

FRANCISCO JOSÉ LEÓN SANZ
SONIA RODRÍGUEZ SÁNCHEZ
(Dirs.)

GLORIA PUY FERNÁNDEZ
(Coord.)

CUESTIONES ACTUALES DE DERECHO MERCANTIL

**La reforma europea del Derecho
de sociedades y del Derecho concursal**

Marcial Pons

MADRID | BARCELONA | BUENOS AIRES | SÃO PAULO

2018

ÍNDICE

	<u>Pág.</u>
PRESENTACIÓN	13
DERECHO DE SOCIEDADES	
LA IMPLICACIÓN DE LOS INVERSORES INSTITUCIONALES Y DE LOS GESTORES DE ACTIVOS EN LAS SOCIEDADES COTIZADAS COMO OPCIÓN DE POLÍTICA JURÍDICA, por Antonio Roncero Sánchez.....	19
I. El contexto actual para la implicación de los inversores institucionales en el gobierno corporativo de las sociedades cotizadas.....	20
1. Crecimiento del porcentaje de participación de los inversores institucionales y movimiento de activismo accionarial	20
2. Principales efectos del aumento de la participación y del activismo de una parte de los inversores institucionales	28
II. El fomento de la implicación de los inversores institucionales y gestores de activos en la Directiva UE 2017/828, de 17 de mayo	34
1. Concepto de inversor institucional y ámbito de aplicación subjetivo de la Directiva	34
2. Nuevos deberes de actuación de inversores institucionales y gestores de activos. En particular, el deber de elaborar y difundir una política de implicación en relación con las sociedades en las que inviertan	37
2.1. Las medidas introducidas por la Directiva	37
2.2. Implicación de los inversores institucionales: la dificultad de conseguir desalentar el activismo de los inversores interesados y promover el activismo de los inversores no interesados.....	40
III. Bibliografía	49

	Pág.
GROUPS OF COMPANIES GERMAN APPROACH VERSUS EUROPEAN SRD II [DIRECTIVE (EU) 2017/828], por Prof. Dr. Gerald Spindler.....	53
I. Introduction.....	53
II. German Approach	54
1. Fundamental problems and historical development	54
2. The de facto controlled group	56
3. Contractual based group of companies	59
4. Group of companies - the limited liability company as subsidiary...	62
III. The European Approach.....	63
1. Various proposals.....	63
2. Third party related transactions	64
2.1. Principal problem	64
2.2. Ad-hoc Publicity and independent report	66
2.3. Mandatory voting on third party related transactions	66
IV. Conclusion	71
 EL RÉGIMEN ESPAÑOL DE LAS OPERACIONES CON PARTES VINCULADAS (PROBLEMAS DE APLICACIÓN A LOS GRUPOS DE SOCIEDADES Y ADAPTACIÓN A LA DIRECTIVA 2017/828), por Nuria Latorre Chiner....	 73
I. Introducción	73
II. La regulación española [art. 529 <i>ter</i> 1. <i>h</i>) LSC]	76
1. Consideraciones previas	76
2. Los problemas de aplicación del art. 529 <i>ter</i> 1. <i>h</i>) a las operaciones intragrupo	77
3. Las operaciones vinculadas en las cotizadas y el problemático art. 529 <i>ter</i> 1. <i>h</i>) de la Ley de Sociedades de Capital.....	79
3.1. Concepto de parte vinculada.....	79
3.2. Las operaciones celebradas con el consejero.....	82
3.3. Las operaciones celebradas con el socio significativo: el controvertido deber de abstención del consejero dominical	84
III. Los retos del legislador español en la aplicación de la Directiva 2017/828	88
IV. Bibliografía	90
 POSIBLE ENERVACIÓN DEL DERECHO DE SEPARACIÓN EN CASO DE FALTA DE DISTRIBUCIÓN DE DIVIDENDOS CUANDO SU EJERCICIO COMPROMETA LA SOLVENCIA DE LA SOCIEDAD, por Josefa Brenes Cortés	 93
I. Separación por falta de distribución de dividendos y compromiso de solvencia de la compañía	93
II. La problemática del art. 348 <i>bis</i> de la LSC en las denominadas cláusulas <i>covenants</i>	108
III. Conclusiones.....	111

	Pág.
CONSIDERACIONES SOBRE LA NOVEDOSA PROTECCIÓN DE LA MINORÍA ANTE LA AUSENCIA DE REPARTO DE BENEFICIOS, por Enrique Barrero Rodríguez y Rodrigo Viguera Revuelta.....	113
I. Introducción. La concreta norma legal y la azarosa evolución de su vigencia	114
II. Fundamento del derecho de separación por falta de reparto de dividendos	117
III. Condiciones para el ejercicio del derecho de separación por falta de distribución de dividendos.....	119
IV. Supuestos de inaplicación del derecho de separación por falta de distribución de dividendos	122
V. Consideración crítica y conclusión	124
VI. Bibliografía	126

