “entidades que prestan servicios a inversores, principalmente institucionales, de asesoramiento en relación con el ejercicio del derecho de voto derivado de la titularidad de acciones en sociedades cotizadas” (CNMV, 2012).

Por su parte, la Directiva establece asimismo obligaciones para los propios proxy advisors, que, desde el 3 de mayo de 2021 están obligados a publicar su código de conducta junto con los servicios prestados, políticas de voto y la gestión de potenciales conflictos de intereses. Esta obligación se impone no obstante no solo a los asesores de voto establecidos en espacio comunitario, sino a todos aquellos que presten servicios en el seno de la UE, aún cuando su domicilio social se halle en el extranjero³⁵.

La Directiva obliga a informar sobre la forma en que estas recomendaciones de voto son coherentes con las políticas de la empresa y los criterios empleados para el voto ejercido. En este sentido, las entidades deberán publicar la información preparatoria relativa a investigaciones, asesoramientos y recomendaciones empleadas para el ejercicio de su derecho de voto: el método aplicado, las fuentes de información utilizadas en sus investigaciones; los criterios y procedimientos empleados para garantizar la calidad de la información empleada, tal como la cualificación del personal que asesora sobre el voto; la política de voto empleada, así como sus características básicas; y la política de gestión de conflictos de intereses que pudieran surgir³⁶.

Resulta especialmente llamativa la cuestión relativa a los conflictos de intereses, ya que es fundamental que estas entidades ejerzan sus servicios de recomendación de voto de forma completamente independiente. No obstante, esta independencia puede verse comprometida por determinadas situaciones, por ejemplo, por la prestación de esa entidad de otros servicios. Sería el caso de un *proxy advisor* que paralelo a su actividad principal de asesoramiento de voto, cuenta con una filial que presta asesoramiento en materia de gobierno corporativo a sociedades cotizadas. La misma entidad, estaría asistiendo a la sociedad emisora (cotizada) con asesoramiento para lograr un modelo gobierno corporativo que proyecte una imagen más favorable de entidades *proxy advisors* (incluyendo así en este caso, a su propia entidad matriz)³⁷. En este caso, la matriz debería

³⁵ Moreno Serrano., E. (2017) “Aprobación de la Directiva 2017/828 sobre fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas”, *Revista de Derecho de Sociedades vol 50*. Pág. 353

³⁶ Art. 3 *undecies* apartado 2º de la Directiva 2017/828: “El presente artículo se aplica asimismo a los asesores de voto que no tienen su domicilio social ni su establecimiento principal en la Unión y realizan sus actividades a través de un establecimiento situado en la Unión”.

³⁷ CNMV. (2012). *Documento elaborado por Grupo de Expertos para evaluar la actividad de los Proxy Advisors en relación con los emisores españoles*.

informar del potencial conflicto, publicando el mismo junto con los mecanismos diseñados para evitarlo (en este caso, la separación de las divisiones).

No obstante, cabe mencionar la preocupación que la generalización de este sistema de asesoramiento de voto está provocando en Estados Unidos, donde el recurso a los *proxy advisors* se está convirtiendo en muchos casos en un sistema de votación automática para el comprador del servicio: el conocido como *robo-voting*. Mediante esta práctica, las recomendaciones de los asesores de voto se procesan y se envía directamente el voto en el sentido recomendado de forma automática, sin que el cliente se preocupe por revisarlo y, en su caso, modificarlo conforme a sus intereses³⁸.

No parece que preocupe el sistema en sí -que no supone sino un servicio de investigación particularizada y profunda respecto de los intereses de voto de la sociedad contratante-, sino la respuesta de las empresas beneficiarias del servicio cuando no supervisan las recomendaciones, ya que supone una delegación de poder excesivo sobre los prestadores de estos servicios, que en Estados Unidos llegan a dictar hasta el 25% de los resultados de las votaciones³⁹. Una votación automática supone así desvirtuar el derecho al ejercicio de voto, que debe recaer sobre el accionista y no sobre la entidad de asesoramiento contratada.

