

El deber de los inversores institucionales de publicar la estrategia de inversión y los acuerdos con el gestor de sus activos

MARINA ECHEBARRÍA SÁENZ

Profesora Titular de Derecho Mercantil acreditada a Catedrática
Universidad de Valladolid

SUMARIO

- I. INTRODUCCIÓN
- II. ÁMBITO SUBJETIVO DEL PRECEPTO: INVERSORES INSTITUCIONALES Y GESTORES DE ACTIVOS
- III. ÁMBITO OBJETIVO DE LA NORMA DE TRANSPARENCIA
 - 1. Estrategias de Inversión
 - 2. Acuerdos con los gestores
 - 3. Transparencia de los acuerdos
- IV. CONCLUSIONES
- V. BIBLIOGRAFÍA

I. INTRODUCCIÓN

La finalidad que compete al art. 3 nonies en la D. 828/2017 es la provocar la formulación pública de la estrategia de inversión de los inversores institucionales y de los acuerdos con los gestores de activos ante la constatación de que, tanto los unos como otros, no siempre se fijan de manera adecuada en los resultados reales a largo plazo de las empresas en las que invierten, o más en concreto, en la idea de que atienden en exceso a los movimientos de cotización a corto plazo de los valores o a la estructura de los índices de mercado en los que participan (SANDRELLI/EREDE, 2015). La Directiva conlleva en este sentido un reproche a los responsables de la inversión colectiva; el de efectuar una presión a corto plazo para las sociedades cotizadas provocando resultados no óptimos para los partícipes o beneficiarios de los inversores institucionales (art. 2 e) D. 2017/828: básicamente empresas de seguros de vida y fondos de pensiones. (PACCES, 2017). Y es que, inversores institucionales y gestores de activos son los principales «satélites de la gobernanza» (CHACORNAC, J. 2014, pág. 2) o si se prefiere, ejemplo paradigmático del «poder sin propiedad» (BERLE, 1959). El objetivo último de la regulación es, pues, el intento de fomentar la implicación de los accionistas y partícipes a largo plazo, aumentar la transparencia de las inversiones y de sus resultados financieros y por qué no reconocerlo, fomentar políticas de inversiones que den estabilidad a las sociedades cotizadas, sin presiones cortoplacistas ni sometimiento a movimientos de ocasión que generan inestabilidad y pérdidas en el medio y largo plazo. Un somero repaso a la historia reciente de la evolución de los mercados de valores y de las evoluciones de la inversión colectiva, nos demostraría que buena parte de las crisis y pérdidas financieras sufridas en el último decenio han sido inducidas por la necesidad de asegurar rentabilidades límites en corto plazo, para carteras de inversión cuyo planteamiento era necesariamente el de obtener rentabilidades a largo plazo. La competitividad para conseguir reclutar partícipes, la inestabilidad de las inversiones y la proliferación de estrategias de inversión «de impacto» han sido un factor más de los varios que pueden señalarse como origen de las crisis financieras más recientes.

Por ello, de manera que, a mi juicio es optimista, la Directiva pretende paliar esta tendencia aumentando la transparencia de las estrategias de inversión y de los pactos de gestión entre los actores profesionales implicados en la inversión colectiva (pretensión ya antigua, ECHEBARRIA, 2006), y con antecedentes legislativos en la reforma italiana de 2014 (art. 6 Decreto Legislativo 252-2005 y art. 3 Decreto MEF 166, 2014), primera en aplicar las conclusiones de los *working papers* de la Directiva. Y también, a mi juicio, de manera más efectiva, exigiendo una coherencia entre la estrategia de inversión y el perfil de los pasivos, en especial cuando estos son a largo plazo como ocurre, por

ejemplo, con los fondos de pensiones. De la bondad del intento no cabe duda. De la efectividad del mismo, juzgue el lector:

II. ÁMBITO SUBJETIVO DEL PRECEPTO: INVERSORES INSTITUCIONALES Y GESTORES DE ACTIVOS

Como paso previo al análisis del contenido objetivo de la norma conviene acotar a los operadores sujetos a la misma. Estos son, por un lado, los inversores institucionales tal como vienen definidos en el art. 2 e) D. 2017/828, es decir:

1.– Empresas que gestionen seguros y reaseguros de vida de conformidad al artículo 2, apartado 3, letras a), b) y c), de la Directiva 2009/138/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y de reaseguro tal como se define en el artículo 13, punto 7, A saber,

– seguros de vida, seguros de vida en caso de muerte, seguros mixtos, seguros de vida con contraseguro, de nupcialidad, natalidad, de renta, los seguros complementarios adicionales al seguro de vida, en especial los de lesiones corporales, los de incapacidad laboral, los de muerte por accidente o enfermedad y los de enfermedad de larga duración no rescindibles, que estén sometidos a supervisión de seguros privados.

– Las operaciones de **asociación mutualista** que deriven de un contrato sometido a supervisión de seguros privados, como: las llamadas «tontinas», es decir, la constitución de asociaciones en las que los partícipes capitalizan en común sus contribuciones y reparten el activo así constituido entre los supervivientes, o entre los herederos de los fallecidos y las operaciones de capitalización basadas en técnicas actuariales que implican pagos únicos o periódicos fijados por adelantado en sus compromisos de duración e importe, las operaciones de gestión de fondos colectivos de pensiones con prestaciones en caso de muerte, vida o cese de actividades, así como aquellas operaciones de capitalización que conllevan una garantía de seguro sobre la conservación del capital o pago de interés mínimo con el mismo objeto.

2.– Y, por otro lado, los **fondos de pensiones de empleo** de la Directiva (UE) 2016/2341 de 14 de diciembre, relativa a las actividades y la supervisión de los fondos de pensiones de empleo (FPE, art. 2), salvo que el Estado de trasposición decida no aplicar la norma a esos fondos. Es decir, **con exclusión** de los fondos de pensiones de empleo como las instituciones que gestionan sistemas de Seguridad Social (Reglamentos (CE) n.º 883/2004 de 29 de abril de coordinación de sistemas de seguridad social y (CE) n.º 987/2009 de 16 de septiembre de 2009 del Parlamento Europeo y del Consejo), la instituciones que actúan con sistemas de reparto, las instituciones en las que los empleados

de las empresas promotoras no tienen derechos legales a prestaciones y en las que las empresas promotoras pueden rescatar en cualquier momento los activos y no necesariamente cumplir sus obligaciones de pago de las prestaciones de jubilación y las empresas que utilizan un sistema de fondos internos para pagar prestaciones de jubilación a sus empleados.

Y como contraparte de los deberes establecidos, a los **gestores de activos**, es decir, conforme al art. 2 F) de la D. 2017/828; empresas de inversión de la D. 2014/65 que proporcionan servicios de gestión de cartera a inversores, gestores de inversiones en fondos alternativos (GFIA) de la D. 2011/61 o una sociedad de gestión del art. 2.1 b) D. 2009/65. Sujetos igualmente recogidos en los art. 40 y ss. de la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva en la trasposición española de la norma, bajo el epígrafe de **Sociedades Gestoras de instituciones de Inversión Colectiva**.

III. ÁMBITO OBJETIVO DE LA NORMA DE TRANSPARENCIA

El art. 3 nonies introduce básicamente tres mandatos: Declaración pública de las estrategias de inversión y de su coherencia con el perfil de los pasivos, así como su contribución al rendimiento a medio y largo plazo de los activos. En segundo lugar, la declaración de los acuerdos con los gestores y su contenido y finalmente, los mecanismos de transparencia de dichos acuerdos y estrategias.

