

Código de buenas prácticas de inversores

La CNMV aprueba un código para fomentar la inversión responsable en sociedades cotizadas y no cotizadas.

Legal flash España

1 de marzo de 2023



Aspectos clave

- **Propósito.** Promover la inversión responsable de los inversores institucionales y los gestores de activos, y el ejercicio diligente de las funciones atribuidas a los asesores de voto a través de la implementación de siete buenas prácticas (los “Principios”).
- **Ámbito subjetivo abierto y variable.** Se dirige a los inversores institucionales, gestores de activos y asesores de voto con sede en España, pero su adhesión voluntaria queda abierta a otros inversores (p.ej., grupos familiares, sociedades *holding* o entidades extranjeras).
- **Principio de “aplicar y explicar”.** La adhesión es voluntaria pero debe ser completa, aunque cabe una modulación de determinados Principios conforme al criterio de proporcionalidad.
- **Periodo transitorio.** Durante los tres primeros años, las entidades que lo soliciten podrán acogerse al principio de “cumplir o explicar” salvo en la política de gestión de los conflictos de intereses.
- **Buenas prácticas.** Por su interés, destacamos:
 - La consideración a los factores medioambientales, sociales y de buena gobernanza (“ESG”).
 - El deber de lealtad de los consejeros dominicales.
 - El nombramiento, reelección y cese de los consejeros y, en particular, el cese de los consejeros independientes.
 - El préstamo de valores.
 - La denominada “estrategia de escalamiento”.



Contexto y objetivo

Históricamente, se criticaba que los inversores institucionales y los gestores de activos no se implicaban en la gestión de las sociedades cotizadas en las que participan y se centraban en obtener el mayor rendimiento de su inversión. Como consecuencia, **las sociedades se veían presionadas, en numerosas ocasiones, para obtener resultados a corto plazo.**

Junto a esta **falta de implicación**, se reprochaba la **falta de transparencia** en la operativa de estos accionistas y de los asesores de voto a los que recurrían con frecuencia. Los primeros no informaban públicamente sobre sus estrategias de inversión y políticas de implicación (*engagement*). Y, los segundos, no hacían pública la metodología utilizada para emitir sus recomendaciones de voto que, en ocasiones, eran criticadas por no atender a las particularidades de las compañías. Además, el **riesgo de conflicto de intereses en la operativa de los asesores** de voto es alto debido a que es un mercado muy concentrado, donde algunos operadores prestan otro tipo de servicios a las compañías.

Todo ello, motivó al legislador comunitario a introducir en la [Directiva 2017/828/UE](#) (“**Directiva SRD II**”) recomendaciones sujetas al principio de “cumplir o explicar” para fomentar una mayor implicación de los inversores institucionales y gestores de activos e impulsar la transparencia en la actuación de estos accionistas y los asesores de voto. En marzo de 2021, el legislador español incorporó la Directiva SRD II a través de la [Ley 5/2021](#) si bien optó por imponer — y no solo recomendar — a los inversores institucionales, los gestores de activos y los asesores de voto nuevos deberes de transparencia (p.ej., la elaboración y publicación de una política de implicación, la información anual sobre su implementación, la publicación del sentido de su voto en las juntas o la adopción de medidas en relación con los posibles conflictos de intereses). Ver más detalle en la publicación [“Novedades para sociedades cotizadas: reforma de la Ley de Sociedades de Capital y otras normas financieras”](#).

La CNMV da ahora un paso más, y al igual que en otros mercados de nuestro entorno, aprueba un [código de buenas prácticas de inversores](#) (*stewardship code*) — el “**Código**” — con el propósito de promover la inversión responsable de los inversores institucionales y los gestores de activos, y el ejercicio diligente de las funciones atribuidas a los asesores de voto.

¿A quién se dirige el Código?

