

Directiva 2017/828/UE, 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, de 20-IV-2017]

**FOMENTO DE LA IMPLICACIÓN A LARGO PLAZO DE LOS ACCIONISTAS**

## **1. INTRODUCCIÓN: FINALIDAD Y RAZÓN DE SER DE LA DIRECTIVA 2017/828/UE**

El pasado 17 de mayo de 2017 fue adoptada la Directiva 2017/828/UE, del PE y del Consejo, por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE, del PE y del Consejo, de 11 de julio de 2007 (DOUE L 132, de 20 de mayo de 2017), sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas (DOUE L 184, de 14 de julio de 2007) en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas (ambas disponibles en «<http://europa.eu>»). Esta Directiva entró en vigor el pasado 10 de junio de 2017, es decir, a los veinte días de su publicación en el DOUE (art. 3) y deberá haber sido incorporada a los ordenamientos internos de los Estados miembros a más tardar el 10 de junio de 2019 (art. 2.1), si bien con ciertas excepciones puntuales (art. 2.2), puesto que las disposiciones contenidas en los nuevos arts. 3 *bis*, 3 *ter* y 3 *quáter* de la Directiva 2007/36/CE tras su modificación deberán verse aplicadas en un plazo máximo de 24 meses desde que la Comisión de la UE adopte las medidas de ejecución contempladas en los reiterados arts. 3 *bis*.8, 3 *ter*.6, y 3 *quater*.3 de la referida Directiva 2007/36/CE en su nueva redacción.

Unos diez años después de su adopción, la Directiva 2007/36/CE ha sido actualizada mediante la Directiva 2017/828/UE, entre otros motivos para su coordinación con normas como el Reglamento 600/2014/UE, del PE y del Consejo, relativo a los mercados de instrumentos financieros (*Markets in Financial Instruments Regulation [MiFIR]*), y la Directiva 2014/65/UE, del PE y del Consejo, relativa a los mercados de instrumentos financieros (*Markets in Financial Instruments Directive [MiFID 2]*), ambas de 15 de mayo de 2014 (DOUE L 173, de 12 de junio de 2014, disponibles en «<http://europa.eu>»). Son muchas las materias en las que ha incidido esta puesta al día (enumeración de los conceptos básicos [art. 2 de la referida Directiva 2007/36/CE en su versión modificada], política de remuneración de los administradores en el marco del gobierno corporativo [art. 9 *bis*], asesoramiento de la Comisión de la UE por parte del Comité Europeo de Valores [art. 14 *bis*] establecido en la Decisión 2001/528/CE, de la Comisión, de 6 de junio de 2001 [DOUE L 191, de 13 de julio de 2001], etc.), pero su fin esencial es la reestructuración de las relaciones entre accionistas y sociedad en las sociedades cotizadas, dado que la tenencia de las acciones de tales sociedades por parte de los socios se

articula ahora a través de una serie de cadenas de intermediarios sumamente complejas, y hasta opacas a veces (ap. 4 del Preámbulo de la Directiva 2017/828/UE). Ello ha dado lugar a la aparición de nuevos y nada desdeñables obstáculos para la comunicación de los accionistas con la sociedad, y así, para el ejercicio de sus derechos y su inserción plena en su vida activa, como ya se había denunciado (ap. 3 del Preámbulo de esta Directiva) con antelación en 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 (Comunicación de la Comisión de la UE de 12 diciembre 2012 – Doc. [COM] 2012, 740 final, disponible en «<http://ec.europa.eu>»). Las novedades introducidas mediante la Directiva 2017/828/UE tienden a paliar semejantes disfunciones, y ahí radica la razón de ser de esta norma, como se desprende del segundo inciso del actual artículo 1.1 de la Directiva 2007/36/CE.

## 2. ESTRUCTURA, CONTENIDOS Y PRINCIPALES INNOVACIONES INTRODUCIDAS MEDIANTE ESTA DIRECTIVA

La Directiva 2017/828/UE presenta una estructura muy simple de solo cuatro artículos, pero sus contenidos revisten una notable complejidad. Estos cuatro preceptos versan sobre las modificaciones introducidas en la Directiva 2007/36/CE (art. 1), los plazos y condiciones de su transposición (art. 2), el momento de su entrada en vigor (art. 3), y sus destinatarios, que son los Estados miembros de la UE (art. 4). Las modificaciones introducidas en la Directiva 2007/36/CE han sido muy variadas y numerosas, pero las principales versan sobre las materias que van a ser expuestas a continuación.