DERECHO CONCURSAL

IL RUOLO DEI SOCI NELLA RISTRUTTURAZIONE FINANZIARIA DELL'IMPRESA ALLA LUCE DI UNA RECENTE PROPOSTA DI DIRETTIVA EUROPEA, por Giuseppe FERRI Jr.....	131
LUCES Y SOMBRAS EN EL CONTENIDO DE LA PROPUESTA DE DIRECTIVA DE SEGUNDA OPORTUNIDAD, por Patricia Benavides Velasco.....	145
I. Introducción	146
II. Evolución: de meras comunicaciones y recomendaciones a propuestas normativas	148
III. La Propuesta de Directiva sobre marcos de reestructuración preventiva, segunda oportunidad y medidas para aumentar la eficacia de los procedimientos de condonación, insolvencia y reestructuración	156
1. Fundamentos de la Propuesta de Directiva en materia de segunda oportunidad.....	156
2. Contenido de la Propuesta	161
IV. Bibliografía	167
CONVERSIONES DE CRÉDITOS EN INSTRUMENTOS FINANCIEROS (CAPITAL Y PRÉSTAMOS PARTICIPATIVOS) COMO PROPOSICIONES ALTERNATIVAS O ADICIONALES, por Margarita Viñuelas Sanz	171
I. Introducción. Evolución legal de las proposiciones de conversión de créditos en instrumentos financieros: su impulso en la normativa.....	172
II. Proposiciones alternativas o adicionales de conversión de créditos en ciertos instrumentos financieros (capital y préstamos participativos) y la aceptación del convenio por el régimen legal de mayorías	177
III. Bibliografía	184
EL ACUERDO EXTRAJUDICIAL DE PAGOS A LA LUZ DE LA PROPUESTA DE DIRECTIVA SOBRE MARCOS DE REESTRUCTURACIÓN PREVENTIVA, por Marta ZABALETA DÍAZ	187
I. Consideraciones generales.....	187
II. Elementos de los marcos de reestructuración preventiva	189

	Pág.
III. Ámbito de aplicación.....	190
IV. Las facultades del deudor y la suspensión de las ejecuciones	192
V. El plan o acuerdo de reestructuración.....	194
1. Contenido.....	194
2. La agrupación de los acreedores en clases y mayorías para la aceptación del plan.....	195
3. La extensión de los efectos del acuerdo a las clases de acreedores disidentes.....	197
VI. Protección de la financiación o <i>fresh money</i>	198
VII. La condonación de las deudas.....	199
VIII. Otras cuestiones relacionadas con la reestructuración temprana	201
1. Los deberes de los administradores.....	201
2. Los sistemas de alerta temprana.....	203
IX. Consideraciones finales.....	204
 MECANISMOS DE SEGUNDA OPORTUNIDAD, por José Manuel Serrano Cañas.....	207
I. Introducción	207
II. Sistemas de Derecho comparado de exoneración de pasivo insatisfecho: <i>fresh start vs. earned fresh start</i>	209
III. La reforma de la Ley Concursal de 2013: la Ley de Emprendedores y el primer mecanismo de exoneración de pasivo insatisfecho	211
IV. Las reformas de 2015: el art. 178 <i>bis</i> LC: los mecanismos de segunda oportunidad recogidos en el art. 178 <i>bis</i> LC.....	212
V. Conclusiones.....	219
VI. Bibliografía.....	219
 LA SEGUNDA OPORTUNIDAD PARA EL EMPRESARIO INDIVIDUAL TRANSFRONTERIZO: ESPECIAL REFERENCIA AL AUTÓNOMO ECONÓMICAMENTE DEPENDIENTE, por Lourdes Moreno Liso	223
I. Introducción	223
II. La competencia judicial y la Ley aplicable	227
1. Jurisdicción competente.....	227
2. Ley aplicable	229
III. La segunda oportunidad para el TRADE transfronterizo.....	232
IV. Bibliografía.....	239
 ¿SE APLICA LA RESERVA ESTATUTARIA A LA RETRIBUCIÓN DE LOS CONSEJEROS CON FUNCIONES EJECUTIVAS?, por Zofia Bednarz.....	241
I. Introducción	241
II. La reserva estatutaria y el tratamiento unitario de la retribución de los administradores.....	243
1. El régimen vigente antes de la entrada en vigor de la Ley 31/2014... ..	243
2. La reforma efectuada por la Ley 31/2014.....	247
3. ¿Posibilidad de tratamiento unitario bajo la nueva redacción de la LSC?.....	248
III. Un nuevo régimen retributivo: un régimen doble	249

	Pág.
IV. Observaciones finales y conclusiones.....	251
V. Bibliografía.....	252

DERECHO MARÍTIMO

LA LEY DE NAVEGACIÓN MARÍTIMA A TRES AÑOS DE SU ENTRADA EN VIGOR: CLAVES DE LA REFORMA, ESTUDIOS DOCTRINALES Y APLICACIÓN POR LOS TRIBUNALES, por Pedro Jesús Baena Baena.....	257
I. Introducción. Antecedentes y claves de la reforma.....	257
II. Estudios doctrinales.....	261
III. Jurisprudencia publicada.....	266
IV. Breve referencia especial a algunas de las resoluciones judiciales más relevantes	272
1. Tribunal Supremo.....	272
1.1. Limitación de responsabilidad del naviero y embarcaciones de recreo.....	272
1.2. No necesidad de protesta en veinticuatro horas para ejercer acción de responsabilidad por daños a la mercancía.....	273
2. Audiencias Provinciales.....	274
2.1. Responsabilidad del comisionista, el consignatario y el transitario.....	274
2.2. Ejecución de la hipoteca naval	275
2.3. Retraso en la entrega de la mercancía en destino	275
2.4. Venta forzosa de buques.....	275
2.5. Abordaje	275
2.6. Seguro marítimo: cláusula «de almacén a almacén»	276
2.7. Cláusulas sumisión jurisdiccional (art. 468 LNM).....	276
2.8. Embargo preventivo de buques	277
3. Juzgados de lo Mercantil.....	277
3.1. Privilegios marítimos	277
3.2. Acción directa del perjudicado frente al Club de P & I.....	278
3.3. Embargo preventivo de buques	279
V. Conclusiones.....	279
APROXIMACIÓN AL ESTUDIO DE LA NUEVA DISCIPLINA DEL RETRASO CONSAGRADA EN LA LEY DE NAVEGACIÓN MARÍTIMA, por M. ^a Paz Martín	281
I. Consideraciones generales.....	281
II. La configuración del retraso como supuesto de incumplimiento contractual en la disciplina uniforme	283
III. La responsabilidad del porteador por retraso en la Ley de Navegación Marítima	286
1. Consideraciones previas	286
2. Supuestos de incumplimiento contractual. Especial referencia al retraso.....	288
2.1. Delimitación conceptual del retraso.....	289

