Informe Final de ESMA sobre la aplicación y eficacia de las disposiciones relativas a asesores de voto y cadena de inversión de la segunda Directiva en materia de derechos de los accionistas

Marzo 2024

En 2007 se publicó la Directiva 2007/36/CE relativa al ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas que tiene como principal objetivo promover el ejercicio de los derechos de los accionistas en las juntas generales de aquellas compañías que hayan establecido su domicilio social en la Unión Europea (UE) y cuyas acciones hayan sido admitidas a negociación en mercados regulados en este mismo territorio.

Posteriormente, esta Directiva fue modificada por la Directiva 2017/828 (Segunda Directiva) con el fin de fomentar la implicación a largo plazo de los accionistas. En particular, esta modificación introdujo requisitos específicos en relación con la identificación de los accionistas, la transmisión de información, la facilitación del ejercicio de los derechos de los accionistas, la transparencia de los inversores institucionales, los gestores de activos y los asesores de voto, la remuneración de los administradores y las operaciones con partes vinculadas. Además, en 2018 la Comisión adoptó el Reglamento de ejecución 2018/1212 (Reglamento de ejecución) en el que se concretan algunos de estos requisitos. La fecha de aplicación de todo este marco revisado fue en septiembre de 2020.

Pues bien, la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) y la Autoridad Bancaria Europea (EBA) recibieron un mandato de la Comisión Europea (CE) en octubre de 2022 en el que se les solicitaba su colaboración en la elaboración de los dos Informes que esta institución debía presentar al Parlamento Europeo y Consejo, antes del 10 de junio de 2023, sobre los dos siguientes aspectos de la Segunda Directiva: (1) el Capítulo I bis relativo a la identificación de los accionistas, transmisión de información y facilitación del ejercicio de los derechos de los accionistas -cadena de inversión- (en particular, aplicación, eficacia y adecuación del ámbito de aplicación en relación con los intermediarios de terceros países) y (2) el artículo 3 undécimo relativo a asesores de voto (en particular, ámbito de aplicación, eficacia y conveniencia de establecer requisitos reglamentarios).

El Informe, publicado por ESMA en julio de 2023, conjuntamente con EBA, tras identificar y valorar cuáles son los principales obstáculos detectados en la aplicación de las disposiciones mencionadas, plantea a la Comisión Europea (CE) una serie recomendaciones, las cuales se desarrollan a continuación.

Pregunta
¿Cuál ha sido la metodología empleada para la elaboración de este Informe?

Respuesta
Para la elaboración de este Informe, ESMA lanzó una consulta pública (Call for Evidence) el 11 de octubre de

2022 -en la que recibió 73 respuestas- y solicitó el asesoramiento de su Grupo de partes interesadas (Securities Markets Stakeholder Group). EBA, por su parte, participó en algunas iniciativas de ESMA, lanzó sus propias consultas y también recibió el asesoramiento de su Grupo de partes interesadas (Banking Stakeholder Group). Ambas recabaron, a su vez, información de las autoridades nacionales competentes (ANC) sobre su aplicación práctica.

Pregunta
¿Cuáles han sido las observaciones más destacadas que se desprenden de las respuestas recibidas?

Respuesta
En relación con los asesores de voto, las observaciones más destacadas han sido las siguientes:

1. El marco normativo recogido en la Segunda Directiva es sólido, aunque existe margen de mejora en algunas áreas.
2. En cuanto al ámbito subjetivo, sería conveniente precisar mejor cuáles son los sujetos que operan como asesores de voto.
3. En cuanto a las obligaciones de información, sería conveniente aportar más/mejor información respecto de los potenciales conflictos de intereses en los que pueden incurrir los asesores de voto cuando prestan servicios a los emisores, así como tener en cuenta las especificidades de los mercados locales.
4. En cuanto a los servicios prestados con relación a los factores medioambientales, sociales o de gobernanza, sería conveniente mejorar la transparencia de las fuentes de estos datos y la metodología relevante.
5. En cuanto al ámbito de aplicación de la Directiva revisada, podría resultar interesante tener en cuenta en la norma otros posibles conflictos de interés derivados de servicios adicionales prestados por los asesores de voto.

