

Sobre el Anteproyecto de Ley 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

De conformidad con las competencias atribuidas al Consejo Económico y Social por la Ley 21/1991, de 17 de junio, previo análisis y tramitación por la Comisión de Trabajo de Economía y Fiscalidad, y de acuerdo con el procedimiento previsto en el Reglamento de organización y funcionamiento interno, el Pleno del Consejo Económico y Social aprueba en su sesión ordinaria del día 23 de octubre de 2019 el siguiente dictamen:

1. Antecedentes

El 24 de septiembre de 2019 tuvo entrada en el Consejo Económico y Social un escrito del Ministerio de Economía y Empresa en el que se solicitaba, al amparo de lo dispuesto en el artículo 7.1.1.a) de la Ley 21/1991, de 17 de junio, de Creación del Consejo Económico y Social, que el CES emitiera dictamen sobre el Anteproyecto de Ley 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. Dicha solicitud fue trasladada a la Comisión de Trabajo de Economía y Fiscalidad para la elaboración de una propuesta de dictamen.

El Anteproyecto tiene por objeto transponer al ordenamiento jurídico español la Directiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de mayo de 2017 (en adelante, la Directiva), por la que se mo-

difica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas, cuyo objetivo último es contribuir a la estabilidad y a la sostenibilidad a largo plazo de las empresas.

La Directiva, que se enmarca dentro de las iniciativas para la consecución de un mercado único de capitales en la Unión Europea, trae causa del Plan de Acción de la Comisión Europea de 2012 “Derecho de sociedades europeo y gobierno corporativo—un marco jurídico moderno para una mayor participación de los accionistas y la viabilidad de las empresas”, que contenía una serie de medidas en el ámbito del gobierno corporativo destinadas, en particular, a fomentar la implicación a largo plazo de los accionistas y aumentar la transparencia entre las sociedades y los inversores; y que a su vez trataba de corregir o subsanar las deficiencias estructurales que la pasada crisis financiera puso de manifiesto, entre las que destaca la visión cortoplacista que, en ocasiones, impera en la toma de decisiones de accionistas y gestores, y que puede ir en detrimento de la productividad, la competitividad y la generación de valor de las empresas, lo que puede perjudicar, en última instancia, el desarrollo económico y el empleo.

Desde diversas instancias internacionales también se comparte la necesidad de que los accionistas se impliquen a largo plazo en las sociedades cotizadas. Así, los Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE y del G-20 reconocen el fomento de las inversiones

a largo plazo como uno de los objetivos del gobierno corporativo. Igualmente, los Principios para la Inversión Responsable, amparados por Naciones Unidas, sostienen que un sistema económicamente eficiente y financieramente sostenible a escala global va a recompensar a largo plazo la inversión responsable y favorecerá al medio ambiente y a la sociedad en su conjunto.

Según señala la exposición de motivos del Anteproyecto, la transposición de la Directiva al ordenamiento jurídico español va a aportar mejoras en el ámbito del gobierno corporativo de las sociedades cotizadas en España. Dichas mejoras girarán en torno a dos ejes: por una parte, mejorar la financiación a largo plazo que reciben las sociedades cotizadas a través de los mercados de capitales, y por otra parte, aumentar la transparencia en la actuación de agentes del mercado de capitales como inversores institucionales, gestores de activos o asesores de voto. Y, asimismo, en relación con las remuneraciones de los consejeros o la realización de operaciones entre la sociedad y sus partes vinculadas.

Para ello, el Anteproyecto incorpora al derecho español la mayor parte de las disposiciones de la Directiva, manteniendo y, en algunos casos, ampliando las novedades que sobre esta misma materia ya incorporó la Ley 31/2014, de 3 de diciembre, por la que se modifica la Ley de Sociedades de capital para la mejora del gobierno corporativo.

La Directiva debería haber sido incorporada al ordenamiento jurídico español no más tarde del 10 de junio de 2019.