	Pág.
2.2. Los daños indirectos derivados del incumplimiento del plazo de entrega.....	290
3. Fundamento de la responsabilidad del porteador.....	292
4. Limitación de la responsabilidad del porteador.....	294
5. Ejercicio de la acción de reclamación y plazo de prescripción.....	296
IV. Juicio crítico.....	298
V. Bibliografía.....	299
LA LIQUIDACIÓN POR ABANDONO EN EL SEGURO DE BUQUES, por Gloria Puy Fernández.....	301
I. Nociones previas.....	301
II. Objeto del seguro de buques.....	302
III. Los supuestos de abandono contemplados en la Ley de Navegación Marítima.....	304
IV. Legitimación para efectuar el abandono.....	306
V. El siniestro.....	309
VI. Determinación de la cuantía e indemnización del daño asegurado.....	311
VII. Transmisión de la propiedad del buque.....	313
NOVEDADES EN LA FORMACIÓN DEL PERSONAL FINANCIERO: GUÍA TÉCNICA DE LA COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES 4/2017 PARA EVALUACIÓN DE LOS CONOCIMIENTOS Y COMPETENCIAS DEL PERSONAL QUE INFORMA Y ASESORA, por María Jesús Blanco Sánchez.....	317
I. Introducción.....	317
II. Normativa aplicable y disposiciones que han dado lugar a la Guía Técnica 4/2017.....	318
III. Efecto pretendido. Ámbito de aplicación subjetivo y objetivo.....	320
1. Efecto pretendido.....	320
2. Ámbito subjetivo.....	320
3. Ámbito objetivo.....	323
IV. CONTENIDO DE LA GUÍA.....	324
1. Disposiciones generales.....	324
2. Órgano de administración o comisión que lo sustituye.....	325
3. Criterios y competencias del personal que informa.....	326
4. Criterios y competencias del personal que asesora.....	326
V. Competencia para formar. Títulos o certificados admitidos por la CNMV. Acreditación y registro.....	327
1. Competencia para formar.....	327
2. Títulos o certificados de la CNMV.....	328
3. Registro y acreditación.....	328
VI. Conclusiones.....	328
VII. Bibliografía.....	329

PRESENTACIÓN

Durante los últimos años se ha producido un movimiento de reforma en materias relevantes del Derecho mercantil tanto en España como en la Unión Europea. La crisis sistémica que se desencadenó en 2007 y que se ha prolongado durante varios años explica en buena medida estas modificaciones legislativas. En un primer momento, las reformas trataron de resolver las cuestiones más inmediatas que se plantearon y, con el paso del tiempo, se han ido adoptado medidas dirigidas a atender a algunas de las carencias que se pusieron de manifiesto durante la crisis.

Los sectores normativos en los que las reformas han tenido una mayor incidencia son el Derecho de sociedades y el Derecho concursal. Las modificaciones que se han introducido proceden de movimientos internacionales y europeos y, también, abordan cuestiones específicas de Derecho español, pero las reformas de mayor trascendencia son las que incorporan las iniciativas de instancias internacionales y europeas. A este respecto, conviene señalar la relevancia que presenta en la legislación mercantil actual la perspectiva de los mercados financieros internacionales.

Las modificaciones que se han promovido no cambian la perspectiva ni el modelo de regulación existente, se trata más bien de medidas que se dirigen a dar estabilidad y confianza a los mercados financieros internacionales en aspectos concretos que se han considerado relevantes, como lograr una mayor transparencia e implicación de los inversores institucionales en el gobierno corporativo de las sociedades cotizadas, promover sistemas de remuneración de administradores y directivos que incentiven la sostenibilidad a largo plazo o asegurar el interés social en las operaciones con partes vinculadas.

En materia concursal, se han introducido mecanismos para dar consistencia a las refinanciaciones y facilitar la continuidad de las empresas o de las unidades económicas viables mediante la reestructuración con el objetivo de aprovechar los valores inmateriales ligados a la actividad empresarial. La introducción de estos instrumentos plantea una tensión entre la posición de los socios y los administradores sociales y los intereses de los acreedores. En relación con las crisis de las personas físicas y las pequeñas empresas se ha incorporado a la normativa concursal lo que se conoce como procedimientos de segunda oportunidad, procedimientos que tratan de favorecer la recupera-

ción económica de las personas y de los pequeños empresarios insolventes y eludir las consecuencias negativas de una rígida consideración del principio de responsabilidad patrimonial universal.

La dimensión internacional y europea de las modificaciones legislativas que se han introducido y que se están adoptando justifican el carácter internacional de la obra y la participación de profesores alemanes e italianos. El contraste de la experiencia comparada resulta de una especial utilidad para comprender las virtualidades y las cuestiones que plantean las reformas que se han introducido. Al mismo tiempo, la experiencia jurisprudencial ofrece elementos imprescindibles para comprender los problemas y las deficiencias apreciadas en la regulación existente antes de la crisis, en particular, en materia concursal y bancaria.

Junto a estos temas que provienen de iniciativas internacionales y europeas, también se suscitan otros con una significación más específica del Derecho español. Tal es el caso, en particular, de la separación de socios en los supuestos de falta de reparto de beneficios en las sociedades de capital. Se trata de una medida que, prácticamente, no se ha aplicado por haber estado suspendida y que ha vuelto a estar en vigor una vez superada la crisis. La regulación de esta materia plantea numerosas cuestiones que requieren de un estudio apropiado que las delimite y que permita desarrollar criterios de interpretación para alcanzar una mayor seguridad en su aplicación.