### – *La delimitación del ámbito de aplicación objetivo y subjetivo de la Directiva 2007/36/CE:*

El ámbito objetivo se basa en el concepto de mercado regulado [art. 2 a) de la Directiva 2007/36/CE, modificado a través del artículo 1.2 a) de la Directiva 2017/828/UE] del artículo 4.1.21.º *MiFID 2* (vid. la reseña en esta misma revista sobre *MiFID 2*), al cual se hace remisión expresa en los citados preceptos.

En el plano subjetivo, se ha precisado [art. 2 d) de la Directiva 2007/36/CE, modificado a través del artículo 1.2 b) de la Directiva 2017/828/UE] que intermediario financiero es cualquier persona que preste servicios de custodia o gestión de acciones o mantenimiento de cuentas de valores en nombre de accionistas o de otras personas, por ejemplo, empresas de inversión, entidades de crédito o depositarios de valores (lo que ya se cumple en el artículo 497 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital [TrLSC], aprobado por RDleg. 1/2010, de 2 de julio [BOE 161, de 3 julio de 2010], y que fue añadido a través de la Ley 31/2014, de 3 de diciembre [BOE 293, de 4 de diciembre de 2014], por la que se modifica este Texto para la mejora del gobierno

corporativo, y desarrollado por el artículo 23 del RD 878/2015, de 2 de octubre [BOE 237, de 3 de octubre de 2015], sobre compensación, liquidación y registro de valores negociables representados mediante anotaciones en cuenta, y el régimen jurídico de los depositarios centrales de valores y otros extremos, pues en tales preceptos se reconoce a la sociedad el derecho a obtener de tales registros la identidad de los accionistas). En otras palabras, las entidades parte de una cadena de intermediación tendrán esta consideración formal sean cuales fueren su papel, los derechos que ostentan sobre los valores objeto de intermediación e incluso su ubicación en Estados terceros a la UE, si estos valores han sido emitidos, negociados y cotizados en alguno de sus Estados miembros (ap. 12 del Preámbulo de la Directiva 2017/828/UE, y se desprende sin paliativos del nuevo artículo 3 *sexies* de la Directiva 2007/36/CE, introducido a través del artículo 1.3 de la reiterada Directiva 2017/828/UE). Se delimitan también [art. 2 e), f), g), h) e i) de la Directiva 2007/36/CE] las figuras del inversor institucional (empresas de seguros de vida y fondos de pensiones de empleo), gestor de activos (empresas de inversión que proporcionen servicios de gestión de cartera a inversores, gestores de fondos de inversión alternativos, sociedades de gestión e incluso sociedades de inversión, siempre que no hayan designado una sociedad de gestión), asesor de votos (persona jurídica que analice, con carácter profesional y comercial, la información sobre las empresas para que los inversores cuenten con información para adoptar decisiones de voto, facilitándoles estudios, asesoramiento o recomendaciones de voto), parte vinculada (en el sentido de las normas internacionales de contabilidad) y administrador (todo miembro de los órganos de administración, dirección o supervisión de una sociedad; los consejeros delegados o consejeros delegados adjuntos cuando no sean miembros de dichos órganos, y las personas con funciones similares, si así lo determina un Estado miembro de la UE).

– *Los mecanismos de identificación de los accionistas frente a la sociedad:*

La información sobre la identidad de los accionistas se define en el artículo 2 j) de la Directiva 2007/36/CE, modificado a través del artículo 1.2 b) de la Directiva 2017/828/UE, como cualquier información que permita determinar la identidad de un accionista y que incluya, como mínimo, su nombre; datos de contacto (dirección postal y correo electrónico); número de registro o identificador único, si se trata de una persona jurídica; el número de acciones de las que es titular, e incluso las categorías o clases de estas acciones y la fecha desde la que se ostenta tal titularidad, en la medida en que la propia sociedad lo solicite. Pues bien, en el nuevo artículo 3 *bis* de la Directiva 2007/36/CE, sobre la identificación de los accionistas, se establece el derecho de las sociedades a identificar a sus accionistas (art. 3 *bis*. 1) y los mecanismos de su ejercicio efectivo, basado en el deber de todos los diversos intermediarios posibles de comunicar a la sociedad la información sobre la identidad de los accionistas (arts. 3 *bis*.2 y 3), lo que, a su vez, fomenta que los accionistas ejerciten sus derechos y se impliquen en la sociedad (art. 3 *bis*.4 en su primer inciso). Las sociedades y los intermediarios no

habrán de conservar los datos personales de los accionistas durante más de 12 meses desde que hayan tenido conocimiento de que el interesado ha dejado de ser accionista, para que la sociedad pueda verificar las sucesivas transmisiones de sus acciones o la existencia de accionistas anteriores con derecho a percibir dividendos (ap. 3 del Preámbulo de esta Directiva y artículo 3 *bis*.4 en su segundo inciso). Asimismo habrá derecho de rectificación de la información incompleta o inexacta sobre la identidad de los accionistas (art. 3 *bis*.5).