El Anteproyecto remitido para dictamen venía acompañado de la Memoria del análisis de impacto normativo que resulta preceptiva y que responde a la estructura en los distintos apartados exigida por las normas que la regulan. Dicha Memoria afirma que se prevé, con carácter general, que la norma tenga un impacto económico positivo, ya que el perfeccionamiento de las normas de gobierno corporativo redundará en una mejora del funcionamiento de los mercados de valores. Además, apunta que el efecto de la norma en la competencia en el mercado es positivo, entre otras cuestiones, porque permite avanzar hacia la con-

secución de un mercado único de capitales a nivel comunitario. Igualmente señala que la norma incluye una serie de nuevas cargas administrativas, aunque también elimina otras. Por el contrario, concluye que el Anteproyecto carece de otros impactos, tales como presupuestario, medioambiental, por razón de género o en la infancia y la familia.

Por último, dicha Memoria, al respecto de la descripción de la tramitación de la norma, señala que se recabarán informes de determinados organismos entre los que no se encuentra el Consejo Económico y Social de España.

2. Contenido

El Anteproyecto de Ley sometido a dictamen se compone de cinco artículos mediante los que se introducen diversas modificaciones en las siguientes normas de rango legal: la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de inversión colectiva; el texto refundido de la Ley de Sociedades de capital (Real Decreto legislativo 1/2010, de 2 de julio); la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan, entre otras, las entidades de capital riesgo; la Ley 22/2015, de Auditoría de cuentas; y el texto refundido de la Ley del Mercado de valores (Real Decreto legislativo 4/2015, de 23 de octubre). Contiene, asimismo, una disposición adicional, dos disposiciones transitorias, una disposición derogatoria y cuatro disposiciones finales.

Se exponen algunos de los aspectos del Anteproyecto que pueden presentar más relevancia por la trascendencia de la regulación material para cumplir con los fines de la norma comunitaria y nacional, así como por la novedad que suponen respecto de la legislación vigente.

Mediante el artículo primero se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de inversión colectiva (LIIC), introduciendo una serie de obligaciones de las entidades gestoras de activos. Se emplaza a estas sociedades a desarrollar y comunicar una política de implicación que comprenda determinados elementos, entre otros cómo integran la implicación de los accionistas en sus políticas de inversión (nuevo

artículo 47 ter LIIC). Esta obligación se predica también respecto de las entidades de capital riesgo y otras (nuevo artículo 67 bis de la Ley de Entidades de capital riesgo [LECR], introducido mediante el artículo tercero del Anteproyecto).

Se introducen, asimismo, obligaciones de información cuando aquellas prestan servicios de gestión de activos a entidades aseguradoras o planes y fondos de pensiones, debiendo entre otros comunicar la forma en que su estrategia de inversión y su aplicación se ajustan a los acuerdos concluidos, y cómo contribuyen al rendimiento a medio y largo plazo de los activos (nuevo artículo 47 quáter LIIC y artículo 67 ter LECR).

Mediante el artículo segundo del Anteproyecto se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de capital (Real Decreto legislativo 1/2010, de 2 de julio), introduciendo algunos de los cambios más importantes derivados de la transposición de la Directiva 2017/828, objeto del Anteproyecto de Ley. Se incorpora el reconocimiento del derecho de las sociedades cotizadas a identificar a los beneficiarios reales o últimos de las acciones (nuevo artículo 497 bis), para lo cual se establecen determinadas obligaciones de comunicación dirigidas a los intermediarios financieros. Se introducen, además, determinadas obligaciones de transmisión de información entre la sociedad y los beneficiarios últimos (nuevos artículos 520 bis y ter). Y se incorporan previsiones para que las entidades intermediarias faciliten a dichos beneficiarios el ejercicio de los

derechos inherentes a las acciones (nuevo artículo 522 bis).

Se incorpora a la Ley de Sociedades de capital la figura de las acciones con voto por lealtad. Se permite que las sociedades cotizadas ofrezcan a sus accionistas, vía estatutos sociales, este tipo de acciones que, mantenidas durante un periodo ininterrumpido de dos años, confieren un voto doble.