Por otro lado, el estudio del Derecho marítimo por parte de los mercantilistas cuenta con una amplia tradición en España. El Congreso Internacional que se encuentra en el origen de este libro se celebró en el Puerto de Huelva el 6 de octubre de 2017. La Ley de la Navegación marítima de 2014 derogó el centenario régimen incluido en el Código de Comercio. De ahí el interés por el conocimiento de esta normativa y de su aplicación en sus primeros años de vigencia.

Este libro ha sido promovido por la Asociación Sainz de Andino de Profesores de Derecho Mercantil. Esta Asociación, integrada por profesores de universidades andaluzas y de toda España, es un lugar de encuentro y fomento de la tarea docente e investigadora de los profesores de Derecho mercantil. La crisis sistémica que hemos vivido también ha afectado de forma considerable a la Universidad. Se podría decir que, durante estos años de crisis, la dedicación y el compromiso de los profesores, en especial en el campo de la investigación, responde, fundamentalmente, a la vocación universitaria. Las aportaciones científicas siempre contribuyen al desarrollo social. En el campo del Derecho, las contribuciones al pensamiento jurídico resultan imprescindibles para facilitar la interpretación, la aplicación y la reforma del Derecho vigente, esto es, constituyen una pieza esencial en la realización de la idea de Estado de Derecho. Las reuniones y los congresos de la Asociación Sainz de Andino de Profesores de Derecho Mercantil resultan por todo ello de un especial interés en estos momentos, pues promueven y sirven de apoyo a la labor de investigación y favorecen el contraste y la difusión de las conclusiones alcanzadas.

Tanto el Congreso Internacional como el presente libro han sido impulsados por el Proyecto de Investigación «Gobierno corporativo y reestructuración empresarial» (DER2017-84775-C2-2-P), de la Universidad de Huelva, en coordinación con el Proyecto Coordinado de Investigación «Crisis empre-

sariales: prevención, tratamiento y solución desde el Derecho Concursal y el Derecho de sociedades» (DER2014-55427-C2). Buena parte de los autores y de los participantes forman parte de este Proyecto de Investigación. De esta forma, a través de esta obra y del Congreso, se pretende dar difusión a las investigaciones efectuadas en el marco de este Proyecto.

Me gustaría agradecer, finalmente, a los profesores de la Universidad de Huelva que han contribuido y han hecho posible con su generosa dedicación la realización del Congreso Internacional y la publicación de este libro, en especial, a la profesora Doctora Gloria Puy y al profesor José Luis Martos. La falta de medios humanos, económicos y de toda clase de la Universidad determina que este tipo de actividades únicamente se puedan realizar gracias al esfuerzo de profesores que las hacen realidad con una implicación personal que trasciende completamente las obligaciones que les corresponden.

DERECHO DE SOCIEDADES

LA IMPLICACIÓN DE LOS INVERSORES INSTITUCIONALES Y DE LOS GESTORES DE ACTIVOS EN LAS SOCIEDADES COTIZADAS COMO OPCIÓN DE POLÍTICA JURÍDICA*

Antonio RONCERO SÁNCHEZ

Catedrático de Derecho Mercantil
Universidad de Castilla-La Mancha

SUMARIO: I. EL CONTEXTO ACTUAL PARA LA IMPLICACIÓN DE LOS INVERSORES INSTITUCIONALES EN EL GOBIERNO CORPORATIVO DE LAS SOCIEDADES COTIZADAS: 1. Crecimiento del porcentaje de participación de los inversores institucionales y movimiento de activismo accionarial. 2. Principales efectos del aumento de la participación y del activismo de una parte de los inversores institucionales.— II. EL FOMENTO DE LA IMPLICACIÓN DE LOS INVERSORES INSTITUCIONALES Y GESTORES DE ACTIVOS EN LA DIRECTIVA UE 2017/828, DE 17 DE MAYO: 1. Concepto de inversor institucional y ámbito de aplicación subjetivo de la Directiva. 2. Nuevos deberes de actuación de inversores institucionales y gestores de activos. En particular, el deber de elaborar y difundir una política de implicación en relación con las sociedades en las que inviertan: 2.1. Las medidas introducidas por la Directiva. 2.2. Implicación de los inversores institucionales: la dificultad de conseguir desalentar el activismo de los inversores interesados y promover el activismo de los inversores no interesados.—III. BIBLIOGRAFÍA.

RESUMEN. El estudio de la conveniencia de la adopción de medidas de fomento de la participación e implicación a largo plazo de los inversores institucionales en las sociedades en las que invierten, como las previstas en la Directiva comunitaria de 17 de mayo de 2017, debe partir de un análisis del contexto actual en relación con los porcentajes de participación de los inversores institucionales en el capital de las sociedades cotizadas y el comportamiento que estos asumen en su condición de accionistas de dichas entidades. A este respecto, en la actualidad puede observarse, de un lado, un aumento vertiginoso de los porcentajes de participación de inversores institucionales y, de otro lado, un creciente movimiento de activismo accionarial que, sin embargo, viene impulsado sobre todo por inversores institucionales interesados en obtener el máximo beneficio de su inversión en el menor corto plazo posible; es decir, un activismo que se sitúa en la dirección opuesta al que pretende fomentar la Directiva comunitaria. Desde un plano de política jurídica la implicación de inversores plantea un doble reto: desincentivar el activismo de los inversores institucionales interesados en tanto estos persigan únicamente estrategias a corto plazo; y

* Este trabajo se inserta en el Proyecto de Investigación nacional, financiado por el Ministerio de Economía y Competitividad, dentro del Programa Estatal de Investigación, Desarrollo e Innovación (subprograma Retos de la Sociedad) con el título «La reforma del Derecho de sociedades desde la perspectiva de la protección del inversor y de los mercados» (dir. ALCALÁ DÍAZ, M. A.), ref. DER2014/56741-R (2015-2017) y forma parte también del libro-homenaje a la profesora Carmen Alonso Ledesma.