1. ESTRATEGIAS DE INVERSIÓN

El precepto empieza con el requerimiento de que los inversores institucionales revelen públicamente la manera en que los elementos principales de su estrategia de inversión en valores son coherentes con el perfil y la duración de sus pasivos, en particular sus pasivos a largo plazo, y la manera en que contribuyen al rendimiento a medio y largo plazo de sus activos.

Siempre que se habla de una estrategia hablamos de la planificación, proceso o conjunto de acciones orientado a un fin u objetivo. En este caso hablamos de estrategias de inversión, de las que se nos pide únicamente que, en relación a los inversores institucionales, se detallen las que *son coherentes con un rendimiento a medio o largo plazo de los activos*, por entender que este el modelo de estrategia más adecuado al perfil del inversor institucional y de sus beneficiarios. O si se prefiere, por constatar, obviando la excepción, que la mayor parte de los pasivos de dichos inversores institucionales son a largo plazo.

En realidad, existen multitud de estrategias de inversión, adaptables a los múltiples perfiles de los inversores y a sus opciones personales, como bien revelan las directivas MIFID II y MIFIR, y no sólo existen estrategias de inversión,

sino también estilos de inversión. Así, podremos hablar de **estilos u opciones básicas de inversión** según decidamos invertir en valor, en crecimiento, en obtención de renta, en comprar mercado, en empresas cíclicas, en empresas en reestructuración, en aprovechamiento del momento, en inversión sectorial...

Ya si hablamos de **estrategias de inversión** (véase como orientación https://www.invertirenbolsa.info/estrategias_inversion.html) hablaremos de cosas como la diferenciación de carteras, compras a corto o largo plazo, en el componente de renta fija/renta variable, compras de índice amplio o compras representativas a intervalos regulares, frente a posibles estrategias de compras discrecionales, estrategias de compra y mantenimiento indefinido o compra y venta a intervalos regulares, los «perros del Dow» (centrar las compras en los 10 valores principales de un índice), compras de Cracks (compras de valores a precio de saldo por el miedo o el momento del mercado), invertir en sectores por índices o por carteras de valores, vender puts y calls sistemáticamente, aplicar las técnicas de las velas japonesas.... (HERNÁNDEZ JIMÉNEZ, G. 2014)... Y muchas otras más opciones.

Dentro de las opciones estratégicas también estarían cuestiones como efectuar las compras por procedimientos automatizados (compras algorítmicas), por procedimientos de decisión estratégica, o por una combinación de ambas, entre otras formas de operativa. E incluso por el espacio de inversión, podríamos diferenciar entre estrategias de inversión exclusiva «in the market» frente a aquellas que se combinan con inversiones «over the counter» o en sistemas de contratación alternativos, las limitadas a valores tradicionales frente a las que contemplan inversión en valores no convencionales, como los ICO (Initial Coin Offerings) o inversiones financieras o en commodities articuladas en criptomonedas o en tokens digitales (Véase CNMV, sección Fintech).

Dicho esto, creo que no es excesivo indicar que el mandato del art. 3.1 nonies de la Directiva 828/2017 adolece de poca concreción o al menos, que sólo se refiere a la necesaria información a los inversores institucionales sobre el grado de adecuación de la gestión de carteras, a lo que la Directiva presume como sus intereses principales. Presunción que no siempre será cierta, puesto que puede haber planes de seguro que busquen rentabilidades en corto, o inversiones institucionales que combinen líneas de inversión a corto, medio y largo plazo. Es cierto que la estrategia de un inversor institucional requiere asegurar rendimiento a largo plazo, pero sería una simpleza deducir de ello que sólo serían admisibles estrategias a largo plazo, o estilos de inversión basados sólo en valores estables y conservadores. Quizá el mayor valor de la norma sea el de reorientar o complementar los preceptos actualmente vigentes como los art. 209 y 210 de la Ley de Mercado de Valores, obligando a informar de algo más que los riesgos asociados a los instrumentos o estrategias de inversión

y a diferenciar los instrumentos financieros de los depósitos bancarios o valores ordinarios, obligando a ofrecer una peritación profesional, o si se prefiere una previsión fundada, sobre los rendimientos a largo plazo de las opciones estratégicas de inversión o de la combinación de estrategias y estilos de inversión que se elijan u ofrezcan por las sociedades gestoras de inversión colectiva.