Se suprime la posibilidad de que las personas jurídicas puedan ser miembros del consejo de administración de las sociedades cotizadas (modificación del artículo 529 bis.1). Se exceptúa a las personas jurídicas pertenecientes al sector público.

Se regula con más detalle la política de remuneraciones de los miembros del consejo de administración (modificación del artículo 529 novodécies). Y se hace tanto en su finalidad (“deberá contribuir a la estrategia empresarial y a los intereses y la sostenibilidad a largo plazo de la sociedad y explicar de qué modo lo hace”), como en sus contenidos (cómo se han tenido en cuenta las condiciones de retribución y empleo de los trabajadores; criterios sobre la remuneración variable, en caso de concederse; periodos de devengo de la remuneración basada en acciones, en su caso), y en el proceso de toma de decisiones para su determinación. También se introduce la posibilidad de que las sociedades apliquen excepciones temporales a la política de remuneraciones bajo determinadas condiciones y para servir a los intereses a largo plazo y a la sostenibilidad de la sociedad.

Asimismo se regula más en detalle el informe anual sobre remuneraciones de los consejeros (modificación del artículo 541 de la Ley de Sociedades de capital). Se obliga a las sociedades cotizadas a incluir dicho informe en el informe de gestión, y se incluye entre la información cuya existencia debe comprobar el auditor al analizar dicho informe de gestión.

En materia de operaciones con partes vinculadas en sociedades cotizadas, la principal novedad estriba en la modificación de la definición de partes vinculadas, que se remite a la establecida en las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF 24). No obstante, el Anteproyecto opta por ampliar el alcance de la definición contenida en dicha norma al considerar parte vinculada a los accionistas que tengan más del 10 por 100 del capital social.

En cuanto al régimen sustantivo de estas operaciones, el Anteproyecto plantea una reformulación completa a través de la introducción, dentro del título dedicado a las sociedades cotizadas, de un nuevo capítulo específicamente dedicado a operaciones con partes vinculadas. Se opta por regular separadamente, por un lado, el régimen de publicidad de estas operaciones, y, por otro lado, el régimen de aprobación de las mismas.

Mediante el artículo cuarto del Anteproyecto se modifica la Ley 22/2015, de 20 de julio, de Auditoría de cuentas.

Mediante el artículo quinto se lleva a cabo la modificación del texto refundido de

la Ley del Mercado de valores. En relación al folleto de las ofertas públicas de venta, se eleva a 8 millones de euros el importe en las OPV a partir del cual es obligatorio elaborar y publicar un folleto, excepto para el sector de las entidades de crédito, donde se mantiene el umbral en 5 millones. No obstante, la CNMV podrá exigir este documento, aun cuando la emisión no supere los umbrales citados, siempre que la complejidad del emisor o del instrumento financiero en cuestión así lo aconsejen.

Se deroga el artículo 120 de la Ley del Mercado de valores (declaración intermedia de gestión) eliminado así la obligación de las empresas cuyas acciones cotizan en mercados regulados de publicar información financiera trimestral, que queda como facultad de aquellas.

Se introduce un nuevo capítulo x, denominado “Asesores de voto”, en el título IV de la Ley, que comprenderá los nuevos artículos 137 bis a 137 quinquies en los que se define esta figura (los conocidos como “proxy advisors”), como un tipo de intermediarios que asesoran con carácter profesional a los inversores sobre cómo ejercer sus derechos políticos en las sociedades y gestores de activos. Se regula también su código de conducta y se les impone la obligación de publicar anualmente un informe en su página web, siempre que tengan su domicilio social o su establecimiento principal en España. Se incluyen en la Ley los correspondientes tipos infractores en relación con las obligaciones de aquellos.