En relación con la cadena de inversión, las observaciones más destacadas han sido las siguientes:

1. Existe margen para una mayor armonización.
2. La Segunda Directiva ha facilitado la identificación de los accionistas. No obstante, una definición armonizada sobre el concepto de accionista mejoraría este proceso.
3. La Segunda Directiva ha generado mejoras en la transmisión de la información, pero no tanto en el ejercicio del derecho de voto.
4. Sobre la proporcionalidad, transparencia y no discriminación de los costes relacionados con la votación, el nivel de satisfacción observado es limitado.
5. En relación con los intermediarios de terceros países, se ha puesto de manifiesto la conveniencia de prestar más atención a ciertas prácticas desarrolladas por intermediarios no pertenecientes a la UE.

Pregunta
¿Cuáles han sido las recomendaciones recogidas en el Informe sobre asesores de voto?

Respuesta
Con relación a los asesores de voto, el Informe considera que el marco vigente es sólido pero, no obstante, recomienda a la CE valorar introducir las siguientes mejoras:

En cuanto al *concepto de asesor de voto*, en primer lugar, propone clarificar su definición -recogida en el artículo 2.g) de la Directiva-. En particular, recomienda la clarificación de los siguientes aspectos: (1) el papel de los profesionales que no tengan la consideración de personas jurídicas, y de las organizaciones sin ánimo de lucro, cuando presten su asesoramiento con carácter comercial y (2) si la actividad de los asesores de voto abarca también la prestación de servicios relacionados con datos sobre factores medioambientales, sociales y de gobernanza (ESG, por su acrónimo en inglés), o su análisis, cuando se presten con carácter profesional y comercial conjuntamente con el asesoramiento sobre el ejercicio de los derechos de voto. Asimismo, propone

un sistema de registro básico de asesores de voto a escala de la UE.

En cuanto a los *códigos de conducta*, propone definir unos estándares mínimos, incluso establecer un sistema de monitoreo independiente sobre su aplicación.

En cuanto a las *obligaciones de información*, propone considerar la posibilidad de que los emisores y los clientes puedan recurrir a ESMA en caso de temas controvertidos o presuntas violaciones del código del código de conducta, habilitando a esta para facilitar el diálogo entre todas las partes implicadas, pero sin que sus recomendaciones tengan carácter vinculante y garantizando la opción de reclamar judicialmente. También propone aportar más información sobre las fuentes, incluidos datos ESG.

En cuanto a *conflictos de intereses*, propone aportar información más detallada sobre los conflictos entre asesores de voto y clientes, en particular cuando los asesores prestan servicios de consultaría a los emisores. Asimismo, propone publicar información sobre los ingresos provenientes de los servicios prestados en función del tipo de cliente así como su peso relativo.

Por último, en cuanto a los *asesores de terceros países que operan en la UE a través de un establecimiento*, propone valorar la creación de un sistema de registro básico a escala de la UE -mencionado anteriormente- en el que registrar no solo a aquellos que tengan su domicilio social en este territorio sino también a aquellos que, aunque no lo tengan, cuenten con un establecimiento desde el que operan. Igualmente, propone la publicación de un listado con los asesores de voto que operen en la UE, señalando si siguen o no un código de conducta, aportando también el enlace al informe anual que deben publicar sobre la preparación de sus investigaciones, asesoramientos y recomendaciones de voto.

Pregunta
¿Cuáles han sido las recomendaciones recogidas en el Informe sobre la cadena de inversión?

Respuesta
Con relación a la cadena de inversión, el Informe recomienda a la CE valorar introducir las siguientes mejoras:

En cuanto a la *identificación de los accionistas*, en primer lugar, propone considerar la posibilidad de introducir en la norma una definición armonizada sobre el concepto de accionista aplicable en toda la UE. Entre tanto, como medida transitoria, recomienda a la CE que publique un listado con las diferentes definiciones existentes.