Asimismo, a nivel comunitario contamos con la cuestión adicional de la escasa regulación de esta figura. La SRDII delega en las autoridades nacionales competentes (en el caso de España, la CNMV), la supervisión del desempeño de estas entidades. No obstante, dada la aún escueta regulación imperativa a nivel de la UE, esto da lugar a contrariedades como “un inversor español, votando en la junta de accionistas de una sociedad española, sea asesorado por un *proxy advisor* que no esté regulado por la CNMV”⁴⁰.

³⁸ Boquera Matarredona, J. (2017). Las entidades asesoras de voto para la implicación de los socios en las sociedades cotizadas según la Directiva 2017/828. Revista de Derecho Mercantil nº 306, 2017, pp.10-18.

³⁹ Doyle, T. M. (2018). *The Realities of Robo-Voting*. Obtenido de Harvard School of Law on Corporate Governance.

⁴⁰ Prieto, J. (2021). La nueva Ley de fomento de la implicación de los accionistas y los asesores de voto. *Consenso de Mercado*.

iv. *La vinculación entre el desempeño de los gestores y consejeros y la remuneración. El principio “say on pay”.*

Como una vez más demostró la crisis financiera, unos salarios inadecuados pueden privar a la empresa de recursos esenciales o incluso llevarla a la quiebra⁴¹. Por ello, las Instituciones Europeas consideran imprescindible que las empresas cuenten con una adecuada política retributiva, consensuada por los órganos competentes, que alinee los intereses a medio y largo plazo de los gestores con los de los propietarios de la firma.

La remuneración de gestores y consejeros debe ser suficiente para satisfacer sus intereses retributivos sin caer en el exceso. Asimismo, puede emplearse esta retribución como herramienta para alinear los intereses de estos con los de los accionistas, por ejemplo, que parte de su retribución se materialice en participaciones de la sociedad, ya que de esta forma se alinean intereses de unos y otros. En este sentido, cabe resaltar la importancia que la Comisión, en la elaboración de la norma, otorga a la remuneración: “La remuneración desempeña un papel clave para aproximar los intereses de los consejeros y los accionistas y garantizar que los primeros den prioridad a los intereses de la empresa”⁴².

En este sentido, el artículo 9 *bis* y *ter* de la Directiva establecen que las empresas deben elaborar un informe de remuneración claro y comprensible y otorga a los accionistas el derecho a votar sobre la política de remuneraciones. Ello configura el conocido como “*say on pay*”, que, grosso modo, implica el derecho de los accionistas a votar en las juntas generales, sobre las políticas de retribuciones de los consejeros.

Los precedentes de esta iniciativa en España se remontan a 2010, con la propuesta del Banco de España de obligar a las entidades financieras a informar sobre las remuneraciones de consejeros y directivos. En 2011 la Ley de Economía Sostenible⁴³

⁴¹ Cabe citar, a este respecto, casos como los de WorldCom y Enron y Vivendi, entre tantos otros, verdaderos escándalos financieros en los que los descomunales salarios de sus directivos y consejeros llevaron a las empresas que gestionaban a la quiebra (o a una caída escandalosa de sus acciones, en el caso de Vivendi).

⁴² COM/2014/0213, (2014). Comisión Europea. Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas y la Directiva 2013/34/UE en lo que respecta a determinados elementos de la declaración sobre gobernanza empresarial.

⁴³ Ley 2/2011, de 4 de marzo, de Economía Sostenible. «BOE» núm. 55, de 05/03/2011.

aterrizó esta iniciativa obligando a estas entidades a elaborar y difundir un informe en el que entre otros se detallara la retribución individual de los miembros del consejo.

No obstante, el “say on pay” plantea algunas cuestiones relevantes, por ejemplo: ¿qué ocurriría si la junta de accionistas rechazara la política de remuneraciones? La sociedad habría de mantener la política en vigor (la que se pretende reformar) hasta la aprobación de la política reformada en la próxima junta.

v. *Las acciones de lealtad: ruptura del tradicional principio de “una acción un voto”*

Hacemos mención en último lugar, a una medida que, si bien no viene prevista ni mencionada por la SRDII, ha sido introducida por la Ley 5/2021 como medida “adicional” en el ordenamiento español. Así, si bien las conocidas como “*loyalty shares*” no están previstas por la SRDII, la reforma de la Ley de Sociedades regula esta figura por primera vez en el ordenamiento español, como parte de la batería de medidas para contribuir a la permanencia a largo plazo de los inversores y su compromiso con la sociedad.

