

Colección **ESTUDIOS DE DERECHO MERCANTIL • MERCATURA**
Dirigida por **JOSÉ MIGUEL EMBID IRUJO**

LOS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS EN EL DERECHO DE SOCIEDADES

INVERSORES INSTITUCIONALES,
GESTORES DE ACTIVOS
Y ASESORES DE VOTO

LUIS HERNANDO CEBRIÁ (Dir.)

Editorial Comares



LUIS HERNANDO CEBRIÁ

(Dir.)

LOS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS EN EL DERECHO DE SOCIEDADES

INVERSORES INSTITUCIONALES, GESTORES DE ACTIVOS
Y ASESORES DE VOTO

PRÓLOGO

JOSÉ MIGUEL EMBID IRUJO

GRANADA, 2023

BIBLIOTECA COMARES DE CIENCIA JURÍDICA

•
MERCATURA

Colección Estudios de Derecho Mercantil

dirigida por

José Miguel Embid Irujo

65

CONSEJO EDITORIAL

Prof. Niccolò Abriani (*Universidad de Florencia, Italia*)

Profesora María Fernanda Vasquez Palma (*Universidad de Talca, Chile*)

Prof. Pablo Girgado Perandones (*Universitat Rovira i Virgili, Tarragona*)

Prof. Ángel García Vidal (*Universidad de Santiago de Compostela*)

La presente obra forma parte del siguiente proyecto de investigación: Proyecto de investigación de «Derecho de sociedades e intermediarios financieros en la Unión Europea» (AICO/2021/166). Subprograma para la consolidación y fortalecimiento de proyectos y grupos de I+D+i consolidados. Conselleria d'Innovació, Universitats, Ciència i Societat Digital. Generatitat Valenciana. Investigadores Principales: Luis Hernando Cebriá y Vanessa Martí Moya.

© Los autores

© Editorial Comares, 2023

Polígono Juncaril

C/ Baza, parcela 208

18220 Albolote (Granada)

Tlf: 958 46 53 82

E-mail: libreriacomares@comares.com • <http://www.comares.com>
<https://www.facebook.com/comares> • <https://twitter.com/comareseditor>
<https://www.instagram.com/editorialcomares>

ISBN: 978-84-1369-719-2 • Depósito legal: Gr. 2038/2023

IMPRESIÓN Y ENCUADERNACIÓN: COMARES

ÍNDICE DE AUTORES

PABLO CASTILLO ROVIRA

Profesor Ayudante doctor

Universidad de Navarra

MÓNICA FUENTES NAHARRO

Profesora Titular de Derecho Mercantil (acreditada a Catedrática)

Universidad Complutense de Madrid

BELÉN GARCÍA ÁLVAREZ

Profesora Encargada Doctora de Derecho mercantil

Universidad de Deusto

SERGIO GILOTTA

Ricercatore confermato in diritto commerciale

Università di Bologna

LUIS HERNANDO CEBRIÁ

Profesor Titular de Derecho mercantil (acreditado a Catedrático)

Universidad de Valencia

NEREA IRÁCULIS ARREGUI

Profesora Titular de Derecho Mercantil

Universidad del País Vasco (UPV/EHU)

JORGE NOVAL PATO

Profesor Titular de Derecho mercantil

Universidad de Navarra

BENJAMÍN SALDAÑA VILLOLDO

Profesor Contratado Doctor de Derecho mercantil

Universidad de Valencia

PABLO TORTAJADA CHARDÍ

Profesor Ayudante Doctor de Derecho Mercantil

Universidad de Valencia

MARGARITA VIÑUELAS SANZ

Profesora Titular de Derecho mercantil

Universidad de Alcalá

SUMARIO

ABREVIATURAS	XV
PRESENTACIÓN	1
PRÓLOGO	7

PRIMERA PARTE

INTERMEDIARIOS FINANCIEROS Y ACCIONISTAS

CAPÍTULO PRIMERO

IDENTIFICACIÓN DE LOS ACCIONISTAS Y DE LOS BENEFICIARIOS ÚLTIMOS, TRANSMISIÓN DE INFORMACIÓN Y FACILITACIÓN DEL EJERCICIO DE SUS DERECHOS	15
---	----