Más complicado es deducir que matices introduce el art. 3 nonies sobre el mandato de los art. 23 y 31 de la LIIC (principios de política de inversión). A este respecto podríamos decir que hasta ahora ha sido suficiente con acreditar los efectos de la gestión de inversiones en la *liquidez, diversificación de riesgos y transparencia de inversiones* del inversor institucional, así como con detallar los riesgos derivados de los instrumentos derivados complejos. En adelante, a mayores, resultará necesario hacer una prospectiva del desarrollo y rentabilidad prevista de las inversiones a largo plazo y explicar la combinación de operativas y carteras compradas como opción estratégica sostenible más allá del corto plazo.

Sobre este mandato, tan sólo efectuar una última consideración; a la autora la norma le causa duda sobre si el interés normativo fundamental es el de asegurar la adecuación de las inversiones y el rendimiento de los activos a los pasivos a largo plazo, que mayoritariamente componen las carteras de los inversores institucionales, o si el interés de la norma es el de liberar a las empresas y grupos financieros emisores de la presión por asegurar índices de rentabilidad a corto plazo. Si el interés es el de promover rentabilidades a medio y largo plazo, o el de liberar a los inversores institucionales y sociedades de gestión de inversión colectiva, de la justificación de rendimientos a corto plazo. No olvidemos, que en un mercado competitivo, las presiones por justificar a los inversores beneficiarios o partícipes finales una rentabilidad continuada y mantener la cartera de clientes frente a ofertas más agresivas, es poco compatible con la justificación de promesas de rentabilidad a largo plazo, pues del futuro nadie sabe nada y el ahorrador es desconfiado ante el «largo me lo fiáis». Para la mayoría de los inversores en planes financieros a largo plazo, el dato más tenido en cuenta de los folletos informativos es el gráfico de las rentabilidades pasadas, por más que se nos diga que no aseguran rentabilidades futuras. La norma, por ello, pretende un cambio en la cultura de la inversión y en especial, que se realice un esfuerzo por justificar que la inversión está gestionada con miras a largo plazo. Con coherencia al plazo de vencimiento de los pasivos de los inversores institucionales. Y en la medida de lo posible, con previsiones que eviten o prevengan vacíos de liquidez o caídas de rentabilidad por circunstancias volátiles de mercado. Una visita somera a los informes de inversión que hoy se publican y se ofrecen como cumplimiento de las obligaciones de transparencia, dejaría claro a cualquier lector competente que este tipo de información no se ofrece hoy en día. Estos, detallan la composición de

las carteras por renta fija o variable, inversiones sectoriales o por mercados y áreas geográficas, pero raramente detallan estrategias y menos aún establecen previsiones sobre la rentabilidad futura o el desarrollo previsto en el tiempo de la inversión, como conllevaría el art. 3 nonies de la Directiva. A lo más que se llega a a fijar límites de volatilidad en la inversión o un cálculo del VaR (*Value at Risk*) que precisamente es un cálculo negativo de posibles límites de pérdida, pero no de rentabilidades esperadas.