No obstante, la Ley 5/2021 reconoce la posibilidad de que las cotizadas prevean estatutariamente el reconocimiento de las acciones de lealtad, esto es, la posibilidad de premiar a los accionistas que hayan permanecido en la empresa un mínimo de dos años, mediante un mecanismo de voto doble. Se permite de esta forma modificar la proporción entre el valor nominal de la acción y el derecho de voto habilitando un máximo de dos votos por acción, si su titular lleva siendo accionista de la sociedad, como mínimo durante dos o más años ininterrumpidos (aunque los estatutos pueden prever un requisito temporal más exigente). Asimismo, ante el silencio legal al respecto, cabría admitir el ejercicio de los derechos de voto múltiple únicamente para la adopción de determinado tipo de acuerdos.

No obstante, cabe decir que hay una amplia parte de la doctrina renuente a esta novedad legislativa, que ha sido criticada de innecesaria e ineficaz para los objetivos que persiguen⁴⁴. En concreto, Sebastián Albella, presidente de la Comisión Nacional de Mercados y Valores reconoció que se “trata de una figura muy discutida vista por algunos

⁴⁴ García Valdecasas, J. Á., & Gurrea Martínez, A. (2019). Acciones de lealtad: crítica a su posible introducción en España. Notarios y Registradores.

como un ataque al principio de una acción un voto, muy sacrosanto en nuestro derecho”. No obstante, esgrimió tres razones a favor de su introducción: favorece una mirada a largo plazo en las sociedades premiando a los accionistas que permanezcan con un mayor número de votos; actúa como mecanismo de blindaje, que refuerza los mecanismos accionariales; y supone un incentivo para empresas que pretenden salir a bolsa, ya que aporta confort a los antiguos accionistas⁴⁵.

En cualquier caso, la introducción de esta reforma no se ha llevado a cabo sin elementos de cautela. Se establece un sistema de requisitos de voto particularmente altos para introducir las acciones de lealtad, y sin embargo establece unos quórum especialmente altos para eliminarlas. La mencionada previsión estatutaria implica la necesidad de modificar los estatutos estando sujeta su aprobación al voto favorable de una mayoría cualificada de dos tercios del capital social con un quórum del 50% (o a una mayoría del 80% de votos a favor, en caso de que el quórum supere el 25% del capital, pero no llegue al 50%). Si bien el régimen de mayoría reforzada que ha previsto la nueva Ley de Sociedades es similar al de otros ordenamientos, la trasposición española introduce cautelas adicionales al prever que la aceptación estatutaria de las acciones de lealtad deberá renovarse cada cinco años.

⁴⁵ Albella, S. (2020). WEBINAR - Derechos del accionista: la Directiva SRD II y sus implicaciones para sociedades cotizadas. Observatorio Gonzalo Jiménez-Blanco Ashurst-ICADE.

REFLEXIONES FINALES Y CONCLUSIONES

A raíz de la crisis financiera de 2008, se revelaron determinadas deficiencias en las empresas cotizadas: en particular, la falta de interés de los accionistas de responsabilizar a gestores y directivos de sus decisiones y por otro lado, una aplicación deficiente de las reglas de gobierno corporativo. En este contexto, la Directiva 2017/828 o SRDII, enmarcada en el Plan de Acción de 2012 de la Comisión, tiene como propósito fomentar la participación de los inversores institucionales por considerarse que, a través del compromiso, los inversores podrían promover estrategias a largo plazo de las empresas y en la forma en que abordan los problemas de ESG.

Esta revisión de las estrategias empresariales encuentra su fundamento en la evidencia de que el cortoplacismo mina el crecimiento sostenible de las sociedades cotizadas: presiona a las empresas para lograr buenos resultados financieros trimestrales y revalorizar sus acciones lo antes posible, no siempre reflejando el crecimiento real de la empresa. Se persigue así el rendimiento financiero de los accionistas en detrimento de otros grupos de interés (como los trabajadores) y de una estrategia corporativa que busque el beneficio a largo plazo, por ejemplo, mediante la inversión en I+D+i.