Luis Hernando Cebriá

I. PREÁMBULO: EL CONTEXTO SOCIOLOGICO	15
1. Las participaciones de los inversores institucionales y de otros accionistas significati- vos en las sociedades cotizadas.	15
2. El diálogo de los administradores con los inversores institucionales y los accionistas	20
3. Los intermediarios financieros y las cadenas de intermediarios	22
II. EL PERÍMETRO DEL DERECHO DE SOCIEDADES: LAS RELACIONES DE LOS SOCIOS-INVERSO- RES CON LOS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS	27
1. Los deberes fiduciarios de los intermediarios financieros y los problemas de agencia .	27
2. La gestión de carteras de inversión: la discrecionalidad de los intermediarios financieros	29
3. Las exigencias de publicidad de las políticas de implicación	35
III. INCIDENCIA EN EL NÚCLEO DEL DERECHO DE SOCIEDADES	37
1. El derecho de la sociedad emisora a la identificación de los accionistas y de los bene- ficiarios últimos	37
2. La función del depositario central de valores y la comunicación con los intermedia- rios financieros	42
3. El medio de comunicación: el uso de las tecnologías de la información	44
4. El contenido de la información: tendencias	47
IV. CONSIDERACIONES CONCLUSIVAS	51

CAPÍTULO SEGUNDO

¿HACIA UN CONCEPTO ARMONIZADO DE ACCIONISTA EN EL MERCADO INTERIOR? APORTACIONES DESDE LA IDENTIFICACIÓN DE LOS TITULARES REALES Y DE LOS BENEFICIARIOS EFECTIVOS	53
---	----

Luis Hernando Cebriá

I. INTRODUCCIÓN: LAS RELACIONES ENTRE LOS ACCIONISTAS NOMINALES Y LOS BENEFICIARIOS ÚLTIMOS	53
II. EL TRATAMIENTO DE LA CUESTIÓN DESDE EL DERECHO DE LA UNIÓN EUROPEA Y EL DERECHO ESPAÑOL DE SOCIEDADES	55
III. EXCURSO: OTRAS SITUACIONES DE DESACOPAMIENTO DE LOS DERECHOS DEL SOCIO. . . .	58
IV. PARTICIPACIONES SIGNIFICATIVAS Y MODELOS DE LAS SOCIEDADES COTIZADAS.	59
V. DEL NÚCLEO AL PERÍMETRO DEL DERECHO DE SOCIEDADES: ACERCA DE UN CONCEPTO ARMONIZADO DE ACCIONISTA EN EL MERCADO INTERIOR.	61
1. Los beneficiarios finales o últimos tras la cadena de intermediarios: el «último titular de la cuenta»	61
2. Las relaciones de los intermediarios financieros con los beneficiarios y con los ahorradores finales	64
3. El «accionista final» como «inversor final»	67
VI. LAS APORTACIONES DESDE LA IDENTIFICACIÓN DE LOS TITULARES REALES Y LOS BENEFICIARIOS EFECTIVOS	69
1. Las relaciones fiduciarias y la identificación del titular real desde el régimen del blanqueo de capitales	69
2. La perspectiva contable: «beneficiario principal» y el «interés variable significativo»	75
3. La perspectiva fiscal y financiera: el «beneficiario efectivo»	77
VII. REFLEXIONES FINALES	81

CAPÍTULO TERCERO

EL CONFLICTO DE INTERESES DE LOS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS Y DE LOS ASESORES DE VOTO EN LAS SOCIEDADES COTIZADAS	85
---	----

