

Bruselas, 9.4.2014
SWD(2014) 126 final

DOCUMENTO DE TRABAJO DE LOS SERVICIOS DE LA COMISIÓN

RESUMEN DE LA EVALUACIÓN DE IMPACTO

que acompaña al documento

Propuesta de

**DIRECTIVA DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO
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 y la Directiva 2013/34/UE en lo que respecta
a determinados elementos de la declaración sobre gobernanza empresarial**

y

**RECOMENDACIÓN DE LA COMISIÓN
sobre la calidad de la información presentada en relación con la gobernanza empresarial
(«cumplir o explicar»)**

{COM(2014) 213 final}

{C(2014) 2165 final}

{SWD(2014) 127 final}

1. INTRODUCCIÓN

En los últimos años se han puesto de manifiesto algunas deficiencias en la gobernanza de las empresas europeas con cotización. Se trata de deficiencias que guardan relación con distintos agentes que desempeñan un papel fundamental para el buen gobierno corporativo: los consejeros, los accionistas (inversores institucionales y gestores de activos) y los asesores de voto.

Solo algunos aspectos clave de la gobernanza empresarial han sido armonizados a escala de la UE, en particular a través de la Directiva 2007/36/CE, sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas. Esa Directiva establece las normas relativas a la participación en las juntas generales. La necesidad de mejorar el marco actual se ha puesto de relieve en el plan de acción de la Comisión sobre el Derecho de sociedades europeo y el gobierno corporativo¹. En la presente evaluación de impacto se analizan las posibles maneras de lograr los objetivos del plan de acción.

2. DEFINICIÓN DEL PROBLEMA

En la presente evaluación de impacto se analizan una serie de problemas en el ámbito de la gobernanza empresarial. Una de las cuestiones clave es la separación entre la propiedad y el control y la consiguiente relación entre los accionistas y los consejeros como principales y agentes. La delegación de la gestión de la empresa por los accionistas («principales») en los consejeros («agentes») deja margen para que estos últimos actúen en su propio interés, más que en interés de los primeros. Ello puede dar lugar a resultados que no son óptimos en términos de gobernanza empresarial y resultados de las empresas. Hoy en día, los inversores institucionales y los gestores de activos constituyen una fuerza importante en los mercados de renta variable y la intermediación en la cadena de inversión (delegación de la gestión cotidiana de la inversión en los gestores de activos) ha aumentado considerablemente. El aumento de la intermediación ha dado lugar a la aparición, en la cadena de inversión, de incentivos que suelen centrarse en los resultados a corto plazo y no aprovechan suficientemente los beneficios de la implicación de los accionistas. Así pues, los inversores institucionales y los gestores de activos están a menudo ausentes y no se implican en la gobernanza de las empresas. Ello agrava el problema de agencia entre los accionistas y los consejeros de las empresas y hace que los resultados de las sociedades cotizadas no sean óptimos. Los estudios realizados demuestran que la implicación de los accionistas a largo plazo no solo propicia un aumento del rendimiento de los inversores, sino que contribuye también a mejorar la competitividad y los resultados de las empresas.

2.1. Implicación insuficiente de los inversores institucionales y los gestores de activos

La crisis financiera ha puesto de manifiesto que, en el sector financiero, el control ejercido por los accionistas no ha funcionado correctamente: en vez de contener la asunción excesiva de riesgos a corto plazo por los consejeros, los accionistas en muchos casos la han apoyado. Por lo general, los accionistas de las sociedades cotizadas no son muy diferentes de los de las entidades financieras, y hay pruebas inequívocas de que el nivel actual de «seguimiento» de las sociedades que reciben las inversiones y de implicación de los inversores institucionales y los gestores de activos no es óptimo. Como demuestran los estudios, los inversores institucionales y los gestores de activos no se centran suficientemente en los resultados a largo

¹ COM(2012) 740 final.

plazo de las empresas, sino en las fluctuaciones de los precios de las acciones y la estructura de los índices del mercado de capitales, lo que puede dar lugar a un rendimiento inferior para los beneficiarios finales (por ejemplo, futuros pensionistas) y somete a las empresas a presiones a corto plazo.