Unos resultados económicos no respaldados de un crecimiento financiero paralelo, a nivel de la empresa, puede hipotecar el futuro sostenible de la sociedad. No obstante, a nivel macroeconómico, el capitalismo trimestral desestabiliza la economía y los mercados. El crecimiento real, la productividad del capital, el impacto medioambiental, las condiciones laborales de los trabajadores y otros aspectos no financieros pasan a un segundo plano como consecuencia de la visión cortoplacista.

No obstante, en el contexto socioeconómico actual, las nuevas tecnologías, las redes sociales, la creciente sobrecarga de información, la inestabilidad de las crisis económicas... son factores que alejan la economía de un crecimiento estable y controlado. Resulta fundamental así la introducción de medidas que alivien las turbulencias económicas y, en particular, protejan a los accionistas que canalizan sus ahorros a través de entidades de inversión. La Directiva 2017/828 fomenta con este objetivo la implicación de los mismos en las empresas en que invierten, para favorecer la inversión a largo plazo y, por consiguiente, un crecimiento estable que favorece a empresas, entidades de inversión y, en último término, a los particulares.

En tanto en cuanto el cortoplacismo supone una traba para la toma de decisiones empresariales y estrategias con horizontes extendidos y la asunción de riesgos a largo plazo, el fin mismo de la SRDII radica en combatirlo mediante la implicación de los accionistas en el desempeño empresarial. En este sentido, en tanto en cuanto el éxito de la participación de los accionistas depende decisivamente de los derechos de los accionistas; las reglas de participación, de gobierno corporativo y la transparencia, se convierten en la principal herramienta de la Directiva para el fomento del codiciado activismo accionarial.

Se espera por tanto que un compromiso reforzado favorezca la creación de valor a largo plazo y la maximización del bienestar social. No obstante, las obligaciones de la SRDII son genéricas: los propósitos del largo plazo y la participación accionarial no pueden conseguirse mediante un solo parámetro legal necesitan de una normativa interna que, distando de una transposición literal, concrete y profundice en este marco regulatorio a fin de adaptarse al derecho de sociedades nacional.

Siendo claro que la agenda de la UE se centra en la participación responsable de los accionistas, la inversión sostenible y el crecimiento empresarial a largo plazo, la SRDII se configura como un medio para la consecución de estos fines mediante la promoción del largo plazo a través de la tutela de los accionistas y una revisión de las normas de gobierno corporativo. El fomento del compromiso de los accionistas respecto de las sociedades en que invierten se convierte en fin en la baza principal de la Directiva para alinear los intereses entre propiedad y poder, entre accionistas y gestores y en fin, para consolidar la competitividad y sostenibilidad de los mercados europeos.

BIBLIOGRAFÍA:

LEGISLACIÓN:

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.

Directiva 2007/36/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 11 de julio de 2007 sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas. DOUE-L-2007-81261

Directiva 2014/95/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 22 de octubre de 2014, por la que se modifica la Directiva 2013/34/UE en lo que respecta a la divulgación de información no financiera e información sobre diversidad por parte de determinadas grandes empresas y determinados grupos. DOUE 330/1 de 15/11/2014.

Directiva (UE) 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. DOUE L-132/1 de 20/05/2017.

Directiva (UE) 2021/338 del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de febrero de 2021 por la que se modifica la Directiva 2014/65/UE en lo relativo a los requisitos de información, la gobernanza de productos y la limitación de posiciones, y las Directivas 2013/36/UE y (UE) 2019/878 en lo relativo a su aplicación a las empresas de servicios de inversión con el fin de contribuir a la recuperación de la crisis de la COVID-19. DOUE L 68/14, de 26/02/2021.

Ley 2/2011, de 4 de marzo, de Economía Sostenible. «BOE» núm. 55, de 05/03/2011.