Nerea Iráculis Arregui

I. INTRODUCCIÓN	85
II. INTERMEDIARIOS FINANCIEROS Y ASESORES DE VOTO: PROCLIVES A INCURRIR EN CONFLICTO DE INTERESES	87
1. Relación de mandato: proclive a generar el riesgo o peligro de actuación indebidamente influenciada o distorsionada	87
2. Funciones o actividades prestadas por los intermediarios financieros y los asesores de voto	89
2.1. <i>Los inversores institucionales</i>	90
2.2. <i>Los gestores de activos</i>	92
2.3. <i>Los asesores de voto</i>	95
III. INTERMEDIARIOS FINANCIEROS Y ASESORES DE VOTO INCURSOS EN CONFLICTO DE INTERESES REALES O POTENCIALES.	97

1. Riesgo o peligro de actuación indebidamente influenciada o distorsionada	97
2. Situaciones reveladoras de la existencia de conflicto de intereses.	99
IV. OBLIGACIONES IMPUESTAS FRENTE AL CONFLICTO DE INTERESES: PREVENCIÓN Y COMBATE	103
1. La obligación de información que impone la Directiva 2017/828 como deber de actuación	103
2. Exigencias que impone la normativa nacional: por un lado, prevenir y tener capacidad de identificación y plan de actuación ante los conflictos de intereses; por otro, prevenir, identificar y aplicar un expediente curativo y, ser transparentes, informando a los clientes	105
2.1. <i>Empresas de servicios y actividades de inversión: organización y medidas de actuación de carácter preventivo y curativo ante los conflictos de intereses</i> . . .	106
2.2. <i>Asesores de voto: actuación preventiva, organización y actuación curativa ante los conflictos de intereses, informando de ello a los clientes</i>	111
3. Escrutinio de conducta leal o cumplidora de las exigencias impuestas a aquellas empresas y entidades.	115

SEGUNDA PARTE

TIPOLOGÍA DE INTERMEDIARIOS FINANCIEROS Y SOSTENIBILIDAD

CAPÍTULO CUARTO

LA IMPLICACIÓN DE LOS INVERSORES INSTITUCIONALES EN MATERIA DE SOSTENIBILIDAD	121
---	-----

Jorge Noval Pato

I. PLANTEAMIENTO INTRODUCTORIO	121
II. LA DELIMITACIÓN DE LA INVERSIÓN SOSTENIBLE	123
1. Estrategias de los inversores institucionales en materia de sostenibilidad	123
2. Los fines perseguidos por la inversión sostenible	126
III. PRINCIPALES OBSTÁCULOS PARA LA IMPLICACIÓN REAL DE LOS INVERSORES INSTITUCIONALES	130
1. La indefinición de los criterios ESG	130
1.1. <i>La ausencia de unanimidad en torno a la definición de los ESG</i>	130
1.2. <i>La politización de los criterios ESG</i>	131
2. Los exiguos incentivos de los inversores institucionales y de los gestores de activos .	134
IV. LA EVOLUCIÓN EN LAS PREFERENCIAS DE LOS PROPIETARIOS DE LOS ACTIVOS COMO ELEMENTO DINAMIZADOR	137
V. LA ACCIÓN NORMATIVA DE LA UNIÓN EUROPEA PARA LOGRAR UN MAYOR COMPROMISO DE LOS INVERSORES INSTITUCIONALES	141

CAPÍTULO QUINTO

TRANSPARENCIA EN LA ACTUACIÓN DE LOS GESTORES DE ACTIVOS.	149
---	-----

Belén García Álvarez

I. INTRODUCCIÓN	149
II. NOCIÓN DE GESTORES DE ACTIVOS	152

III. TRANSPARENCIA EN RELACIÓN CON LOS ACUERDOS DE LOS GESTORES DE ACTIVOS CON SUS CLIENTES	155
1. Preliminar: Estrategias de inversión	155
2. Aspectos relevantes de los acuerdos de los gestores de activos con sus clientes.	157
IV. TRANSPARENCIA RESPECTO A LAS POLÍTICAS DE IMPLICACIÓN Y SU APLICACIÓN POR PARTE DE LOS GESTORES DE ACTIVOS	158
1. Premisa.	158
2. Política de implicación y su aplicación	161
V. CÓDIGO DE BUENAS PRÁCTICAS DE LA CNMV Y TRANSPARENCIA DE LOS GESTORES DE ACTIVOS	165
VI. CONCLUSIONES	169