2. ACUERDOS CON LOS GESTORES

El segundo mandato del art. 3 nonies es el de que, una vez más el inversor institucional, ponga en conocimiento del público la información relativa a su acuerdo con el gestor de activos o sociedad de gestión de inversión colectiva en aspectos como:

- La forma en que incentiva al gestor de activos a adaptar su estrategia de inversión al perfil y duración de los pasivos, en especial de que son a largo plazo:
- Como incentiva al gestor de activos a adoptar decisiones basándose en rendimientos financieros y no financieros a largo plazo de la sociedad en la que invierte y a implicarse en las sociedades en que se invierte para mejorar su rendimiento a medio y largo plazo.
- Como el método y el horizonte temporal de la evaluación del rendimiento y de la remuneración por los servicios es conforme al perfil y duración de los pasivos del inversor institucional y tiene en cuenta el rendimiento absoluto a largo plazo.
- Como el inversor institucional controla los costes de rotación de cartera y cómo se controlan los intervalos de rotación de una cartera específica.
- La propia duración del acuerdo con el gestor de activos.

Por decirlo de alguna manera el art. 3.2 nonies enuncia una obligación de transparencia; detallar los contenidos y previsiones del pacto de gestión en relación a sus rentabilidades a medio y largo plazo. En este sentido estaría el mandato de manifestar como se adaptan las estrategias de inversión o los costes e intervalos de rotación a los pasivos a largo plazo del inversor institucional.

Pero también encubre un mandato implícito; el de incentivar a que el gestor de inversiones practique una inversión activista/militante (STONE, F. 2015. IBÁÑEZ, 2015. MAUGHERI, 2015. PACCES, 2017) y dotada de un control cercano sobre las empresas en las que invierte, a la vez que el inversor institucional actúa como un inversor activista/militante sobre la sociedad de gestión de inversión colectiva. El mandato de transparencia obliga ciertamente a una estrecha relación de *investor relationship* (MONTALENTI, P., 2015,

págs. 7-34. IBÁÑEZ, 2015, págs. 35-44.) entre el inversor institucional y la sociedad de gestión de inversión colectiva. Pero sobre esta última y, como bien dice, «a implicarse (el gestor de activos) en las sociedades en que se invierte para mejorar su rendimiento a medio y largo plazo» momento en el que se sobrepasa el mero mandato de *disclosure* o transparencia informativa y se introduce un mandato de gestión implicada a un doble nivel (NAMEY, 2015). Todo ello con transparencia frente al beneficiario o inversor último, el cliente de los Inversores institucionales.

En síntesis, el mandato de transparencia excede, o debería exceder, de la mera publicidad de los términos del acuerdo existente entre inversor institucional y gestor de activos, para obligar al detalle público de los elementos de incentivación y control que utiliza el inversor institucional sobre el gestor y de la forma en que garantiza que dicho gestor se implica en el control de rendimientos a medio y largo plazo de las empresas en las que invierte. Igualmente, en cómo se efectúa un control de los costes de inversión y rotación de carteras. Pero, ante todo, a que declare que controla y cómo lo hace, que el gestor de inversiones promueve una política de rendimientos a largo plazo que se adapte a la necesidad de los inversores institucionales y sus beneficiarios. Si en el apartado anterior establecía una duda sobre la finalidad última del precepto, en el apartado segundo creo que queda claro que su finalidad última es la promover un cambio en la política de rendimientos de las empresas, a través de la presión de sociedades de gestión e inversores institucionales demandando políticas a largo plazo que doten al mercado de una mayor estabilidad. Son muchos y crecientes los estudios sobre los efectos de inversión militante o implicada con la gestión de los emisores de valores (NAMEY, E. 2015, págs. 87-94). Todo indica que el compromiso activo, la participación en el seguimiento y control de la gestión, la demanda constante de explicaciones y la oferta a los administradores de planes alternativos de gestión con respaldo accionarial aumenta el rendimiento de las empresas emisoras (BLANCO BERMÚDEZ, 2015, Págs. 71 y ss.). Y en todo caso, aumenta el vínculo a largo plazo de las inversiones promoviendo una mayor estabilidad de las mismas, del propio mercado y de las expectativas de rendimiento de los inversores.

