

Nota informativa: Código de buenas prácticas de inversores institucionales, gestores de activos y asesores de voto aprobado por la CNMV

UN NUEVO MARCO DE RELACIONES ENTRE LA INVERSIÓN INSTITUCIONAL Y LA SOCIEDAD COTIZADA

RESUMEN EJECUTIVO

- Tras un periodo de consulta pública entre junio y septiembre de 2022, la **CNMV** ha aprobado con fecha de 22 de febrero de 2023 el **Código de buenas prácticas de inversores institucionales, gestores de activos y asesores de voto en relación con sus deberes respecto de los activos conferidos o los servicios prestados** (el "**Código**"), **dirigido a los inversores institucionales y a los gestores de activos** con sede en España, así como a los **asesores de voto** (*proxy advisors*) **con sede o establecimiento en España**.

El Código es **de carácter voluntario bajo el principio "aplicar y explicar"**, de modo que las entidades que decidan adherirse al mismo deberán aplicar sus principios en su totalidad, sin perjuicio de su adaptación a sus particulares circunstancias sobre la base del **criterio de proporcionalidad**. La CNMV ha previsto un **periodo transitorio de tres años a partir de su aprobación** durante el cual las entidades que decidan adherirse al mismo podrán optar por aplicar gradualmente sus principios y reportar durante ese periodo conforme al **criterio de "cumplir o explicar"**, todo ello sobre la base de un calendario o plan de adaptación predefinido.

- Desde la perspectiva de la sociedad cotizada, el Código implica:**
 - Un **nuevo marco a tener en cuenta por las áreas o departamentos de relaciones con inversores en sus actuaciones con los inversores institucionales y gestores de activos**. En este sentido, el Código pone el acento en la conveniencia de que este tipo de inversores informen anualmente, con criterios cuantitativos y cualitativos, así como con ejemplos concretos, sobre las actividades de implicación, comunicación y diálogo realizadas con las sociedades en las que inviertan, lo que incluirá, cuando resulte conveniente, distintos grados de escalonamiento en las relaciones establecidas con las sociedades. Ello a su vez, deberá tener reflejo en la **Política de comunicación con inversores institucionales, gestores de activos y asesores de voto, en la que deberá recogerse la forma en que las sociedades lleven a cabo la interacción con los inversores institucionales a instancia de estos**.
 - Una **valoración por los consejos de administración de los informes emitidos anualmente por los inversores institucionales y gestores de activos** no solo respecto de las sociedades en las que invierten, sino del conjunto de sus inversiones en la medida en que deberán explicar cómo sus prácticas de implicación han variado entre los distintos fondos o vehículos de inversión y tipo de activos.
 - Una **mayor activación del derecho de información y voto en las juntas por parte de los inversores institucionales y gestores de activos**, lo que determinará a su vez y en paralelo, un mayor esfuerzo de comunicación/información por parte de las sociedades cotizadas respecto de las propuestas de acuerdo que se lleven a la junta y, asimismo, de los informes que las comisiones del consejo trasladen igualmente a la junta.

En este sentido, **estos códigos** que se están aprobando en los mercados más relevantes a nivel mundial **irán determinando una nueva forma de entender la comunicación continuada con los inversores y la manera de abordar los temas e información que el consejo traslade a la junta** (a estos efectos, el Código recomienda expresamente a los inversores institucionales y gestores de activos o bien abstenerse de votar o bien votar en contra de las propuestas de acuerdo de los administradores cuando estimen que no se ha suministrado con antelación suficiente toda la información y documentación necesarias para un voto informado y razonado).

Asimismo, tendrá progresivamente una mayor **incidencia en la posición de los inversores institucionales en las juntas la información no financiera como factor de evaluación de la "inversión sostenible" llevada a cabo por los consejos**.