promover el activismo de los inversores institucionales no interesados en tanto encuentran importantes problemas para su activación y no cuentan con incentivos adecuados para ello. Un reto difícil de afrontar dado que exigiría la adopción de medidas en principio contradictorias entre sí. La experiencia pone de manifiesto que queda muy poco espacio entre la pasividad y el activismo depredador de los inversores institucionales y, por ello, que los esfuerzos por conseguir que los inversores institucionales más comprometidos con la obtención de rendimientos a largo plazo se conviertan por propia iniciativa en instancia de control de la dirección de las sociedades cotizadas para aplicar el modelo de gobierno corporativo e impulsar la gestión de estas compañías en la dirección que consideremos social o políticamente más adecuada, es difícil que tengan éxito. Frente a ello, es más realista afrontar la adopción de otras medidas tanto desde el punto de vista del Derecho de sociedades, como del Derecho del mercado de valores.

Palabras clave: gobierno corporativo, inversores institucionales, activismo accionario, implicación a largo plazo de los accionistas, política de implicación.

ABSTRACT. The study of the advisability of adopting measures to promote the participation and long-term involvement of institutional investors in the companies in which they invest, such as those provided for in the Community Directive of 17 May 2017, must start from an analysis of the current context in relation to the percentages of participation of institutional investors in the capital of listed companies and the behavior they assume as shareholders of said entities. In this, we can observe, on the one hand, a vertiginous increase in the participation percentages of institutional investors and, on the other hand, a growing movement of shareholder activism, which, however, is driven above all by institutional investors interested in get the maximum benefit in the shortest possible time; that is, an activism that is in the opposite direction to the one that the Community Directive aims to promote. From a legal policy point of view, the involvement of investors poses a double challenge: to discourage the activism of interested institutional investors as long as they pursue only short-term strategies and promote the activism of institutional investors who are not interested because they find important problems for their activation and they don't have adequate incentives. A difficult challenge to face given that it would require the adoption of measures in principle contradictory to each other: Experience shows that there is very little space between passivity and predatory activism and, therefore, that efforts to ensure that institutional investors more committed to obtaining long-term returns are converted on their own initiative. In the instance of controlling the management of listed companies to apply the corporate governance model and promote the management of these companies in the direction that we consider socially or politically more appropriate, it is difficult for them to succeed. Faced with this, it is more realistic to face the adoption of other measures from the point of view of the company and stock market law.

Keywords: corporate governance, institutional investors, shareholders activism, long-term shareholder engagement, engagement policy.

I. EL CONTEXTO ACTUAL PARA LA IMPLICACIÓN DE LOS INVERSORES INSTITUCIONALES EN EL GOBIERNO CORPORATIVO DE LAS SOCIEDADES COTIZADAS

1. Crecimiento del porcentaje de participación de los inversores institucionales y movimiento de activismo accionario

Al aumento constante en el porcentaje de participación que ostentan los inversores institucionales en el capital de las sociedades cotizadas se ha unido, en los últimos años, un cambio muy significativo en el comportamiento que estos accionistas han asumido tradicionalmente en relación con el ejercicio de sus derechos de socio, cuyo análisis resulta imprescindible para situar en su contexto a una de las últimas novedades normativas comunitarias en materia de Derecho de sociedades, la Directiva UE 2017/828, de 17 de mayo, del Parlamento Europeo y del Consejo por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE, de 11 de julio, sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas y poder así valorar su alcance y efectos. La nueva Directiva se enmarca en el conjunto de medidas promovidas por la Unión Europea para la financiación a largo plazo de la economía europea y, en particular, para favorecer el entorno operativo de las sociedades cotizadas mediante la mejora de su gobierno corporativo, todo ello de conformidad

con el Plan de Acción sobre Derecho de sociedades europeo y gobierno corporativo¹. A este respecto, las medidas introducidas por la Directiva 2017/828 tienen una finalidad común que se concreta en fomentar una mayor implicación de los accionistas en las sociedades en las que invierten, partiendo de la constatación de que la crisis financiera ha puesto de manifiesto que esa implicación a menudo es insuficiente o inadecuada, centrándose en muchas ocasiones en promover y obtener una rentabilidad a corto plazo, lo que obstaculiza una gestión basada en la sostenibilidad y rendimiento a medio y largo plazo de las sociedades². Para ello se introducen medidas orientadas a promover la participación de los accionistas y, particularmente, de los inversores institucionales, para aumentar la transparencia tanto respecto de las políticas de inversión de dichos accionistas y sus relaciones con los gestores de voto como respecto de los asesores de voto y las relaciones entre la sociedad y sus accionistas/inversores.

El porcentaje de capital de las sociedades cotizadas que ostentan los inversores institucionales, que comenzó ya a ser muy significativo en el último tercio del siglo XX, ha experimentado un crecimiento vertiginoso en los pocos años que llevamos del nuevo siglo³. En su conjunto, el patrimonio de los inversores institucionales supera ya el 75 por 100 del producto interior bruto mundial⁴, del que aproximadamente un 45 por 100 viene constituido por la inversión en renta variable, lo que determina que estos inversores ostenten la titularidad de más del 50 por 100 del total de la capitalización bursátil mun-

¹ «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», presentado por la Comisión Europea con fecha 12 de diciembre de 2012, que tiene a su vez su antecedente en el «Libro Verde sobre normativa de gobierno corporativo de la Unión Europea» que la Comisión aprobó e hizo público el 5 de abril de 2011.

² El proceso de aprobación de la nueva Directiva, iniciado con la propuesta presentada por la Comisión en 2014, no ha sido sin embargo sencillo en tanto las medidas inicialmente propuestas generaron un amplio debate, no solo académico, sino particularmente político entre la propia Comisión, el Consejo y el Parlamento Europeo (*vid.* los principales hitos de esa controversia en HOPT, K. J., «Corporate Governance in Europe a Critical Review of the European Commission's Initiatives on Corporate Law and Corporate Governance», *European Corporate Governance Institut, Working Paper*, núm. 296/2015, agosto de 2015, pp. 12 y ss.).