Este énfasis en el corto plazo parece encontrar su origen en la discrepancia de los intereses de los propietarios y los gestores de los activos. Los grandes propietarios de activos, como los fondos de pensiones y las entidades aseguradoras, tienen intereses a largo plazo, ya que sus pasivos tienen plazos alejados. Sin embargo, a la hora de seleccionar y evaluar a los gestores de activos suelen basarse en parámetros tales como los índices de mercado, y es frecuente que los resultados de los gestores de activos sean evaluados trimestralmente. En caso de resultados insuficientes, el gestor de activos puede perder su mandato. Como consecuencia de ello, ahora la principal preocupación de muchos gestores de activos es obtener resultados a corto plazo en relación con un parámetro de referencia o en comparación con sus pares, aunque los beneficiarios finales tengan interés en el rendimiento absoluto a largo plazo de la inversión. Los incentivos a corto plazo hacen que se preste menos atención y se destinen menos recursos a las inversiones basadas en los fundamentos y las perspectivas a más largo plazo, en detrimento del aumento del valor de las inversiones a largo plazo a través de la implicación de los accionistas. Además, someten a las empresas a presiones a corto plazo, lo que desincentiva las inversiones que permiten aumentar la competitividad.

Aunque todavía son relativamente poco numerosos, cada vez hay más inversores que tratan de combinar la obtención de resultados financieros extraordinarios con la creación de valor a largo plazo, y sus estrategias de inversión incluyen también un componente de implicación en las empresas que reciben las inversiones.

2.2. Vinculación insuficiente entre la remuneración y el desempeño de los consejeros

La supervisión de la remuneración de los consejeros por los accionistas también ha resultado ser insuficiente. La remuneración desempeña un papel clave para aproximar los intereses de los consejeros y los accionistas y garantizar que los primeros den prioridad a los intereses de la empresa. Cabe el riesgo de que, si los accionistas no controlan la remuneración de los consejeros, estos apliquen estrategias de remuneración que redunden en su beneficio pero que quizá no contribuyan a los resultados a largo plazo de la empresa. Son varias las deficiencias detectadas en el marco actual: en primer lugar, la información revelada por las sociedades no es completa, clara ni comparable; en segundo lugar, los accionistas a menudo carecen de cauces suficientes para expresar su opinión sobre la remuneración de los consejeros.

2.3. Falta de supervisión de las transacciones con partes vinculadas por los accionistas

Las transacciones con partes vinculadas, es decir, las transacciones entre una sociedad y sus gestores, consejeros, entidades de control o accionistas, permiten extraer valor de la empresa en detrimento de los accionistas (minoritarios). En la mayoría de los casos, los accionistas no reciben información suficiente antes de las transacciones previstas y carecen de las herramientas adecuadas para oponerse a las de carácter abusivo. Como los inversores institucionales y los gestores de activos son accionistas minoritarios en la mayoría de los casos, aumentar sus derechos de control sobre las transacciones con partes vinculadas mejoraría su capacidad de proteger sus inversiones.

2.4. Transparencia inadecuada de la labor de los asesores de voto

Los asesores de voto presentan recomendaciones a los inversores sobre cómo votar en las juntas generales de las sociedades cotizadas. El gran número de tenencias (transfronterizas) en manos de inversores institucionales y gestores de activos y la complejidad de los aspectos que deben considerarse hacen inevitable en muchos casos recurrir a los asesores de voto, quienes tienen, por lo tanto, una influencia considerable sobre la conducta de voto de esos inversores. En particular, se han observado conflictos de intereses y deficiencias por lo que respecta a la calidad de las orientaciones proporcionadas.

2.5. Dificultad y carestía del ejercicio de los derechos derivados de las acciones

Los inversores se enfrentan a dificultades a la hora de ejercer los derechos que se derivan de sus acciones, sobre todo cuando han invertido en valores en el extranjero. En las cadenas de tenencia en las que intervienen intermediarios, en especial cuando en la administración de las cuentas de valores intervienen muchos intermediarios, la información de las empresas no se transmite a los accionistas o los votos de estos últimos se extravían. También es mayor la probabilidad de que los intermediarios utilicen incorrectamente los derechos de voto. Los sistemas presentan tres grandes problemas: la imposibilidad de que las empresas puedan identificar a los inversores, la insuficiencia del suministro oportuno de información y de los derechos en la cadena de inversión, y las discriminaciones de precios en las tenencias transfronterizas.