Ley 5/2021, de 12 de abril, por la que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y otras normas financieras, en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas. «BOE» núm. 88, de 13/04/2021.

Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva. Publicado en «BOE» núm. 265, de 05/11/2003

Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, y por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva. Publicado en «BOE» núm. 275, de 13/11/2014.

Real Decreto-ley 3/2020, de 4 de febrero, de medidas urgentes por el que se incorporan al ordenamiento jurídico español diversas directivas de la Unión Europea en el ámbito de la contratación pública en determinados sectores; de seguros privados; de planes y fondos de pensiones; del ámbito tributario y de litigios fiscales. «BOE» núm. 31, de 05/02/2020

Real Decreto 738/2020, de 4 de agosto, por el que se modifican el Real Decreto 304/2004, de 20 de febrero, por el que se aprueba el Reglamento de planes y fondos de pensiones, y el Real Decreto 1060/2015, de 20 de noviembre, de ordenación, supervisión y solvencia de las entidades aseguradoras y reaseguradoras. «BOE» núm. 213, de 07/08/2020.

DOCTRINA

Albella, S. (2020). *WEBINAR - Derechos del accionista: la Directiva SRD II y sus implicaciones para sociedades cotizadas*. Observatorio Gonzalo Jiménez-Blanco Ashurst-ICADE.

Blasco, N. (2021). *Los mercados financieros en el siglo XXI: infoxicación, intereses negativos y criptoactivos*. Obtenido de http://prensa.unizar.es/notasprensa/anexos/0_LOS%20MERCADOS%20FINANCIEROS%20DEL%20SIGLOXXI.pdf

Birkmose, H. S. (2018). From Shareholder Rights to Shareholder Duties - a Transformation of Eu Corporate Governance in a Sustainable Direction? *InterEULawEast: Journal for International & European Law, Economics & Market Integrations*, 5(2), 69–96. Accessible at: <https://www.google.com/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=&cad=rja&uact=8&ved=2ahUKEwjrh-uskbHsAhUgAGMBHcueCugQFjABegQIAhAC&url=https%3A%2F%2Fhrcak.srce.hr%2Ffile%2F312238&usg=AOvVaw0t0GKvccDrVenspnH27pAN>

Boquera Matarredona, J. (2017). Las entidades asesoras de voto para la implicación de los socios en las sociedades cotizadas según la Directiva 2017/828. *Revista de Derecho Mercantil* nº 306, 2017, pp.10-18.

CNMV. (2012). *Documento elaborado por Grupo de Expertos para evaluar la actividad de los Proxy Advisors en relación con los emisores españoles*. Obtenido de <https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Grupo/InformeProxyAdvisors.pdf>

COM/2012/0740 final (12 de diciembre de 2012). Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las 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-. Accesible en: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/ALL/?uri=CELEX:52012DC0740>

COM(2014) 213 final — 2014/0121 (COD). (2014). *Dictamen del Comité Económico y Social Europeo sobre la Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas y la Direct.* Obtenido de Accesible en: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=CELEX:52014AE2817>

COM/2014/0213. (4 de abril de 2014). *Comisión Europea*. Obtenido de Propuesta de DIRECTIVA DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas y la Directiva 2013/34/UE en lo que respecta a determinados element: Accesible en: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=celex:52014PC0213>

COM/2018/097 final. (2018). Obtenido de Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo Europeo, al Consejo, al Banco Central Europeo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones. Plan de Acción: Financiar el desarrollo sostenible: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/ALL/?uri=CELEX:52018DC0097>