³ Sobre la importancia cuantitativa de la inversión institucional en el capital de las sociedades cotizadas a finales del siglo XX puede verse nuestro anterior trabajo «Los inversores institucionales y el denominado gobierno corporativo», en ESTEBAN VELASCO, G. (coord.), *El Gobierno de las sociedades cotizadas*, Madrid-Barcelona, 1999, pp. 665-704, en particular, pp. 673 y ss., y también GARRIDO GARCÍA, J. M.³, *La distribución y el control del poder en las sociedades cotizadas y los inversores institucionales*, Bolonia, 2002, pp. 70 y ss., entre otros. Para una referencia sintética a las principales causas que han podido provocar el extraordinario auge de la inversión institucional, *vid.* ÁLVAREZ PERALTA, N. y MEDIALDEA GARCÍA, B., «La influencia de la financiarización sobre el gobierno corporativo de la empresa: el papel de los inversores institucionales», *Revista de Economía Mundial*, núm. 34, 2010, pp. 165-191, en particular, pp. 176 y 177.

⁴ En concreto, en 2016 el PIB mundial ascendió a 72,5 billones de euros y el patrimonio de los inversores institucionales alcanzó los 62,5 billones, es decir, más del 86 por 100 del total (*vid.* INVERCO, *Las instituciones de inversión colectiva y los fondos de pensiones. Informe 2016 y perspectivas 2017*, Madrid, 15 de febrero de 2017), lo que supone un 45 por 100 del patrimonio que acumulaban antes del inicio de la crisis en 2007 (datos ofrecidos por la Asociación Internacional de Fondos de Inversión recogidos por FERNÁNDEZ, D., «Las manos que mueven las Bolsas», *Diario El País* de 14 de febrero de 2014). En 2004 los activos de inversores institucionales alcanzaban los 43 billones de dólares (es decir, unos 36 billones de euros, *vid.* ÁLVAREZ PERALTA y MEDIALDEA GARCÍA, «La influencia de la financiarización...», *op. cit.*, p. 177), por lo que en poco más de una década ha aumentado casi un 60 por 100.

dial⁵, sin perjuicio de que la importancia cuantitativa de la participación de la inversión institucional en el capital social de las sociedades cotizadas no sea uniforme en todos países y presente una mayor incidencia en los países anglosajones que en la Europa continental⁶, así como que dependa también del propio concepto de inversor institucional del que se parta⁷. En España,

⁵ Hace ya tres años el presidente de INVERCO sintetizaba de manera muy gráfica el poder económico acumulado por los inversores institucionales señalando que «si las sociedades de inversión colectiva invirtieran solo en renta variable, podrían comprarse todas las compañías cotizadas del mundo» (*vid.* las declaraciones recogidas por FERNÁNDEZ, D., «Las manos que mueven...», *op. cit.*). Cabe apreciar también una clara tendencia a la concentración, así como una importante vinculación de la inversión colectiva o institucional con las entidades de crédito; así, el 52,8 por 100 del total del patrimonio de los fondos está en poder de firmas anglosajonas, principalmente de Estados Unidos, algunas de las cuales tienen un poder económico cuantitativamente superior a la mayoría de los Estados del mundo (el fondo estadounidense Blackrock maneja un patrimonio superior a los cinco billones de euros, lo que le situaría en la tercera posición del ranking de países por volumen de su producto interior bruto solo por detrás de Estados Unidos —cuyo PIB es de 18,5 billones de euros— y China —con un PIB de 11,3 billones de euros—); en su conjunto, solo 20 grupos de inversores acaparan más del 40 por 100 del total del patrimonio de los inversores institucionales y casi la mitad de ellos (en concreto, nueve) pertenecen a entidades de crédito.

⁶ Entre los países anglosajones y la Europa continental puede apreciarse, a su vez, una significativa diferencia en el volumen total de capitalización bursátil (en Estados Unidos y en el Reino Unido, la capitalización bursátil es superior al producto interior bruto del país, mientras que en la Europa continental se sitúa en torno al 50 por 100 del PIB —en España se situó en 2011 en el 69,15 por 100, según los datos ofrecidos por el Banco Mundial—). A pesar de que la elaboración de los datos de participación de los inversores institucionales en el capital de las sociedades cotizadas no es tarea sencilla (es en principio clara la correspondiente a inversores institucionales nacionales pero, en cambio, más difícil de determinar en relación con inversores institucionales extranjeros, en tanto en muchos casos sus acciones están incluidas en las cuentas globales correspondientes a intermediarios internacionales —*vid.*, por todos, DAVIES, P., «Shareholders in the United Kingdom», *Law Working Paper ECGI*, núm. 280/2015, enero de 2015, pp. 3 y 4—), se señala que en los países anglosajones la inversión institucional (nacional y extranjera) dispone de más de la mitad de la capitalización bursátil. En Estados Unidos, se afirma que los inversores institucionales han cuadruplicado en apenas quince años el volumen de su participación en el capital de las sociedades cotizadas [*vid.* APPEL, I., GORMLEY, T. A. y KEIM, D. B., *Standing on the Shoulders of Giants: The Effect of Passive Investors on Activism*, 25 de septiembre de 2017, disponible en <https://ssrn.com/abstract=2693145>, p. 1; *vid.* también los datos que ofrece ROCK, E., «Institutional Investors in Corporate Governance», en *Institute for Law and Economics (University of Pennsylvania Law School), Research Paper*, núm. 14-37, octubre de 2014, versión revisada de julio de 2015, p. 5]. La Comisión Europea señala que el volumen de la inversión institucional en Europa se sitúa en torno al 44 por 100 (en realidad, en torno al 44 por 100 de los accionistas de las sociedades cotizadas europeas son extranjeros y, de ellos la mayor parte son inversores institucionales y gestores de activos de procedencia anglosajona, fundamentalmente). En Alemania, con datos de 2012, el 54 por 100 del capital de las sociedades cotizadas del índice DAX estaba en manos de accionistas extranjeros y el 62 por 100 en poder de inversores institucionales [*vid.* Ernst & Young, *Analysis of the Shareholder Structure of DAX Companies as of 26 April 2012*, p. 5, recogido por HOPT, K., «Corporate Governance in Europe...», *op. cit.*, p. 28, nota 139; *vid.* también los datos que ofrece LANGENBUCHER, K., «Hedge Fund Activism in Germany and the US - On Convergence, Differences and Normative Reasoning», en SIEKMANN, H. (ed.), *Festschrift für Theodor Baums*, Tübingen, t. I, 2017, pp. 743-759, en particular, p. 747]; para una referencia a la situación existente en Italia *vid.*, por todos, BIANCHI, M., «L'attivismo degli investitori istituzionali nel governo delle società quotate: una analisi empirica», en MAUGERI, M. (ed.), *Governo delle società quotate e attivismo degli investitori istituzionali*, Milano, 2015, pp. 5-18.