2.6. Insuficiente calidad de la información sobre la gobernanza empresarial

Se han observado deficiencias en lo que respecta a la calidad de los informes sobre la gobernanza empresarial elaborados por las sociedades cotizadas en la UE, en particular por lo que se refiere a las explicaciones sobre las desviaciones respecto a las recomendaciones incluidas en los códigos de buen gobierno corporativo. Las empresas no proporcionaron explicaciones suficientes en más del 60 % de los casos en que optaron por no aplicar las recomendaciones. La inadecuación de la información suministrada dificulta que los accionistas adopten decisiones de inversión bien fundamentadas y se impliquen en las empresas.

2.7. Subsidiariedad

La competencia de actuación está basada en el artículo 50, apartado 2, letra g), del TFUE. La creciente importancia de las inversiones transfronterizas en capital social (aproximadamente el 44 % de la capitalización bursátil total de las sociedades cotizadas de la UE está en manos de inversores extranjeros) y los cambios en la cadena de inversión en capital social justifican la adopción de determinadas medidas específicas a nivel de la UE en aras de la protección de los intereses de los accionistas y otras partes interesadas. Solo unos pocos Estados miembros han tomado medidas o están estudiando la posibilidad de adoptarlas para abordar los problemas, pero tales medidas no pueden resolverlos eficazmente. Con toda probabilidad, la actuación aislada de los Estados miembros desembocaría en diferentes normativas, en detrimento de la igualdad de las condiciones de competencia, lo que puede perjudicar o crear nuevos obstáculos para el buen funcionamiento del mercado interior.

3. OPCIONES ESTRATÉGICAS, ANÁLISIS DE IMPACTO Y ELECCIÓN DE LA OPCIÓN PREFERIDA

3.1. Aumentar el nivel de implicación de los inversores institucionales y los gestores de activos

Opciones estratégicas
1 Ningún cambio en las políticas
2 Recomendación sobre la transparencia de los inversores institucionales y los gestores de activos por lo que respecta a su comportamiento de voto e implicación y a determinados aspectos de los mandatos de gestión de activos
3 Transparencia obligatoria de los inversores institucionales y los gestores de activos por lo que respecta a su comportamiento de voto e implicación y a determinados aspectos de los mandatos de gestión de activos

Evaluación de las opciones estratégicas			
	Eficacia	Eficiencia	Coherencia
Opción 1: Ningún cambio en las políticas	0	0	0
Opción 2: Recomendación sobre la transparencia de los inversores institucionales y los gestores de activos	+	+	+
Opción 3: Normas vinculantes sobre la transparencia de los inversores institucionales y los gestores de activos	++	+	+

La opción 3 es la preferida:

Esa opción permitiría aumentar la transparencia sobre la manera en que los propietarios de los activos incentivan a los gestores para que obren dando prioridad a los intereses a largo plazo de sus beneficiarios y desarrollen estrategias de inversión que contemplen la implicación de los accionistas. Se exigiría que los gestores de activos fuesen transparentes sobre sus políticas de implicación, los beneficios de éstas y la forma en que se desarrollan las políticas objeto de su mandato. Al contar con información pertinente y abundante, los propietarios de los activos podrían tomar decisiones mejor fundamentadas sobre sus políticas de inversión. Les incitaría a implicarse más en las sociedades que reciben las inversiones. La transparencia sobre los costes de la frecuente rotación a que los gestores someten las carteras de activos puede reducir la magnitud de tales operaciones y contribuir a que se preste más atención al valor fundamental de las empresas y a su incremento a través de la implicación de los accionistas. Estas medidas podrían, en última instancia, propiciar ahorros de costes y mayores rentabilidades para los propietarios de los activos y los beneficiarios finales. Prestar mayor atención a los fundamentos y a la capacidad real de creación de valor de las sociedades podría resultar particularmente beneficioso para las PYME cotizadas. Una mayor implicación y una perspectiva a más largo plazo podrían contribuir también a mayores inversiones por parte de

las empresas en la investigación y la competitividad, propiciando, así pues, un aumento del empleo.

La mayor probabilidad de inducir un cambio positivo con un coste limitado corresponde al establecimiento de normas vinculantes en materia de transparencia.