Nuevamente, el art. 3 nonies obliga a un cambio en la cultura informativa (y no sólo informativa) de los inversores institucionales, pues ya no bastará con detallar quien es nuestro gestor, qué costes y qué rentabilidad nos genera o que plazo de disposición de los activos le hemos otorgado. Ahora, a mayores, nuestra carga de información nos obliga a efectuar una evaluación del *rendimiento absoluto* previsto por la labor del gestor, detallando sus gastos y los costes de rotación que genera, así como a justificar qué exigencias de implicación a largo plazo desarrolla y cómo estas se adaptan a las necesidades de nuestro pasivo. Balance en que deberemos incluir rendimientos financieros y no finan-

cieros a largo plazo, en una estrategia de implicación con las empresas en las que se invierte.

Llamo la atención sobre el último inciso de la norma, si alguno de estos aspectos no fuera incluido en el acuerdo con el gestor de los activos, se debería justificarlo de manera clara, expresa y razonada. El art. 3.2 nonies de la Directiva 828/2017 implica una más que probable renegociación de los pactos con las sociedades de gestión de inversión colectiva y la inclusión de los mismos de un capítulo que detalle la «investor relationship» existente entre ambos. Y, por otro lado, el desglose en los futuros informes de gestión de la inversión o «datos fundamentales para el partícipe», según fórmula habitual en el mercado, de los conceptos informativos y de gestión aquí detallados. Cuestión distinta que ahora no compete abordar, es la de determinar en qué medida estos mandatos vienen dotados de acción para el interesado o si sólo serán objeto de la supervisión y control administrativo. Personalmente entiendo que un mandato con simple remisión al control general de los informes financieros está destinado a aparcar en el mismo solar que los mandatos de detalle de políticas de inversión y voto que ya se formularon hace una década (ECHEBARRÍA, 2006). Es decir, en un mero cumplimiento formal.

3. TRANSPARENCIA DE LOS ACUERDOS

Finalmente, la norma tercera del art. 3 nonies introduce un mandato de disclosure/transparencia puro. La información de los apartados 1 y 2 previamente detallada (que como hemos visto es algo más que una obligación informativa desde el momento en que implica mandatos de conducta), se tendrá que hacer pública de forma gratuita en la web del inversor, con actualización, por lo menos anual o cuando exista un cambio significativo. Los Estados miembros pueden ampliar este mandato a otros medios fácilmente accesibles en línea, pero siempre respetando el mandato de gratuidad y acceso público general. La norma posee el grado de flexibilidad necesario desde el momento en que impone respeto al mínimo exigible, publicación en web del informe anual, contempla la necesidad de informar ante acontecimientos significativos y, permite a los Estados la promoción de otras técnicas de comunicación e implicación con los inversores, como puede ser la introducción de mandatos de comunicación o políticas de comunicación en foros, listas de correos, uso de redes sociales o cualquier otra forma de comunicación compatible con el objetivo primario de la directiva, que era, recordémoslo, el de fomentar la implicación del accionista a largo plazo con los proyectos de inversión y aumentar la transparencia de las inversiones (BERMÚDEZ, 2015. STONE, 2015).

IV. CONCLUSIONES

A modo de conclusión, podríamos decir que el art. 3 nonies bajo una apariencia discreta; simple establecimiento de un mandato de transparencia informativa, impone o al menos promueve, un mandato de gestión implicada de la inversión con un compromiso a largo plazo. De los diversos objetivos declarados por la Directiva, fomentar la implicación de los accionistas en la inversión, transparencia de las inversiones y aumento de los resultado financieros, el art. 3 nonies se implica ante todo con el primero de dichos objetivos y con el objetivo, no explícitamente declarado, de fomentar inversiones ajenas a la presión cortoplacista, al obligar a dos de los principales actores de la inversión en nuestro mercado, inversores institucionales y sociedades de gestión de inversión colectiva, a hacer una gestión activista de sus inversiones y a buscar una adaptación de las mismas a los pasivos de larga duración. En definitiva, a permitir, también a los emisores, que desarrollen estrategias de crecimiento e inversión no coartadas por la necesidad de acreditar resultados inmediatos. Nuestra regulación sobre instituciones de inversión colectiva contiene ya algunas normas que iban en esa línea, como el artículo 46.1.d) de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, que se desarrolla por el artículo 115.1 i) de su Reglamento de desarrollo, aprobado por el Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio. Pero qué duda cabe, en este caso el mandato es más claro, preciso y acotado.