3. Observaciones

El Anteproyecto de Ley que se somete a dictamen, en línea con la Directiva comunitaria que transpone, tiene como finalidad última el fomento de la inversión a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas y su implicación efectiva y sostenible en el gobierno corporativo de las mismas. Esta pretensión trae causa de la preocupación por un tipo de estrategias de inversión dirigidas a la obtención de beneficios a corto plazo para los accionistas, que ha dado lugar a modelos de negocio excesivamente arriesgados y apalancados, en detrimento de la inversión productiva a largo plazo. De ello se han derivado consecuencias negativas tanto para el desarrollo sostenible de las propias empresas cotizadas en términos de competitividad y empleo, como para el conjunto de la economía.

El CES comparte la finalidad del Anteproyecto y valora positivamente las disposiciones tendentes a aumentar la transparencia, a mejorar el gobierno corporativo de las sociedades cotizadas y a fomentar la inversión a largo plazo, como, entre otros, los siguientes aspectos: la introducción de la obligación para las sociedades gestoras de activos y las entidades de capital riesgo de desarrollar y dar publicidad a su política de implicación de manera que describa cómo integran la implicación de sus accionistas en su política de inversión; el reconocimiento del derecho de las sociedades cotizadas a identificar a los beneficiarios reales o últimos de las acciones, con las consiguientes obligaciones de

información de los intermediarios financieros; la regulación del código de conducta de los asesores de voto así como las obligaciones de publicidad de sus actuaciones; la supresión de la publicación de información financiera trimestral como obligación de las cotizadas; o, más en general, el refuerzo de las obligaciones de información y de transparencia.

Sin perjuicio de las anteriores valoraciones, el CES estima necesario formular, asimismo, algunas consideraciones sobre determinadas previsiones del Anteproyecto que, en su opinión, serían merecedoras de una mayor reflexión en cuanto a su alcance y posibles efectos.

En este sentido, la introducción de las acciones con voto por lealtad en la legislación de sociedades supone una apuesta inequívoca por un tipo de instrumento que *a priori* está directamente orientado al principal objeto de la norma, como es fomentar la estabilidad del accionariado y el compromiso de los inversores con los fundamentos económicos reales de cada proyecto empresarial, y puede ciertamente contribuir a tales fines.

Compartiendo, pues, dichos objetivos y la adecuación a los mismos de la herramienta legislativa, el CES, sin embargo, llama la atención sobre la necesidad de evitar que, en algunos casos, tal medida pueda producir un efecto contrario al perseguido, desincentivando la permanencia en el tiempo de los accionistas. Este desincentivo de la permanencia, o en sentido opuesto, incentivo a

la desinversión, podría producirse en aquellos casos en que, como consecuencia del doble voto aparejado, se alcanzase un umbral de derechos de voto que obligue a realizar determinados movimientos societarios como puede ser la obligación de formular una oferta pública de adquisición.

Por otra parte, sería conveniente analizar, en mayor detalle, el efecto que pudieran tener los votos de lealtad en el ámbito de gobierno corporativo y con respecto al accionista minoritario, especialmente, en aquellas compañías que cuentan con primeros accionistas significativos (sin mayoría de voto), pero que podrían alcanzarla a través del voto de lealtad. En caso de que fuera necesario, para preservar el buen gobierno y los derechos de los accionistas minoritarios, se podrían establecer limitaciones adicionales al voto de lealtad, de manera que este realmente contribuyera a fortalecer el gobierno corporativo de las empresas y a no menoscabar los derechos de los accionistas minoritarios.

También se prevé suprimir la posibilidad de que las personas jurídicas puedan ser miembros del consejo de administración de las sociedades cotizadas, con la única excepción de las personas jurídicas pertenecientes al sector público. Se trata de una novedad en materia de gobierno corporativo que, como la anteriormente mencionada, no contempla la Directiva objeto de transposición, y que el prelegislador considera oportuno incluir por dos tipos de motivos. En primer lugar, como afirma la exposición de motivos del Anteproyecto, por “razones de transpa-

rencia y buen gobierno corporativo”; en segundo lugar, según afirma la Memoria de análisis del impacto normativo que le acompaña, para evitar “numerosos problemas prácticos y jurídicos”, de los que se citan dos ejemplos que apuntan al conflicto de lealtades de la persona física que desempeña el cargo de administrador en nombre de la persona jurídica.