(I) INTRODUCCIÓN

En los últimos años se ha observado una proliferación de códigos de buenas prácticas de los inversores institucionales, gestores de activos y proveedores de servicios (*stewardship codes* en inglés) que, en aras de un modelo eficiente de gestión y gobernanza empresarial, **promueven la implicación de estos accionistas en la gestión de las sociedades en las que invierten.**

En este contexto, la CNMV ha elaborado el **Código de buenas prácticas de inversores institucionales, gestores de activos y asesores de voto en relación con sus deberes respecto de los activos conferidos o los servicios prestados** (el “Código”) orientado a la promoción de la implicación de estos actores en las sociedades en las que invierten a los fines de contribuir a la creación de valor a largo plazo, favorecer el entorno operativo de las sociedades mediante la mejora de su gobierno corporativo y potenciar la transparencia de esta clase de inversores.

(II) ÁMBITO DE APLICACIÓN

El Código está dirigido a **(i) los inversores institucionales y a los gestores de activos¹ con sede en España (“inversores y gestores”)**, sin perjuicio de la posibilidad de que los inversores y gestores con sede fuera de España se adhieran voluntariamente al mismo; y a **(ii) los proveedores de servicios, habiéndose limitado el alcance del Código a los asesores de voto (*proxy advisors*) con sede o establecimiento en España.**

(III) CARACTERÍSTICAS DEL CÓDIGO: VOLUNTARIEDAD, “APLICAR Y EXPLICAR” Y CRITERIO DE PROPORCIONALIDAD

La mayoría de los *stewardship codes* adoptados por otros ordenamientos jurídicos se han estructurado bajo dos orientaciones: bien “cumplir o explicar” o bien **“aplicar y explicar”**, siendo este último el adoptado por España (a diferencia del utilizado por el Código de Buen Gobierno de las sociedades cotizadas), de modo que las entidades **podrán decidir voluntariamente adherirse o no al Código**, si bien en caso de hacerlo deberán aplicar sus principios en su totalidad.

No obstante, la novedad del Código en el mercado español explica que se establezca un **periodo transitorio de tres años a contar desde su aprobación**, que permitirá a las entidades que decidan adherirse al mismo aplicar gradualmente sus principios, explicando en su informe anual las razones por las que no han seguido alguno de ellos e indicando qué principios sí han aplicado. No obstante, se considera que el principio del Código relativo a la política de gestión de conflictos de intereses debe aplicarse desde el inicio, por ser consustancial con la operativa de cualquier inversor o gestor.

Asimismo, **las entidades que decidan acogerse al periodo transitorio deberán comprometerse públicamente a aplicar todos los principios antes de febrero de 2026**, para lo que deberán publicar en el momento de la adhesión un plan y un calendario concreto de adaptación, explicando el grado de avance anual en cada ejercicio.

De otro lado, el Código se estructura sobre la base de una sistemática de principios. En este sentido, las aclaraciones o expectativas incluidas después de cada principio no deben considerarse prescripciones

¹ Por **inversores institucionales** se entienden las **compañías de seguro y reaseguros de vida y los fondos de pensiones de empleo**, existiendo la posibilidad de que otras entidades (compañías de seguros y reaseguros de no vida; sociedades *holding* o de cartera; grupos familiares y otros inversores privados u otras entidades similares), puedan asimismo adherirse si así lo consideran.

En cuanto a los **gestores de activos**, se incluyen: (i) **las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva**; (ii) **las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado**; (iii) **las sociedades de inversión que no hayan atribuido la gestión a una gestora**; y (iv) **las empresas de servicios de inversión y entidades de crédito en relación con los servicios que presten de gestión discrecional e individualizada de carteras.**

Aún sin tener la condición de gestores de activos a efectos del Código, otras entidades gestoras, como las gestoras de fondos de pensiones, podrán asimismo adherirse al Código si así lo consideran oportuno.



taxativas que todas las entidades deban cumplir, sino que, en aplicación del **criterio de proporcionalidad**, podrán adaptarlas a sus singularidades.