Inicialmente, se dirige a los **inversores institucionales¹ y los gestores de activos con sede en España y a los asesores de voto con sede o establecimiento en España**. Además, su **adhesión voluntaria queda abierta a otros inversores** como, por ejemplo, sociedades *holding*, grupos familiares o entidades extranjeras. Para estos últimos la adhesión voluntaria

¹ El Código parte de la definición de inversor institucional de la Directiva SRD II, que es más limitada que la que encontramos en otra normativa de mercado de valores y abarca únicamente a las compañías de seguros y reaseguros de vida y a los fondos de pensiones de empleo.



no debería resultar gravosa puesto que su contenido es coherente con el de los códigos y estándares internacionales.

¿A qué sociedades afecta?

El Código trata de **fomentar una inversión responsable**, alejada de enfoques cortoplacistas, **en las compañías, cotizadas o no cotizadas**, en las que participen quienes, voluntariamente, decidan adherirse a él.

¿Qué es el principio de “aplicar y explicar”? ¿Qué sucede durante el periodo transitorio?

La adhesión al Código tiene carácter voluntario pero, salvo en casos excepcionales justificados por la naturaleza de sus activos o la estrategia de inversión, quien decida adherirse deberá aplicar todos sus Principios y explicar cómo lo hace (**principio de “aplicar y explicar”**).

No obstante, se establece un **periodo transitorio de tres años** en el que los inversores que lo soliciten podrán acogerse al **principio de “cumplir o explicar”**, que les permitirá justificar en su informe anual por qué no han seguido determinados Principios. El Código considera que el Principio 6 (“Política de gestión de los conflictos de intereses”) se debe aplicar desde el primer momento, por ser consustancial con la operativa de cualquier inversor o gestor.

Quienes quieran beneficiarse de esta excepción, tendrán que (a) publicar un plan y calendario concreto de adaptación y (b) informar sobre el grado de avance en cada uno de esos tres ejercicios. Si al finalizar este periodo transitorio no han implementado todos los Principios (con sujeción al criterio de proporcionalidad) no podrán continuar manifestando su adhesión al Código.

¿Qué es el criterio de proporcionalidad?

Como hemos apuntado antes, salvo en casos excepcionales, no cabe la aplicación parcial del Código. Sin embargo, sí se contempla una modulación o aplicación proporcional de los Principios en atención a las particulares circunstancias (p.ej., el tamaño de la entidad, el volumen de la inversión, la naturaleza de los activos en los que se invierte, las prioridades estratégicas o el grado de conocimiento de la sociedad en la que se ha invertido). El propio Código, en las explicaciones que incluye después de cada Principio, apunta algunas de las circunstancias que podrían justificar esta modulación y que no detallaremos en este resumen.



¿Qué medidas de transparencia introduce el Código?

- **Relación de entidades adheridas.** La CNMV publicará en su página web una relación de todas las entidades que se hayan adherido siguiendo el [procedimiento](#) establecido al efecto. En su caso, se indicará cuáles de ellas se han acogido a la flexibilidad permitida durante el periodo transitorio

- **Información que deben facilitar las entidades adheridas.** Las entidades adheridas publicarán en su página web:
 - Sus políticas de implicación y voto.
 - Información sobre la integración de los riesgos de sostenibilidad, en el grado que estimen más adecuado, en su estrategia y operaciones de inversión.
 - Plan y calendario concreto de adaptación integral al Código (para aquellas entidades acogidas al periodo transitorio).
 - Informes anuales sobre la aplicación de estas políticas y de los Principios del Código. Las entidades que, temporalmente, estén informando conforme al principio de “cumplir o explicar” deberán detallar el grado de avance durante el ejercicio.

¿Cuáles son los siete Principios del Código?



1. Estrategia a largo plazo

Los inversores y gestores, en su condición de agentes fiduciarios:

- Orientarán su actuación a la rentabilidad a largo plazo de sus inversiones en provecho de sus clientes y beneficiarios.
- Integrarán, en el grado que consideren oportuno, como parte de sus obligaciones fiduciarias, los factores ESG, así como los riesgos asociados, en sus estrategias, políticas y decisiones de inversión. Al hacerlo, podrán tener en cuenta el [Reglamento 2019/2088/UE](#) (“**Reglamento SFRD**”) y el principio de doble significatividad.
- Mantendrán actualizadas sus prácticas y estructuras internas de gobierno para asegurar que son coherentes con los Principios. Se considera conveniente que cuenten con códigos de conducta internos y con una estructura de gobierno corporativo dinámica, que se actualice de forma ágil.