- Comunicado conjunto de la CNMV y del Banco de España sobre “criptomonedas” y “ofertas iniciales de criptomonedas” (ICOs). (2018). *CNMV*. Obtenido de <https://www.cnmv.es/loultimo/NOTACONJUNTAriptoES%20final.pdf>
- Doyle, T. M. (2018). *The Realities of Robo-Voting* . Obtenido de Harvard School of Law on Corporate Governance: <https://corpgov.law.harvard.edu/2018/11/29/the-realities-of-robo-voting/>
- ECOSOC. (2014). *Dictamen del Comité Económico y Social Europeo sobre la Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas y la Direct.* Obtenido de (2014/C 451/14): Accesible en: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:52014AE2817&from=EN>
- ESMA. (2019). *Report: Undue short-term pressure on corporations*, pp. 53-70. Obtenido de https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma30-22-762_report_on_undue_short-term_pressure_on_corporations_from_the_financial_sector.pdf
- ESMA alerts investors to the high risks of Initial Coin Offerings (ICOs). (2017). *ESMA*. Obtenido de https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-829_ico_statement_investors.pdf
- Financial Conduct Authority. (2019). *Payment for Order Flow (PFOF)*. *UK FCA*. Obtenido de UK FCA: <https://www.fca.org.uk/publication/multi-firm-reviews/payment-for-order-flow-pfof.pdf>
- Frade, I. (2021). Nueva regulación de las partes vinculadas en sociedades de capital. *Front Page Metrics*. (s.f.). Recuperado el abril de 2021, de Metrics for Reddit: <https://frontpagemetrics.com/r/wallstreetbets>
- García Valdecasas, J. Á., & Gurrea Martínez, A. (2019). Acciones de lealtad: crítica a su posible introducción en España. *Notarios y Registradores*.
- IEAF. (2020). *El rol de la finanzas en una economía sostenible*. Obtenido de https://www.ieaf.es/images/Publicaciones-FEF/60/Libro_FEF_EL_ROL_DE_LAS_FINANZAS_v10.pdf

- Katelouzou, D., Sergakis, K. *When Harmonization is Not Enough: Shareholder Stewardship in the European Union*. *Eur Bus Org Law Rev* 22, 203–240 (2021).
Accesible en: <https://doi.org/10.1007/s40804-020-00198-5>
- León, F. (2019). Las operaciones con partes vinculadas en la Directiva 2017/828 . *Revista de derecho mercantil*, nº 312.
- Maijoor, S. (21 de febrero de 2021). Presidente de la Autoridad Europea de Valores y Mercados. *Intercambio de puntos de vista en relación con el comercio de acciones de GameStop y fenómenos relacionados con la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios del Parlamento Europeo*. Accesible en: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma22-105-1307_introduutory_statement_on_gamestop_share_trading_-_steven_maijoor.pdf
- Moreno Serrano., E. (2017). “Aprobación de la Directiva 2017/828 sobre fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas”, *Revista de Derecho de Sociedades*, vol. 50.
- OCDE. (2018). *Guía de la diligencia debida para una conducta empresarial responsable*. Obtenido de Accesible en: <http://mneguidelines.oecd.org/Guia-de-la-OCDE-de-debida-diligencia-para-una-conducta-empresarial-responsable.pdf>
- Pesaran, M. H. (2010). *Predictability of Asset Returns and the Efficient Market Hypothesis*. Obtenido de University of Cambridge: <https://www.repository.cam.ac.uk/bitstream/handle/1810/246446/cwpe1033.pdf?sequence=1&isAllowed=y>
- Pricewaterhouse Coopers (2019). *The new Shareholder Rights Directive*. https://www.pwc.ch/en/publications/2019/The-new-Shareholder-Rights-Directive_EN-web.pdf
- Prieto, J. (2021). La nueva Ley de fomento de la implicación de los accionistas y los asesores de voto. *Consenso de Mercado*. Obtenido de Consenso de Mercado.
- Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas y la Directiva 2013/34/UE en lo que respecta a determinados elementos de la declaración sobre gobernanza empresarial. *Diario*

Oficial de la Unión Europea, COM/2014/0213 final - 2014/0121 (COD), 9 de abril de 2014. Accesible en: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=celex:52014PC0213>

Rapin, J.-F. (13 de diciembre de 2018). *Rapport d'information n° 207 (2018-2019): Observations sur le projet de loi relatif à la croissance et à la transformation des entreprises*. Obtenido de Sénat: http://www.senat.fr/rap/r18-207/r18-207_mono.html

Yahoo Finance. (abril de 2021). *GameStop Corp. (GME) NYSE - Nasdaq Real Time Price. Currency in USD*. Obtenido de <https://finance.yahoo.com/quote/GME?p=GME&.tsrc=fin-srch>