En todo caso, los principios previstos en el Código se aplicarán con respeto y sujeción a la normativa general o sectorial que resulte aplicable a cada situación y con observancia de las obligaciones contractuales o legales, incluidas las obligaciones de respetar tanto la confidencialidad debida como las limitaciones para divulgar información privilegiada.

(IV) PRINCIPIOS DEL CÓDIGO

El Código cuenta con **siete Principios** respecto de los cuales, de un lado, explica cuál es la motivación que subyace a cada uno de ellos y, de otro, enuncia el principio y desarrolla de manera algo más concreta sus manifestaciones, explicando en determinados casos además cuál sería una modulación razonable que podría hacerse del mismo atendiendo al criterio de proporcionalidad:

(i) Estrategia a largo plazo:

Principio 1: *“Los inversores y gestores orientarán su actuación a la rentabilidad a largo plazo de sus inversiones en beneficio de sus clientes y beneficiarios, e integrarán, en el grado que consideren oportuno, como parte de sus obligaciones fiduciarias, los factores medioambientales, sociales y de gobernanza, así como los riesgos asociados, en sus estrategias, políticas y decisiones de inversión.*

Los inversores y gestores deberán, también, mantener, revisar periódicamente y actualizar, en su caso, sus prácticas y estructuras internas de gobierno para asegurar que son coherentes con los principios de este Código.”

Se pretende promover que los inversores y gestores diseñen sus **políticas, procedimientos y estrategias de inversión con el fin de promover recíprocamente la creación de valor en sus inversiones** y un negocio rentable a largo plazo en las entidades en las que invierten. Dichas políticas, procedimientos y estrategias deberían integrar, en el grado que consideren adecuado, los **factores y riesgos medioambientales, sociales y de gobernanza (ASG)** y deberían ser coherentes con el perfil y la duración de los pasivos de los inversores.

En particular, en el caso de los inversores que tengan **influencia significativa o hayan designado a consejeros dominicales**, se considera conveniente que expliquen en qué medida en sus estrategias y decisiones de inversión tienen en cuenta el interés social y los intereses de otros grupos de interés.

De otro lado, se recomienda que los inversores y gestores se guíen por una **cultura corporativa sólida** y cuenten con **códigos de conducta de naturaleza prescriptiva que integren los principios del Código** con la finalidad de que sus consejeros, empleados y directivos queden vinculados por ellos y se doten de unas **estructuras de gobierno corporativo adecuadas** para ello.

Asimismo, se estima buena práctica que los inversores y gestores dispongan de una **estructura de gobierno corporativo dinámica** que se evalúe periódicamente y, cuando concurren cambios relevantes que así lo aconsejen, permita su ágil actualización para introducir las modificaciones que resulten oportunas, informando de todo ello en el informe anual sobre la aplicación de las políticas de implicación y voto a que se refiere el principio 5 del Código.

(ii) Conocimiento y seguimiento de las compañías:

Principio 2: *“Los inversores y gestores deben realizar un seguimiento y adquirir un conocimiento adecuados de las sociedades en las que invierten y de en qué medida esas compañías contribuyen al objetivo señalado en el principio 1 anterior, debiendo disponer en su labor de seguimiento de medios suficientes.”*

El principio pretende promover que los inversores y gestores lleven a cabo una **investigación, análisis y seguimiento periódicos de los aspectos materiales que afecten a la creación de valor a largo plazo** (estrategias, objetivos y planes de negocio, riesgos y oportunidades de sostenibilidad, calidad de su gobierno corporativo, grado de seguimiento de los códigos de buen gobierno...) de las sociedades en las que inviertan. A tal efecto, será conveniente que dispongan de **procedimientos y sistemas eficaces**, de medios materiales adecuados y de la capacitación necesaria de su personal con el fin



de desempeñar la labor sin sesgos y con independencia de criterio, reportando sobre ello en el informe anual.

