

---

---

## SUMARIO

|                    |    |
|--------------------|----|
| ABREVIATURAS ..... | XV |
| PRESENTACIÓN ..... | 1  |
| PRÓLOGO .....      | 7  |

### PRIMERA PARTE

## INTERMEDIARIOS FINANCIEROS Y ACCIONISTAS

### CAPÍTULO PRIMERO

|   |    |
|---|----|
| IDENTIFICACIÓN DE LOS ACCIONISTAS Y DE LOS BENEFICIARIOS ÚLTIMOS,<br>TRANSMISIÓN DE INFORMACIÓN Y FACILITACIÓN DEL EJERCICIO DE SUS<br>DERECHOS ..... | 15 |
|---|----|

*Luis Hernando Cebriá*

|   |    |
|---|----|
| I. PREÁMBULO: EL CONTEXTO SOCIOLOGICO .....   | 15 |
| 1. Las participaciones de los inversores institucionales y de otros accionistas signifi-<br>cativos 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-<br>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-<br>ficiarios últimos .....                 | 37 |
| 2. La función del depositario central de valores y la comunicación con los intermedia-<br>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 Chardi*

|  |     |
|--|-----|
| 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 |