Cuestión distinta es la de valorar en qué medida el texto de la norma puede cumplir con efectividad sus objetivos manifiestos. Como inversora en seguros y planes de pensiones y como jurista interesada en la materia, he leído múltiples informes de políticas de inversión de planes y fondos de inversiones, mutuas, etc. Mi visión es crítica: Es difícil que la utilización del lenguaje que hacen los redactores de dichos informes pueda fomentar de ninguna forma la implicación de los accionistas/partícipes o beneficiarios en la inversión o promover su estabilidad. Si se quedan o si invierten será finalmente por otros criterios, ya que en los informes al uso (para este comentario he consultado más de treinta), el lenguaje es críptico para quien no sea un iniciado (p. ej., «La política de gestión se realiza de forma discrecional, basándose en sistemas cuantitativos, utilizando distintas herramientas de análisis sobre volatilidades y correlaciones de las diferentes IIC's que compongan la cartera»). Los datos aportados son esquemáticos y no comprometen a nada muy concreto al inversor institucional (p. ej. «el fondo puede invertir entre un 0% y un 100% en IIC's de renta variable, sin perjuicio de que la exposición a estos mercados pueda reducirse o incluso eliminarse»). A día de hoy, raramente se ponen de manifiesto cosas tan evidentes y tan trascendentes como la vinculación del plan y de la sociedad gestora con el mismo grupo financiero, o la orientación de la política de inversiones con la política del grupo (ya en ECHEBARRIA, 2006). Las referencias

a criterios técnicos de inversión raramente o nunca detallan, ni el estilo ni la estrategia de inversión, más allá de una declaración de intenciones general. Lo cierto, es que el factor de comunicación de mayor impacto en cualquier memoria o informe sobre planes de pensiones, fondos de inversión o similares, es el gráfico de rentabilidades pasadas, por más que siempre venga acompañado de la mención «rentabilidades pasadas no garantizan rentabilidades futuras». Pero es que de hecho, este es uno de los pocos contenidos que cualquier partícipe puede valorar abiertamente.

Puede que esta norma cambie nuestra cultura informativa, habrá que verlo, pero mucho me temo que provoque el añadido de una o dos menciones más al informe tipo, sin alterar sus virtudes comunicativas. Un cambio en la cultura de comunicación con el inversor beneficiario requeriría de la implementación de medidas complementarias, como la elaboración de informes simplificados, en lenguaje llano, la comunicación de políticas de inversión en redes sociales, la oferta de departamentos de atención al inversor etc. etc.

Así pues, quizás el mayor valor añadido de la norma 3 nonies de la Directiva resida en su objetivo no manifiesto, el incentivar a inversores institucionales y sociedades de gestión de inversión colectiva a efectuar una demanda de políticas económicas y de inversión a medio y largo plazo, con adaptación a los plazos de los pasivos implicados y promoviendo por ende una estabilidad mayor en el mercado. En este objetivo, si la norma termina teniendo mecanismos de *enforcement* adecuado, puede que si pudiera tener un impacto apreciable.

V. BIBLIOGRAFÍA

AA.VV., IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J./MARTÍN DE VIDALES GODINO, M., *Cuadernos de la cátedra Garrigues: Derecho de sociedades gobierno corporativo y relaciones con los inversores*, vol. 2, 2 marzo 2015, págs. 1-192.