Cuando tengan una influencia significativa en la sociedad o hayan propuesto a un consejero dominical, se considera conveniente que expliquen cuáles son su estrategia y objetivos de rendimiento a largo plazo, cómo planean conseguirlos y en qué medida en sus estrategias y decisiones de inversión tienen en cuenta el interés social y los intereses de otros grupos de interés, incluidos los del resto de accionistas y de las sociedades en las que invierten.



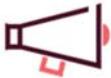
2. Conocimiento y seguimiento de las empresas

Los inversores y gestores deben realizar un seguimiento (con suficientes medios) y adquirir un conocimiento adecuado de:

- Las sociedades en las que invierten.
- La medida en que esas compañías contribuyen al Principio 1 (la rentabilidad a largo plazo de sus inversiones en favor de sus clientes y beneficiarios).

Si detectan algún suceso o acontecimiento que pudiera ocasionar pérdidas significativas en la sociedad o exponerla a riesgos elevados, incoherentes con su política de inversión, deberían:

- Valorar la oportunidad de comunicar este hecho a la sociedad.
- Analizar, en función del resultado de esa comunicación o diálogo, qué otras medidas sería razonable adoptar (p.ej., sentido del voto en la próxima junta o colaboración con otros inversores).



3. Desarrollo y publicidad de la política de implicación

Basándose en su conocimiento de las sociedades en las que invierten, los inversores y gestores desarrollarán, publicarán y mantendrán actualizada una política de implicación, enfocada a:

- La generación de un rendimiento coherente con su estrategia a largo plazo (Principio 1).
- La contribución a que la estrategia empresarial de la sociedad en las que invierte sea adecuada. En este sentido, deberían promover la adopción de estructuras y prácticas de gobierno adecuadas, teniendo en cuenta el [Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas de la CNMV](#) u otros similares.

Esta política debería estar accesible en su página web (a no más de tres clics desde la página principal) junto con el informe anual sobre su aplicación.

El Código realiza varias recomendaciones sobre el contenido de la política, entre las que destacamos:

- El establecimiento de mecanismos de identificación y gestión de conflictos de intereses cuando tengan una influencia significativa en la sociedad o hayan propuesto a algún consejero dominical. Respecto a estos últimos, la política debería asegurarse de que *“sean conscientes de su responsabilidad, al igual que los restantes consejeros, en relación con la defensa del interés social, con primacía respecto a los intereses del dominus”*.
- La descripción de la denominada “estrategia de escalamiento”. Esto es, las actuaciones que prevén realizar cuando la sociedad no esté atendiendo a sus preocupaciones o cuando consideren que la exposición a un riesgo sigue siendo excesivamente elevada.



-
- La conducta que esperan de la sociedad y sus administradores cuando una de las propuestas sometidas a la junta de accionistas obtenga un porcentaje significativo de votos en contra.
 - La información sobre el uso, en su caso, de agencia de calificación en el ámbito del ESG.
-



4. Ejercicio del derecho de voto

Los inversores y gestores ejercerán activamente sus derechos como accionistas en las sociedades en las que inviertan, participando y ejerciendo su derecho de voto responsablemente en las juntas generales, en interés de sus clientes y beneficiarios, de conformidad con sus políticas de implicación y voto.

El Código aconseja que no se sigan las recomendaciones de los asesores de voto “de forma automática” y que, cuando deleguen el voto en favor de un tercero, se den instrucciones precisas sobre el sentido del voto.

En relación con el nombramiento, reelección o cese de consejeros se recomienda:

- Evaluar la medida en que el consejero contribuirá a una composición adecuada y diversa del consejo.
- Analizar si la sociedad ha seguido los principios de buen gobierno previstos en la [Guía técnica de la CNMV sobre comisiones de nombramiento y retribuciones](#).
- Aplicar “*la máxima cautela y extremar el escepticismo respecto de apoyar en la junta general propuestas, como las de cese de consejeros independientes, que no se hubieran incluido previamente en el orden del día (ya sea en el momento de la convocatoria o por medio de nuevos puntos o propuestas de acuerdo introducidos con posterioridad, de conformidad con la normativa aplicable)*”.