3.2. Mejorar la vinculación entre la remuneración y el rendimiento

Opciones estratégicas
1 Ningún cambio en las políticas
2 Normas vinculantes sobre la transparencia de la remuneración
3 Voto de los accionistas sobre la remuneración

Evaluación de las opciones estratégicas			
	Eficacia	Eficiencia	Coherencia
Opción 1: Ningún cambio en las políticas	0	0	0
Opción 2: Normas vinculantes sobre la transparencia de la remuneración	+	+	+
Opción 3: Voto de los accionistas sobre la remuneración	+	++	+

Las opciones 2 y 3 son las preferidas. Proporcionar a los accionistas datos claros, completos y comparables sobre las políticas de remuneración y la remuneración de cada uno de los consejeros podría ayudarles a ejercer una labor de supervisión eficaz. La armonización de los requisitos de información a nivel de la UE solventaría la asimetría de la información, reduciendo por tanto los costes de agencia. Sería beneficiosa para la inversión transfronteriza, pues facilitaría la comparación de datos y haría más fácil y por ende menos costosa la implicación en las empresas. Además, aumentaría la rendición de cuentas de las empresas ante otras partes interesadas.

Si se les concediera el derecho a votar sobre la remuneración, los accionistas dispondrían de una herramienta eficaz para controlar la remuneración de los consejeros e implicarse en las empresas, y se fortalecería al mismo tiempo la vinculación entre la remuneración y el desempeño.

3.3. Transparencia y supervisión de las transacciones con partes vinculadas

Opciones estratégicas
1 Ningún cambio en las políticas
2 Orientaciones no vinculantes
3 Mejora de los requisitos de transparencia de las transacciones con partes vinculadas
4 Voto de los accionistas sobre las transacciones más importantes

Evaluación de las opciones estratégicas			
	Eficacia	Eficiencia	Coherencia
Opción 1: Ningún cambio en las políticas	0	0	0
Opción 2: Orientaciones no vinculantes	≈	≈	+
Opción 3: Mejora de los requisitos de transparencia de las transacciones con partes vinculadas	+	+	+
Opción 4: Voto de los accionistas sobre las transacciones más importantes	++	++	+

Las opciones 3 y 4 son las preferidas. Proporcionar anticipadamente a los inversores información sobre las transacciones más importantes les permitiría (en particular, a los minoritarios) oponerse a las transacciones injustificadas e implicarse en mayor medida en las empresas. Por su parte, el derecho de voto les permitiría rechazar las transacciones abusivas. El derecho de voto de los accionistas estimularía asimismo la reflexión de las sociedades sobre las transacciones con partes vinculadas. Esta combinación de opciones podría incidir positivamente en la competitividad y la sostenibilidad de las sociedades y la inversión transfronteriza.

Con toda probabilidad las normas vinculantes serán más eficaces que las orientaciones no vinculantes.

3.4. Transparencia de la labor de los asesores de voto

Opciones estratégicas
1 Ningún cambio en las políticas
2 Recomendación sobre la transparencia en materia de metodologías y conflictos de intereses
3 Requisitos vinculantes de revelación de metodologías y conflictos de intereses
4 Marco reglamentario detallado

Evaluación de las opciones estratégicas			
	Eficacia	Eficiencia	Coherencia
Opción 1: Ningún cambio en las políticas	0	0	0
Opción 2: Recomendación sobre transparencia	≈	+	++
Opción 3: Normas vinculantes sobre la transparencia	+	++	+
Opción 4: Marco reglamentario detallado	++	-	-

La opción 3 es la preferida. Hacer obligatorio revelar la información correspondiente a los dos grandes ámbitos problemáticos (la metodología y la gestión de los posibles conflictos de intereses) incrementaría la presión ejercida para que los asesores de voto apliquen procedimientos adecuados en uno y otro ámbito. Los requisitos de transparencia obligatorios serían más eficaces que las orientaciones no vinculantes, evitando al mismo tiempo las cargas rígidas y desproporcionadas derivadas de un marco reglamentario detallado.