Asimismo, en línea con la orientación a largo plazo de sus estrategias de inversión que persigue el principio 1 del Código, la **actividad de seguimiento deberá permitir la identificación de acontecimientos que puedan implicar pérdidas significativas o exposición a riesgos elevados incoherentes con sus políticas de inversión**. En estas situaciones se valorará comunicar este hecho a distintas entidades y, en su caso, analizar qué otras medidas sería razonable adoptar, bien a través del ejercicio del derecho de voto en la junta bien mediante la implicación individual o colaborativa.

(iii) Desarrollo y publicidad de la política de implicación:

Principio 3: “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 el indicado en el principio 1 y a contribuir a que las estrategias empresariales de las sociedades en las que inviertan sean adecuadas.”

La **política de implicación**, que deberá elaborarse utilizando como referencia el régimen legal sobre fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas², debe ser clara, precisa y completa; contener **criterios y objetivos medibles y reflejar un enfoque de conjunto del total de la inversión**. Esta política, que deberá revisarse periódicamente, en ocasiones con asesores externos, así como el informe anual sobre su aplicación práctica en el ejercicio anterior deberían estar disponibles en la página web de la entidad.

Los inversores y gestores, en aplicación de este principio, **comunicarán y, en su caso, entablarán un diálogo fluido con las sociedades en las que invierten** (y, en su caso, con otros accionistas, gestores o inversores) con objeto de manifestar sus preocupaciones y promover las actuaciones que en cada caso resulten convenientes.

La **política de implicación** debería: (i) manifestar **cómo su implicación y diálogo** con las sociedades en las que invierten **podrían llegar a influir en su sentido del voto**; (ii) **promover la implementación de estructuras y prácticas de gobierno adecuadas**; (iii) prever supuestos en los que se considere oportuno **promover actuaciones de implicación colaborativa**; (iv) diseñar, sobre la base de la política de comunicación/atención de la sociedad objeto de inversión, **estrategias de escalamiento**; (v) **divulgar información sobre la utilización**, en su caso, **de agencias de rating ASG**; e (vi) incluir expectativas de cómo consideran que las sociedades **en las que inviertan y sus administradores** deben abordar y dar **seguimiento a propuestas que se sometan a la junta y que puedan tener un porcentaje significativo de votos en contra**.

Además, los **inversores que ostenten una influencia significativa o hayan designado consejeros dominicales** establecerán **mecanismos de identificación y gestión de conflictos**, prestando atención al interés social y a los intereses de otros grupos de interés.

(iv) Ejercicio del derecho de voto:

Principio 4: “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 de accionistas, en interés de sus clientes y beneficiarios, de conformidad con sus políticas de implicación y voto.”

Se considera recomendable que, **de conformidad con la política de voto** –a la que resultará de aplicación lo dispuesto respecto de los criterios que debe reunir la política de implicación– que deberá publicarse también en su página web, **los inversores y gestores ejerzan de modo activo los derechos de voto de los que dispongan de forma discrecional**³, bien personalmente bien por medio de representantes con instrucciones precisas de voto.

² Esencialmente, los artículos 47 ter y 47 quáter de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva; 67 bis y 67 ter de la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de inversión colectiva de tipo cerrado; y 137 ter a 137 quinquies del Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores.

³ Entre otras, no es infrecuente que en el marco de la prestación del servicio de gestión discrecional de cartera el ejercicio del derecho de voto corresponda al beneficiario último.



La política de voto deberá prever **que el sentido del voto tenga en cuenta las actuaciones desarrolladas en atención a los principios 1, 2 y 3** y, cuando la votación tenga por objeto el nombramiento, reelección o cese de consejeros, considere **los principios del Código de Buen Gobierno de las sociedades cotizadas y lo previsto en la Guía Técnica 1/2019 de la CNMV**, o similares y, en caso de reelección, **el comportamiento del consejero en cuestión en su mandato precedente**. Asimismo, la política de voto debería clarificar los principios configuradores que guiarán, en su caso, el empleo por la entidad del préstamo de valores.

El sentido del voto **tendrá en consideración la comunicación y el dialogo entablados con las compañías objeto de su política de implicación y, en su caso, las actuaciones realizadas por tales entidades**, evaluando en cada situación si es apropiada la **comunicación anticipada del sentido del voto** a las sociedades y órganos de administración antes de que tenga lugar la convocatoria de la junta de accionistas.