CAPÍTULO SEXTO

LOS ASESORES DE VOTO Y LA ORIENTACIÓN DEL GOBIERNO CORPORATIVO EN MATERIA DE SOSTENIBILIDAD.	173
--	-----

Pablo Castillo Rovira

I. PLANTEAMIENTO INTRODUCTORIO	173
II. EL ESTADO ACTUAL DEL SECTOR DEL ASESORAMIENTO DE VOTO	178
III. LOS SERVICIOS PRESTADOS POR LOS ASESORES DE VOTO Y SU ORIENTACIÓN A LA SOSTENIBILIDAD	180
1. Los servicios de asesoramiento de voto a inversores institucionales.	181
2. La actividad de asesoramiento en materia de gobierno corporativo dirigida a las sociedades cotizadas	188
3. Los servicios de <i>rating</i> con criterios ESG	189
3.1. <i>Los servicios de rating con criterios ESG y su problemática jurídica</i>	192
3.2. <i>La propuesta de Reglamento sobre la transparencia e integridad de las actividades de calificación ambiental, social y de gobernanza (ASG).</i>	195
IV. CONCLUSIONES	196

TERCERA PARTE

IMPLICACIONES DE LA DIRECTIVA 2017/828 Y ÓRGANOS SOCIALES

CAPÍTULO SÉPTIMO

IMPLICACIÓN DE LOS ACCIONISTAS: BENEFICIARIOS ÚLTIMOS, INTERMEDIARIOS Y PRESIDENTE DE LA JUNTA GENERAL*	201
---	-----

Mónica Fuentes Naharro

I. EL PRESIDENTE DE LA JUNTA GENERAL Y LA «IMPLICACIÓN» DE LOS ACCIONISTAS	201
II. DELIMITACIÓN DEL TEMA	205
III. BENEFICIARIO ÚLTIMO, INTERMEDIARIOS FINANCIEROS, DERECHO DE «PARTICIPAR» EN LA JUNTA Y FACULTADES DEL PRESIDENTE.	209

CAPÍTULO OCTAVO

IL DIALOGO SELETTIVO TRA LA SOCIETÀ QUOTATA E GLI INVESTITORI ISTITUZIONALI 213

Sergio Gilotta

I. INTRODUZIONE	213
II. BENEFICI E COSTI DEL DIALOGO CON GLI INVESTITORI ISTITUZIONALI	215
III. DIALOGO SELETTIVO E DIRITTO DELLE SOCIETÀ QUOTATE	218
1. Dialogo selettivo e principio di parità di trattamento	219
1.1. <i>La parità di trattamento come norma che concerne esclusivamente i rapporti (e le eventuali disparità) di mercato e dunque non le disparità informative? . . .</i>	220
1.2. <i>Le «identiche condizioni»</i>	223
1.3. <i>Il principio di parità di trattamento come norma che non si applica alle disparità che avvantaggiano tutti gli azionisti?</i>	225
1.4. <i>Rilievi critici sull'attuale conformazione della disciplina e suggerimenti per mitigare i problemi di compatibilità tra dialogo selettivo e principio di parità di trattamento</i>	229
2. Dialogo selettivo e informazioni privilegiate	232
3. (<i>Segue</i>) L'orientamento della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB)	235
4. (<i>Segue</i>) La giurisprudenza della Corte di giustizia dell'Unione europea	239
IV. CONCLUSIONI	240