⁷ Sobre el concepto de inversor institucional *vid. infra* el apartado II.1. En este sentido, si se parte del concepto de inversor institucional como inversor persona jurídica (como es frecuente en Estados Unidos: *vid.*, por todos, GARRIDO GARCÍA, J. M.^a, *La distribución y el control...*, *op. cit.*, p. 132), interesan especialmente los datos que ofrecen CELIK, S. e ISAKSSON, M., «Institutional Investors as Owners: Who are they and what do they do?», *OECD Corporate Governance Working*

según los datos sobre porcentaje de capitalización bursátil que ofrece Bolsas y Mercados Españoles, a finales de 2016 la inversión colectiva nacional ostentaba un 7,4 por 100 del capital de las sociedades cotizadas españolas y los inversores extranjeros, que en su mayor parte son inversores institucionales, un 43,1 por 100, lo que sitúa el porcentaje de participación de inversores institucionales, nacionales y extranjeros, en torno al 50 por 100 del capital total de las sociedades cotizadas españolas⁸.

Los datos sobre participación de los inversores institucionales en el capital de las sociedades cotizadas deben combinarse también con los referidos a la media de rotación del 100 por 100 del *free float* que era de nueve años a principios de este siglo y en la actualidad se sitúa entre uno y dos años, lo que constituye un claro exponente de la desafección accionarial y del predominio del concepto de cartera de valores y su gestión frente al de participación accionarial y ejercicio de los derechos de socio⁹.

Estos datos son suficientemente elocuentes y expresivos de la importancia que ha adquirido la inversión institucional en las sociedades cotizadas. Por sí solos ya muestran un cambio en la estructura de capital de las sociedades cotizadas con distinto alcance atendiendo a los diferentes modelos existentes¹⁰. No obstante, para valorar la incidencia de los inversores institucionales en la estructura de gobierno de las sociedades cotizadas, los datos sobre su volumen de participación deben ponerse en relación con el análisis de su

Papers, núm. 11, 2013, p. 7, quienes señalan que, en Estados Unidos, el porcentaje de capital de las sociedades cotizadas cuya titularidad corresponde a personas físicas ha pasado del 84 por 100 en los años sesenta del siglo pasado, al 40 por 100 en los últimos años; pero, en Japón alcanza únicamente el 18 por 100 y en el Reino Unido apenas llega al 11 por 100.

⁸ Sobre la estructura de capital de las sociedades cotizadas españolas *vid.*, recientemente, FERNÁNDEZ TORRES, I., *Las loyalty shares: cortoplacismo contra activismo accionarial*, Madrid-Barcelona, 2017, pp. 122 y ss., y 143-144.

⁹ *Vid.* ALONSO UREBA, A., «El modelo de consejo de administración de la sociedad cotizada tras la reforma legal de 2014 y el CBG de 2015», en RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., QUIJANO GONZÁLEZ, J., ALONSO UREBA, A., VELASCO SAN PEDRO, L. y ESTEBAN VELASCO, G. (dirs.), *Junta General y Consejo de Administración en la sociedad cotizada*, t. II, Cizur Menor, 2016, p. 40, con datos proporcionados por el principal *proxy advisor* del mercado, *Institutional Shareholder Services Inc.* (ISS).

¹⁰ Así, en los países anglosajones y particularmente en Estados Unidos, donde tradicionalmente ha predominado un modelo de capital disperso (el clásico modelo descrito por BERLE, A. A. y MEANS, G. C., *The Modern Corporation and Private Property*, New York, 1932), estos datos suponen un cambio radical hacia un modelo de capital concentrado [según los datos que ofrecen BEBCHUK, L. A., COHEN, A. y HIRST, S., «The Agency Problems of Institutional Investors», *Journal of Economic Perspectives*, vol. 31, junio de 2017, p. 4, los inversores institucionales ostentaban el 6,1 por 100 del capital de las sociedades cotizadas en 1950 y el 63 por 100 en 2016; también ROCK, E., «Institutional Investor...», *op. cit.*, p. 5, y GORDON, J. N. y GILSON, R. J., «Changes in Ownership Produce Changes in Corporate Governance: The American Example of Ownership Reconciliation», en SIEKMANN, H. (ed.), *Festschrift für Theodor Baums*, Tübingen, t. I, 2017, pp. 485-505, en particular, pp. 488 y ss.]; en relación con el Reino Unido puede verse, por todos, DAVIES, P., «Shareholders...», *op. cit.*, p. 1, quien se refiere al proceso de «*re-concentration*» de los accionistas. En cambio, en la Europa continental y, en particular, en España, donde impera un modelo de capital concentrado, esta transformación tiene otro impacto derivado de la presencia de accionistas institucionales, en su mayor parte extranjeros, que ostentan porcentajes de capital cada vez más significativos y que puede erigirse como alternativa a los grupos estables de control (para Alemania *vid.*, por todos, LANGENBUCHER, K., «Hedge Fund...», *op. cit.*, pp. 746 y ss.). En cualquier caso, como muestran BEBCHUK/COHEN/HIRST, «The Agency Problems...», *op. cit.*, pp. 5 y ss., y tabla 1, la concentración de capital se produce también del lado de los accionistas, en el sentido de que la mayor parte del capital de las sociedades cotizadas se concentra en manos de pocos inversores institucionales.