En el supuesto de utilizar los servicios de un **asesor de voto, se considera conveniente no seguir sus recomendaciones de forma automática**, sino que el derecho de voto se ejerza de manera informada y formando un juicio propio en defensa de los intereses de sus clientes y beneficiarios, de lo que también se dará cuenta en el informe anual.

(v) Transparencia de las actuaciones de implicación y voto realizadas y de sus resultados:

Principio 5: *“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 y una 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.”*

Conforme a este principio, los inversores y gestores **publicarán anualmente⁴ en su página web un informe sobre las actuaciones realizadas sobre, de un lado, el ejercicio de la política de implicación**, que contendrá información clara, completa y objetiva, tanto cuantitativa como cualitativa, sobre las actuaciones realizadas en ejercicio de la política de implicación y las contribuciones derivadas de las mismas, considerándose relevante a este respecto explicar cómo las prácticas de implicación han variado entre los distintos fondos o vehículos de inversión y tipo de activos; **y de otro lado, la aplicación de la política de voto**, con una descripción general de su comportamiento de voto, una explicación de las votaciones más importantes, si han recurrido a los servicios de asesores de voto u otros proveedores y en qué medida se siguieron sus recomendaciones. Además, se publicará el sentido del voto emitido en las juntas generales de las compañías de las que posean acciones, pudiendo hacerse por referencia a su registro de votaciones.

(vi) Política de gestión de conflictos de intereses:

Principio 6: *“Los inversores y gestores deberán tener una política de gestión de los conflictos de intereses que debe estar enfocada a priorizar los intereses de sus clientes y beneficiarios.”*

Los inversores y gestores deberían desarrollar una **política de gestión de conflictos que permita la identificación de los conflictos de intereses, potenciales o reales, que puedan surgir en el desempeño de sus actividades de implicación y voto**; y asimismo, su adecuada **gestión, mitigación o prevención, asegurando la debida independencia en la resolución de estos conflictos**, en la que deberá primar en todo caso el interés de los clientes y beneficiarios.

A su vez, la política de gestión de conflictos será accesible a través de la **página web** de los inversores y gestores y se **incluirá en el informe anual información sobre su aplicación práctica** en el ejercicio anterior, con ejemplos concretos de conflictos y cómo han sido gestionados y resueltos.

(vii) Política retributiva:

Principio 7: *“La política retributiva establecerá e indicará de manera pública qué parte de la remuneración variable de los consejeros ejecutivos y altos directivos de los inversores y gestores estará vinculada al cumplimiento de objetivos relativos a sus estrategias y a cómo se ha llevado a*

⁴ El Código especifica que el informe deberá publicarse dentro de los 12 meses siguientes al cierre del ejercicio sobre el que se reporta, “siempre que la normativa general o sectorial aplicable no establezca un plazo diferente”.



cabó su aplicación efectiva durante el ejercicio y, en particular, estará orientada a la consecución de un rendimiento a largo plazo por parte de tales inversores y gestores."

El Código contempla la **vinculación de parte de la retribución variable de los consejeros ejecutivos y altos directivos al cumplimiento de objetivos** relacionados con la efectiva **aplicación de los principios del Código y, en particular, a la consecución de un rendimiento a largo plazo.**

A este respecto, tanto la **política retributiva como el informe anual** justificarán la **alineación de la estructura retributiva y los importes anualmente devengados con la estrategia empresarial y con el objetivo de consecución de un rendimiento a largo plazo**, explicando además la conexión existente entre las métricas fijadas y los objetivos perseguidos (de constar esta información en otro informe legalmente obligatorio, podría incluirse por referencia).

Quedamos a su disposición para cualquier cuestión que pudiera surgir.

Reciba un cordial saludo.

Área de Mercantil de ECIJA

info@ecija.com

+34 91. 781. 61.60