En segundo lugar, propone permitir la identificación, por parte de los emisores, no solo de los accionistas nominativos sino también de los beneficiarios -beneficial owners-. Además, el Informe recomienda conceder cierta flexibilidad a los emisores para que estos puedan customizar las peticiones de identificación de los accionistas en función de sus necesidades concretas.

En tercer lugar, propone a la CE clarificar cuáles son los valores incluidos en el ámbito de aplicación del Capítulo I bis de la Segunda Directiva e, incluso, considerar su posible extensión, así como la publicación de un listado de los valores que en cada Estado miembro quedan sujetos a este Capítulo.

En cuarto lugar, propone considerar la modificación de la Segunda Directiva y su Reglamento de ejecución, exigiendo al emisor ciertos requisitos adicionales relacionados con el proceso de identificación de accionistas, como el envío del denominado “golden operational record” -es decir, toda la información operativa- al depositario central de valores (o primer intermediario).

En quinto lugar, y con relación a los intermediarios, propone estandarizar sus respuestas en relación con el proceso de identificación de los accionistas así como clarificar en la norma su obligación de informar sobre si guardan los valores por cuenta propia o en nombre de terceros.

En último lugar, propone reforzar la competencia de las autoridades nacionales competentes (ANC) respecto del seguimiento que tienen que realizar durante el proceso de identificación de los accionistas, en particular si este tiene carácter transfronterizo.

En cuanto a la *transmisión de la información*, en primer lugar, propone modificar el Reglamento de ejecución con el fin de imponer al emisor como requisito el antes mencionado "golden operational record", pero esta vez en relación con las obligaciones de transmisión de la información a lo largo de la cadena de intermediarios.

En segundo lugar, propone obligar al emisor a trasladar al depositario central de valores toda la información necesaria para iniciar una acción corporativa o acto societario (corporate event) en un formato legible por máquinas.

En tercer lugar, propone alinear las fechas de entrega mencionadas en el artículo 9 del Reglamento de ejecución sobre los plazos que han de observar los emisores y los intermediarios en los actos societarios y procesos de identificación de los accionistas con las fechas de otras obligaciones (por ejemplo, "compliance duties" derivados de la Directiva de mercados de instrumentos financieros) a las que estén sujetos estos intermediarios.

En cuanto a la *facilitación del ejercicio de los derechos de voto*, propone hacer un esfuerzo por armonizar (1) la documentación acreditativa relacionada con la titularidad que permita el ejercicio de los derechos, exigiendo que, además, sea en un formato legible por máquinas; (2) la documentación disponible para las reuniones (incluso ampliar el número de días entre su publicación y la reunión) y (3) la fecha de registro -o "record date", en inglés-. También propone mejorar el mecanismo de confirmación del voto (como, por ejemplo, mediante la publicación de los registros de voto).

En cuanto a *consideraciones transversales en relación con la identificación de accionistas, transmisión de la información y facilitación del ejercicio de los derechos de voto*, propone especificar los requisitos más técnicos sobre estos aspectos en un Reglamento, de tal manera que este resulte complementario a la Directiva y Reglamento de ejecución. Asimismo, propone revisar las competencias de las ANC en esta materia, en particular cuando exista un componente transfronterizo.

En cuanto a la *transparencia, proporcionalidad y no discriminación de los costes*, propone la armonización de la terminología a emplear en relación con los costes así como de los diferentes tipos de servicios prestados respecto de los que se aplican. También recomienda establecer un formato único para la divulgación de los mismos.

Por último, en cuanto a los *intermediarios de terceros países*, propone resolver las incertidumbres generadas por las diferencias entre los distintos Estados miembros en la aplicación de la Segunda Directiva, en particular con relación al concepto de accionista, así como la elaboración de guías sobre los requisitos exigibles a intermediarios procedentes de terceros países.

Enlace de interés:

ESMA's Report on the Implementation of SRD2 provisions on proxy advisors and the investment chain