Cuando exista una preocupación y no se resuelva adecuadamente (p.ej., la falta de información para poder emitir un voto informado y razonado) debería valorarse si resulta apropiado adelantar a la compañía el sentido de su voto, incluso si la junta no ha sido convocada.

Respecto al préstamo de valores, el Código recomienda que no se tomen prestadas acciones con el propósito de ejercer los correspondientes derechos de voto. En todo caso, la política de voto debería clarificar cuándo se recuperarían las acciones prestadas para ejercer el voto y, con carácter anual, habría que informar sobre cómo el préstamo de acciones ha influido en su ejercicio de voto.



5. Transparencia de las actuaciones de implicación y voto realizadas y de sus resultados

Los inversores y gestores publicarán con carácter anual un informe acerca de cómo han aplicado las políticas de implicación y voto en el ejercicio inmediatamente anterior, que incluirá una:

- Evaluación de las actuaciones realizadas.
- Explicación de cómo las políticas anteriores han contribuido a los objetivos establecidos en los Principios 1, 2 y 3 y a la consecución de la estrategia empresarial de las sociedades en las que invierten.

Este informe anual debería ser objeto de publicación dentro del plazo de 12 meses desde la fecha de cierre del ejercicio al que se refiere, siempre que la normativa general o sectorial aplicable no establezca un plazo diferente.

Cuando se hayan delegado las actividades de seguimiento, implicación o voto, se deberá explicar cómo se ha tratado de asegurar que los asesores de voto u otros proveedores de servicios han llevado a cabo sus actuaciones conforme a lo estipulado contractualmente y en qué medida han contribuido positivamente a la consecución de la estrategia y objetivos por parte de tales inversores o gestores.



6. Política de gestión de los conflictos de intereses

Los inversores y gestores deberán tener una política de gestión de los conflictos de intereses enfocada a priorizar los intereses de sus clientes y beneficiarios. Además, deberán dotarse de sistemas de gobernanza que les permitan identificar, gestionar, mitigar o prevenir estos conflictos de intereses, asegurando la debida independencia en su resolución.

Como adelantamos anteriormente, no cabe excepcionar la aplicación de este Principio durante el periodo transitorio en el que las sociedades pueden optar por acogerse al principio de “cumplir o explicar”.



7. Política retributiva

La política retributiva de los consejeros ejecutivos y altos directivos de los inversores y gestores deberá estar orientada a la consecución de un rendimiento a largo plazo por parte de tales inversores y gestores.

La política retributiva y los informes anuales deberán indicar públicamente:

- La parte de la remuneración variable de los consejeros ejecutivos y altos directivos que estará vinculada al cumplimiento de objetivos estratégicos.
- La aplicación efectiva durante el ejercicio.



La política retributiva y el informe anual deberán justificar que la estructura retributiva y los importes anualmente devengados están alineados con la estrategia empresarial y con el objetivo para tales inversores o gestores de la consecución de un rendimiento a largo plazo, siendo recomendable explicar la conexión existente entre las métricas fijadas y los objetivos perseguidos.

Para obtener información adicional sobre el contenido de este documento puede enviar un mensaje a nuestro equipo del [Área de Conocimiento e Innovación](#) o dirigirse a su contacto habitual en Cuatrecasas.

©2023 CUATRECASAS

Todos los derechos reservados.

Este documento es una recopilación de información jurídica elaborado por Cuatrecasas. La información o comentarios que se incluyen en el mismo no constituyen asesoramiento jurídico alguno.

Los derechos de propiedad intelectual sobre este documento son titularidad de Cuatrecasas. Queda prohibida la reproducción en cualquier medio, la distribución, la cesión y cualquier otro tipo de utilización de este documento, ya sea en su totalidad, ya sea en forma extractada, sin la previa autorización de Cuatrecasas.