CAPÍTULO NOVENO

LA DIGITALIZACIÓN COMO MEDIO DE IMPLICACIÓN DE LOS ACCIONISTAS A LARGO PLAZO 243

Pablo Tortajada Chardí

I. INTRODUCCIÓN	243
1. Evolución normativa	244
2. Importancia de la implicación a largo plazo de los accionistas	248
II. INSTRUMENTOS DIGITALES Y SU IMPACTO	250
1. Acceso a la información	250
2. Comunicación por medios electrónicos	254
3. Juntas telemáticas	255
III. <i>BLOCKCHAIN</i> Y SU POTENCIAL EN LA IMPLICACIÓN A LARGO PLAZO	259
1. Concepto de tecnología <i>Blockchain</i> , características y funcionamiento	259
2. Aplicaciones de <i>Blockchain</i> en el ámbito societario	262
2.1. <i>Consideraciones generales</i>	262
2.2. <i>Voto electrónico</i>	264
2.3. <i>Registro de acciones y transferencias</i>	267
2.4. <i>Gestión de documentos</i>	268
2.5. <i>Smart contracts o contratos inteligentes</i>	269
IV. CONSIDERACIONES FINALES	270

CAPÍTULO DÉCIMO

IMPLICACIÓN A LARGO PLAZO DE LOS ACCIONISTAS. ASPECTOS DE GOBIERNO CORPORATIVO EN LA LEY 5/2021 Y SU PROYECCIÓN EN LA DISCIPLINA DEL MERCADO DE VALORES	273
---	-----

Benjamín Saldaña Villoldo

I. PLANTEAMIENTO	273
II. MOTIVACIÓN DE LA DIRECTIVA (UE) 2017/828. EL GOBIERNO CORPORATIVO COMO HERRAMIENTA DE FOMENTO DE LA INVERSIÓN A LARGO PLAZO Y LA SOSTENIBILIDAD ...	274
III. MODIFICACIONES EN EL GOBIERNO CORPORATIVO DE LAS SOCIEDADES COTIZADAS PARA EL FOMENTO DE LA IMPLICACIÓN A LARGO PLAZO DE LOS ACCIONISTAS	276
1. Derecho de la sociedad cotizada a conocer la identidad de sus accionistas	276
2. Derecho a identificar a los beneficiarios últimos	278
3. Deberes de información de los intermediarios financieros	280
4. Previsiones en relación con la implicación de los inversores institucionales	281
5. Modificaciones en la política de remuneración de los consejeros de la sociedad cotizada	284
5.1. <i>Elementos que la integran</i>	284
5.2. <i>Aprobación</i>	287
6. Modificaciones en el régimen de las operaciones con partes vinculadas	288
6.1. <i>Concepto y alcance de las operaciones con partes vinculadas</i>	288
6.2. <i>Régimen de aprobación de las operaciones con partes vinculadas</i>	290
6.3. <i>Publicidad</i>	291
7. Acciones con voto por lealtad	292
IV. LAS NORMAS DE GOBIERNO CORPORATIVO EN LA DISCIPLINA DEL MERCADO DE VALORES	294
1. Proyección del ámbito material de la Ley de Sociedades de Capital en el régimen de ordenación y disciplina del mercado de valores	294
2. Sistema de infracciones	296
V. RECAPITULACIÓN	299

CAPÍTULO UNDÉCIMO

LA INFLUENCIA DE LOS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS SOBRE LA RETRIBUCIÓN DE LOS ADMINISTRADORES SOCIALES: VOTO SAY ON PAY	301
---	-----

Margarita Viñuelas Sanz

I. INTRODUCCIÓN	301
II. ASPECTOS CONTROVERTIDOS DEL VOTO <i>SAY ON PAY</i> EN DERECHO ESPAÑOL	302
1. Voto <i>say on pay</i> sobre la política de remuneraciones	304
2. Voto <i>say on pay</i> sobre el informe de remuneraciones	308
III. ANÁLISIS LIGADO A LA PRÁCTICA DEL VOTO <i>SAY ON PAY</i>	318
IV. REFELIÓN FINAL	323