AA.VV., SANDRELLI, G./EREDE, M., «*Inappropriate short-term activism*» vs. «*appropriate long-term engagement*»: *Note critiche sul ruolo degli investitori professionali nella corporate governance a margine del dibattito avviato dalla Commissione Europea*. http://orizzontideldirittocommerciale.it/media/12344/erede_matteo_-_sandrelli_giulio.pdf;

A. BERLE, *Power without property*, New York, 1959.

BLANCO BERMÚDEZ, F., «el valor actual de las relaciones con los inversores en las compañías cotizadas» en AA.VV., IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J./MARTÍN DE VIDALES GODINO, M., *Cuadernos de la cátedra Garrigues: Derecho de sociedades gobierno corporativo y relaciones con los inversores*, vol 2, 2 marzo 2015, págs. 71-87.

- CHACORNAC, J., «Révision de la directive sur le droit des actionnaires: renforcer leurs pouvoirs et améliorer la transparence» *En Letre CREDA Sociétés*, n.º 2014-13, pag. 2.
- ECHEBARRÍA SÁENZ, M., «La posición de socio de las instituciones de inversión colectiva en particular la obligación de información sobre políticas de inversión y voto» en *Derecho de sociedades anónimas cotizadas: (estructura de gobierno y mercados)*, RODRIGUEZ ARTIGAS, F. C oord.), THOMSON REUTERS, VOL. 2, 2006, P ágs. 1241-1290.
- HERNÁNDEZ JIMÉNEZ, G., *Análisis técnico y velas japonesas para inversores de medio y largo plazo partiendo de cero: Es mucho más fácil de lo que crees*, Amazon Kindle, 13 febrero 2014.
- https://www.invertirenbolsa.info/estrategias_inversion.htm
- IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J., «Sociedad cotizada, mercado de valores y sistemas de relaciones con inversores (dos notas para una contraponencia)» en AA.VV., IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J./MARTÍN DE VIDALES GODINO, M., *Cuadernos de la cátedra Garrigues: Derecho de sociedades gobierno corporativo y relaciones con los inversores*, vol. 2, 2 marzo 2015, págs. 35-44.
- MARCO ALCALÁ, L.A. «Fomento de la Implicación a Largo Plazo de los Accionistas» en *CRÓNICA DE LEGISLACIÓN Mercantil*, (Enero-Junio 2017), págs. 192-197.
- MAUGERI (A CURA DI). «Governo delle società quotate ed attivismo degli investitori istituzionali» in *Quaderni di giurisprudenza commerciale*, 382, 2015.
- MONTALENTI, P., «Società quotate, mercati finanziari e relazioni con gli investitori» en AA.VV., IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J./MARTÍN DE VIDALES GODINO, M., *Cuadernos de la cátedra Garrigues: Derecho de sociedades gobierno corporativo y relaciones con los inversores*, vol. 2, 2 marzo 2015, págs. 7-34
- MULA, L., «La revisione della Direttiva sui Diritti degli Azionisti: un nuovo approccio dell'UE alla corporate governance delle società quotate» en *Aprofondimenti, Diritto Bancario. It.* giugno 2017. Págs. 1-8
- NAMEY, E., «Reflexión sobre políticas globales de relaciones con inversores: la expansión de los nuevos Hedge Funds activistas» en AA.VV., IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J./MARTÍN DE VIDALES GODINO, M., *Cuadernos de la cátedra Garrigues: Derecho de sociedades gobierno corporativo y relaciones con los inversores*, vol. 2, 2 marzo 2015, págs. 87-94.
- PACCES, A., *Hedge Fund Activism and the Revision of the Shareholder Rights Directive in ECGI Law working papers*. ECGI, 2017, http://www.ecgi.global/sites/default/files/working_papers/documents/3532017.pdf

STONE F., «Global Trends in investor relations» en AA.VV., IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J./MARTÍN DE VIDALES GODINO, M., *Cuadernos de la cátedra Garrigues: Derecho de sociedades gobierno corporativo y relaciones con los inversores*, vol. 2, 2 marzo 2015, págs. 95-102.