comportamiento particularmente en lo que se refiere al ejercicio de los derechos de socio derivados de las acciones que integran su cartera de inversión.

A este respecto, tradicionalmente se señalaba que la generalidad de los inversores institucionales permanecían inactivos en el ejercicio de sus derechos¹¹, lo que contribuía al proceso degenerativo de la estructura de las grandes sociedades de capital y fundamentaba los llamamientos al activismo considerando que su implicación podía contribuir decisivamente a la revitalización del modelo de control de la dirección de las sociedades cotizadas¹². Ello ha conducido en algunos ordenamientos jurídicos como el nuestro, incluso, a la imposición expresa a los inversores institucionales del deber de ejercicio de los derechos de voto¹³, sin perjuicio de las dudas que puede plantear la eficacia de estas medidas¹⁴.

¹¹ Sobre el bajo nivel de participación de los inversores institucionales en las sociedades cotizadas y su comportamiento pasivo como principio de actuación en esta etapa *vid.*, entre otros, TRIÁS SAGNIER, M., «El sistema de protección del accionistas inversor», *RdS*, núm. 14, 2000, pp. 197-252; ALONSO LEDESMA, C., «El papel de la junta general en el gobierno corporativo de las Sociedades cotizadas», en ESTEBAN VELASCO, G. (coord.), *El Gobierno de las sociedades cotizadas*, Madrid-Barcelona, 1999, pp. 615-664; RONCERO SÁNCHEZ, A., «Los inversores institucionales y el denominado gobierno corporativo», en ESTEBAN VELASCO, G. (coord.), *El Gobierno...*, *op. cit.*, pp. 665-704, en particular, pp. 685 y ss., y GARRIDO GARCÍA, J. M., *La distribución y el control...*, *op. cit.*, pp. 237 y 238, con otras referencias; últimamente, sobre esta misma cuestión, puede verse FERNÁNDEZ TORRES, I., *Las loyalty shares...*, *op. cit.*, pp. 127 y ss.

¹² Así puede apreciarse con la inclusión en la mayor parte de las reflexiones sobre mejora del gobierno corporativo de las sociedades cotizadas de recomendaciones relacionadas con la activación de los accionistas institucionales (cfr., por ejemplo, los Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE, las Recomendaciones francesas sobre el gobierno de la empresa, el Código suizo de buenas prácticas sobre gobierno corporativo, el Código italiano de Autodisciplina, el «White Paper» sobre gobierno corporativo en América Latina). En esta misma línea, los distintos códigos de buen gobierno en España han incorporado llamamientos a los inversores institucionales para el ejercicio de sus derechos como socios y, en suma, para su implicación en el gobierno corporativo de las sociedades cotizadas (en este sentido, pueden verse los Informes Olivencia y Aldama, así como las recomendaciones complementarias a las contenidas en el Código Unificado de Buen Gobierno de 2006 —Anexo II del Informe—, entre las que se incluía la dirigida a las instituciones de inversión colectiva y los fondos y planes de pensiones y a otros inversores institucionales para que «ejerciten de forma activa los derechos políticos de las acciones de sociedades cotizadas que posean y que informen a sus partícipes e inversores finales de los criterios generales que, en su caso, sigan al ejercitar tales derechos»).

¹³ Como ha sucedido entre otros países, en Francia, Italia, Estados Unidos y también España. Para una visión general de este deber y su alcance en particular en Derecho español pueden verse, entre otros, RONCERO SÁNCHEZ, A. y VALMAÑA OCHAITA, M., «El alcance de la imposición por la LIIC a las instituciones de inversión colectiva del deber de asistencia y voto en las juntas generales», *RdS*, núm. 25, 2006, pp. 283-296, y también nuestro anterior trabajo «El deber de ejercicio de los derechos inherentes a los valores integrados en la cartera de un inversor institucional», *Noticias de la Unión Europea*, núm. monográfico sobre Instituciones de Inversión Colectiva, 283, agosto de 2008, pp. 101-112.

¹⁴ En este sentido, es factible considerar que en los casos en los que los inversores institucionales no hayan asumido un comportamiento activo, el deber de ejercicio del derecho de voto podría desembocar, en un momento en el que todavía no habían adquirido la importancia que tienen en la actualidad los asesores de voto, en el simple formulismo de ejercer el derecho de voto sistemáticamente a favor de las propuestas del órgano de administración de la sociedad, con lo que la medida únicamente ofrecería interés como instrumento meramente formal en orden a resolver el problema del riesgo de inviabilidad de las juntas por falta de quórum de asistencia y/o votación. Estas razones llevaron a que la imposición del deber de ejercicio del derecho de voto fuese desaconsejada (por ejemplo, en el Informe Winter de 4 de noviembre de 2002) y no se asumiese en el proceso de modernización y reforma del Derecho de sociedades impulsado a nivel comunitario (concretamente en el plan de actuación de la Unión Europea contenido en la Comunicación de la Comisión al Consejo y al Parlamento Europeo sobre Modernización del