– *Los canales de transmisión de la información de la sociedad a los accionistas:*

Para que información sobre la sociedad llegue a sus accionistas a través de la cadena de intermediarios (ap. 8 del Preámbulo de la Directiva 2017/828/UE) se ha introducido mediante el artículo 1.3 de esta Directiva un nuevo artículo 3 *ter* en la Directiva 2007/36/CE. Así, se obliga a tales intermediarios a transmitir la información entre la sociedad y sus accionistas [art. 3 *ter*.1 a) y b)] que permita a estos ejercer los derechos derivados de sus acciones, indicando si esa información está en la *web* de la sociedad y en qué enlace, tal y como, por ejemplo, ya se requiere en el actual artículo 518 TrLSC para la información general previa a las juntas generales de las sociedades cotizadas. A tales efectos, las sociedades deberán entregar a los intermediarios esta información (art. 3 *ter*.2) o transmitirla directamente a sus accionistas (art. 3 *ter*.3). La información también habrá de circular desde los accionistas a la sociedad, y de ahí que los intermediarios tengan el deber adicional de hacer llegar a la sociedad la información recibida de los accionistas relacionada con el ejercicio derivado de los derechos de sus acciones (art. 3 *ter*.4). Ambas exigencias vinculan por igual a todos los intermediarios de la cadena, y podrán cumplirlas, bien transmitiéndose entre sí la información, o bien facilitándose directamente a la sociedad o a los accionistas (art. 3 *ter*.5).

– *El fomento y la accesibilidad del ejercicio de los derechos de los accionistas:*

Los intermediarios entre la sociedad y los accionistas deben contribuir a que estos puedan ejercitar sus derechos (ap. 9 del Preámbulo de la Directiva 2017/828/UE). De ahí que se obligue a dichos intermediarios a facilitar dicho ejercicio en el nuevo artículo 6 *quater* de la Directiva 2007/36/CE, introducido a través del artículo 1.3 de la referida Directiva 2017/828/UE, en particular el derecho a participar y a votar en las juntas generales de la sociedad. A tales efectos, el intermediario deberá adoptar las disposiciones necesarias para que el accionista pueda ejercer por sí mismo estos derechos [art. 6 *quater*.1 a)], o bien será el propio intermediario quien los ejercite según la autorización y bajo las instrucciones y en beneficio del accionista [art. 6 *quater*.1 b)]. Los accionistas tienen que poder corroborar que sus votos han sido correctamente recibidos y computados, sobre todo en las votaciones por medios electrónicos (ap. 10 del Preámbulo de la Directiva 2017/828/UE), mediante el deber adicional de confirmar la recepción del voto emitido por estos medios a la persona que la emitió (art. 6 *quater*.2 en su primer inciso), y también podrán confirmar que sus votos han sido registrados

y contabilizados por la sociedad, para lo cual los Estados miembros podrán someter a un plazo la solicitud de tal confirmación, plazo que no podrá exceder de 3 meses desde la fecha de la votación (art. 6 *quater*.2 en su segundo inciso). Una vez más estas cargas recaen por igual sobre los diversos intermediarios que participen en la cadena entre los accionistas y la sociedad, por lo que deberán transmitirse entre sí la repetida confirmación, o bien hacérsela llegar directamente al accionista (art. 6 *quater*.2 en su tercer inciso).

– *El fomento y la necesidad de la transparencia y de una política de implicación de los accionistas:*

Asimismo, los intermediarios deben fomentar que los accionistas se impliquen de manera efectiva y sostenible en el gobierno corporativo de las sociedades cotizadas (aps. 14 y 15 del Preámbulo de la Directiva 2017/828/UE), como se ha plasmado en los nuevos arts. 3 *octies*, 3 *nonies*, 3 *decies*, 3 *undecies* y 3 *duodecies* de la Directiva 2007/36/CE, introducidos a través del artículo 1.3 de la referida Directiva 2017/828/UE. Así, los inversores institucionales y gestores de activos desarrollarán y harán pública una política de implicación que describa cómo se integra la implicación de sus accionistas en su política de inversión, y divulgarán anualmente la aplicación de tal política, siempre de forma gratuita a través de su *web*. Con todo, cabe publicar una explicación clara y razonada de los motivos por los que se incumplan estas exigencias, en la figura del *complain or explain* (art. 3 *octies*). Se observan planteamientos similares en cuanto a la estrategia de inversión de los inversores institucionales y los acuerdos con los gestores de activos (art. 3 *nonies*), a la transparencia sobre tales acuerdos, su aplicación, y al modo en que la referida estrategia de inversión se ajusta a dicho acuerdo (art. 3 *decies*), y también respecto de la transparencia del código de conducta que sigan los asesores de voto y a la aplicación de dicho código (art. 3 *undecies*). La Comisión de la UE deberá presentar al PE un informe sobre la aplicación de estas disposiciones (acompañado, en su caso, de propuestas legislativas) antes del 10 de junio de 2022 (art. 3 *duodecies*).