3.5. Identificación de los accionistas y facilitación del ejercicio de sus derechos por los proveedores de cuentas de valores

Opciones estratégicas
1 Ningún cambio en las políticas
2 Normas mínimas a escala de la UE
3 Requisitos detallados sobre las posibilidades de identificación de los accionistas y sobre la facilitación del ejercicio de los derechos de los accionistas por los intermediarios

Evaluación de las opciones estratégicas			
	Eficacia	Eficiencia	Coherencia
Opción 1: Ningún cambio en las políticas	0	0	0
Opción 2: Normas mínimas a escala de la UE	+	++	+
Opción 3: Obligaciones para los intermediarios por lo que respecta al mecanismo de identificación de los accionistas	++	++	+

La opción 3 es la preferida. Establecer la obligación de que los intermediarios que gestionen cuentas de valores permitan a las empresas identificar a sus accionistas facilitará el contacto directo entre unas y otros. La obligación de que tales intermediarios transmitan los datos relativos a las acciones, faciliten el ejercicio de los derechos de los accionistas y justifiquen las diferencias de precios para tales servicios en caso de ejercicio transfronterizo de los derechos garantizará que los votos de los accionistas no se extravíen y que puedan implicarse más eficazmente aún desde el extranjero.

3.6. Mejora de la calidad de los informes sobre la gobernanza empresarial

Opciones estratégicas
1 Ningún cambio en las políticas
2 Recomendación con directrices

3. Requisitos detallados de presentación de informes sobre la gobernanza empresarial

Evaluación de las opciones estratégicas			
	Eficacia	Eficiencia	Coherencia
Opción 1: Ningún cambio en las políticas	0	0	0
Opción 2: Recomendación con directrices	+	++	++
Opción 3: Normas detalladas	++	+	+

La opción 2 es la preferida. Es probable que el establecimiento de directrices sobre las explicaciones necesarias en caso de desviaciones respecto de los códigos dé más certeza a las empresas a la hora de elaborar dichos informes y mejore su calidad. Les incentivaría a reflexionar más detenidamente sobre las disposiciones que aplican en materia de gobernanza y en su caso a mejorarlas, lo que podría propiciar mejores resultados. Ello podría también estimular la inversión transfronteriza, debido a la mayor transparencia y comparabilidad de los informes.

4. IMPACTO GLOBAL DE LAS MEDIDAS

El enfoque propuesto constituye un conjunto de medidas complementarias que forman parte de la labor desarrollada por la Comisión en el ámbito de la financiación a largo plazo de la economía europea y contribuyen a ampliar la perspectiva temporal de los accionistas, lo que garantiza mejores condiciones de funcionamiento para las sociedades cotizadas.

El objetivo de las opciones preferidas es garantizar que los inversores dispongan de información clara, completa y comparable que elimine los obstáculos a su implicación en las empresas, en particular en el caso de las inversiones transfronterizas. Aumentar el nivel de transparencia sobre el impacto de las políticas de inversión hará que las decisiones de los inversores y los beneficiarios finales reposen sobre fundamentos más sólidos e incentivará también a los primeros a involucrarse más en las empresas que reciben las inversiones. Con toda probabilidad, cualquier aumento de la implicación de los accionistas incidirá positivamente tanto en el valor de su inversión como en la eficiencia, la competitividad y los resultados de la empresa participada².

El conjunto de medidas propuesto podría, por tanto, influir positivamente en la sostenibilidad a largo plazo de las empresas cotizadas, incluidas las PYME, que pueden ver mejorado su acceso a los mercados de capitales. También cabe esperar algunas repercusiones sociales positivas, pues las empresas que apliquen estrategias orientadas a largo plazo podrían crear más empleo. No se prevé ningún impacto medioambiental específico.

El conjunto de medidas conllevaría un aumento de la carga administrativa que afectaría también a las PYME cotizadas. No obstante, tales costes serían pequeños si se tiene en cuenta

² La implicación de los accionistas en el buen gobierno de las empresas, siendo la retribución una de las cuestiones clave, puede generar en promedio un rendimiento anormal acumulado y un rendimiento anormal de mantenimiento (estrategia de «adquisición y mantenimiento») del 7-8 % a lo largo de un año, reducir el coste del capital para las empresas y mejorar significativamente su gobernanza y rentabilidad.

que las medidas previstas se refieren principalmente a la transparencia y la publicación de información y que ya se exige o aplica con carácter voluntario algún grado de transparencia. Además, los costes se distribuirán de manera equitativa entre los distintos grupos de partes interesadas.

5. EVALUACIÓN

Transcurridos cinco años desde la fecha límite de transposición del conjunto de medidas se llevará a cabo una evaluación cuyos resultados servirán de base para considerar la posible conveniencia de introducir modificaciones.