En opinión del CES, sin embargo, el carácter taxativo de esta medida en relación con las sociedades cotizadas (pues no hay que olvidar que supondrá una excepción al régimen general de las sociedades de capital), y el hecho de que no derive de la necesidad de transponer la norma comunitaria, deberían haber llevado a una más completa justificación de la misma. En efecto, no parece suficiente explicación de una novedad de este calado aludir genéricamente a la transparencia y al buen gobierno corporativo, sin más detalle, mientras que los eventuales problemas prácticos de la representación de la persona física no parecen revestir la suficiente entidad *per se*, de manera que no puedan ser resueltos explorando otras soluciones. Por ello, el CES estima que habría sido conveniente una mejor explicación, esta sí más transparente, de la medida proyectada.

Por otra parte, el Anteproyecto de Ley regula más en detalle el informe anual sobre remuneraciones de los consejeros y prevé obligar a las sociedades cotizadas a incluirlo en el informe de gestión, obligación que hasta ahora solo alcanzaba al informe de gobierno corporativo. La citada inclusión es una previsión novedosa que supone una op-

ción del prelegislador no determinada por la Directiva, sin que la exposición de motivos ni la Memoria de análisis del impacto normativo contengan una explicación de las razones de tal opción.

En relación con esta medida, el CES, compartiendo el fondo de la misma, así como la finalidad de transparencia del gobierno corporativo a que sin duda atiende, sin embargo estima oportuno llamar la atención acerca de la doble votación sobre el informe a la que dará lugar, ya que este debe ser sometido a una votación por la junta general que es de carácter consultivo (aspecto que ya está previsto en la Ley de Sociedades de capital pero al que además obliga la transposición de la Directiva) y que con la inclusión prevista en el Anteproyecto tendrá que ser, además, aprobado por esta como parte del informe de gestión.

El CES considera oportuno llamar la atención sobre lo que considera una excesiva perentoriedad de los plazos contenidos en la disposición transitoria primera en relación con la entrada en vigor de las modificaciones en el régimen jurídico de la política de remuneraciones y del informe anual de remuneraciones, por lo que en su opinión sería deseable fijar unos plazos más amplios a fin de permitir una razonable adaptación de las sociedades cotizadas a estas nuevas obligaciones.

En otro orden de cosas, el CES valora positivamente que la Memoria que acompaña

al Anteproyecto incluya una enumeración, por un lado, de las nuevas cargas administrativas que comportará la norma y, por otro, una relación de las que esta elimina. Si bien el análisis que lleva a cabo la Memoria en este aspecto se limita a una estimación de su coste económico, el CES considera que supone un paso a favor de la transparencia de cara a un objetivo deseable como es reducir las cargas administrativas manteniendo únicamente aquellas que estén suficientemente justificadas y motivadas.

Aun en relación con la Memoria de análisis del impacto normativo, el CES apunta algunas deficiencias detectadas en la misma que sería deseable corregir a fin de evitar posibles confusiones en la comprensión del texto objeto de dictamen. Tal es el caso de la segunda referencia al 20 por 100 del capital social como umbral para considerar a un accionista como parte vinculada en la definición de estas operaciones, o la numeración de los artículos del Anteproyecto dentro del apartado de contenido y análisis jurídico.

Por otra parte, es de señalar que el CES no figura entre los órganos consultivos a que se hace referencia en la Memoria de los que debe recabarse el preceptivo dictamen.

Por último, el CES recuerda la necesidad de que la transposición de las directivas comunitarias se lleve a cabo dentro del plazo establecido por tales normas.

4. Conclusiones

El CES valora positivamente el Anteproyecto de Ley sometido a dictamen, sin perjuicio de las observaciones que se formulan en relación a determinados aspectos del mismo.

Madrid, 23 de octubre de 2019

Vº.Bº La Presidenta en funciones

M.ª Carmen Barrera Chamorro

La Secretaria General

Soledad Córdova Garrido