Una parte relevante de esta política de implicación de los accionistas en el gobierno corporativo es su imperativo derecho de voto en la junta general de la sociedad sobre la política de remuneración de los administradores (art. 9 *bis* de la Directiva 2007/36/CE, introducido mediante el artículo 1.4 de la Directiva 2017/828/UE), en una votación cuyo resultado será vinculante (art. 9 *bis*.2). También reviste carácter cogente la información a facilitar a los accionistas antes de dicha votación a través del informe sobre remuneraciones de los administradores (art. 9 *ter* de la Directiva 2007/36/CE), informe que podrá ser objeto de voto entre los accionistas (art. 9 *ter*.4). Asimismo, se exige transparencia en las operaciones con partes vinculadas (art. 9 *quater* de la Directiva 2007/36/CE), operaciones que habrán de ser definidas en las legislaciones nacionales de los Estados miembros de la UE, según la importancia de la operación en las decisiones económicas de los accionistas y el riesgo que entrañe para la sociedad

y para los accionistas que no sean partes vinculadas, incluidos los accionistas minoritarios [art. 9 *quater*. 1 a) y b)]. Estas operaciones deberán ser anunciadas públicamente a más tardar en el mismo momento de su celebración (art. 9 *quater*.2), podrán ser objeto de un informe (art. 9 *quater*.3) y habrán de contar con la aprobación de la junta general o del órgano de administración o supervisión de la sociedad (art. 9 *quater*.4).

Finalmente, se obliga a los intermediarios a que hagan públicas por separado sus tarifas por los servicios objeto de esta Directiva para que sean proporcionadas y no discriminatorias, e incluso los Estados miembros de la UE podrán prohibir el cobro de honorarios por los servicios relacionados con la identificación y el ejercicio de los derechos de los accionistas y la transmisión de información (art. 3 *quinquies* de la Directiva 2007/36/CE, introducido mediante el artículo 1.3 de la Directiva 2017/828/UE). Las autoridades nacionales competentes en la materia deberán informar a la Comisión de la UE de las dificultades prácticas considerables en la aplicación de estos mandatos, o incluso de su incumplimiento (art. 3 *septies* de la Directiva 2007/36/CE, introducido mediante el artículo 1.3 de la Directiva 2017/828/UE). Por lo demás, son muy reiteradas en la nueva redacción de esta Directiva las facultades conferidas a la Comisión de la UE para su necesario desarrollo a través de la figura de los actos de ejecución antes del 10 de septiembre de 2018 y de acuerdo con el procedimiento de examen que aparece en el artículo 14 *bis*.2 de la Directiva 2007/36/CE (arts. 3 *bis*.8, 3 *ter*.6 y 6 *quater*.3, entre otros).

### 3. REFLEXIONES FINALES

La Directiva 2017/828/UE aporta mayores avances en la ya elevada protección de los accionistas de la ahora reformada Directiva 2007/36/CE. No obstante, está por ver si se alcanza una aplicación efectiva de estas nuevas disposiciones, y quedan aún cuestiones pendientes, como el concepto de accionista, que sigue quedando al socaire de las legislaciones internas de los Estados miembros, y la protección de los inversores que no revistan la condición formal de accionistas (como los partícipes de los fondos de inversión), entre otras. En cuanto a la incorporación de esta Directiva, se parte de una base muy consolidada por la previa transposición de la versión inicial de la referida Directiva 2007/36/CE en el TrLSC y en sus normas de desarrollo, pero uno y otras deberán ser objeto una vez más de ulteriores modificaciones para llevar a cabo esta incorporación de la Directiva en análisis.

Luis Alberto MARCO ALCALÁ  
*Profesor Titular de Derecho Mercantil*  
Universidad de Zaragoza  
[lmarco@unizar.es](mailto:lmarco@unizar.es)