



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 ("Código de buenas prácticas de inversores")

Valoración de las observaciones recibidas en el trámite de audiencia pública

DIRECCIÓN GENERAL DE MERCADOS

22 de febrero de 2023

Índice

1.- Introducción	3
2.- Análisis de las observaciones recibidas	4
2.A Comentarios generales	4
2.B Entrada en vigor y plazo transitorio	8
2.C Principio de “cumplir y aplicar”	10
2.D Ámbito de aplicación	11
2.E Principios	15
2.F Principio 1	16
2.G Principio 2	18
2.H Principio 3	19
2.I Principio 4	22
2.J Principio 5	24
2.K Principio 6	26
2.L Principio 7	27

1. Introducción

La Ley 5/2021, que transpuso a nuestro ordenamiento jurídico la Directiva 2017/828, para el fomento a largo plazo de los accionistas, estableció nuevas obligaciones, en parte de transparencia, para los inversores institucionales, los gestores de activos y los asesores de voto.

Tras la transposición de la Directiva, y en previsión de un reforzamiento a nivel comunitario de la misma en un futuro cercano, y de la demanda creciente sobre estos temas a las gestoras por parte de sus clientes, se planteó la oportunidad de desarrollar un Código de buenas prácticas para los inversores institucionales, gestores de activos y proveedores de servicios que, bajo el principio de “aplicar y explicar”, sirviera como referencia para la adopción voluntaria de buenas prácticas en sus decisiones de inversión, y en su implicación en las sociedades en las que invierten, y hacia una mayor transparencia de las normas o prácticas que aprueben y realicen.

Con este objetivo, se constituyó un Grupo Consultivo, del que formaban parte representantes de los supervisores sectoriales (Banco de España y Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones); asociaciones de emisores y profesionales sectoriales; firmas legales y de auditoría; proxies advisors/solicitors, y otros profesionales de reconocido prestigio, grupo que asesoró a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) en la elaboración del Código de buenas prácticas para inversores institucionales, gestores de activos y asesores de voto en relación con sus deberes respecto de los activos conferidos o los servicios prestados (“Código de buenas prácticas de inversores”).

Desde el 24 de junio al 16 de septiembre de 2022, la CNMV puso a consulta pública el proyecto de Código de buenas prácticas de inversores y durante este proceso se han recibido, además del preceptivo informe del Comité Consultivo de la CNMV, aportaciones de 10 personas, asociaciones u otras entidades que, excepto una que ha solicitado confidencialidad, se pondrán al público en la Web de la CNMV.

En concreto, se han recibido comentarios de:

- Comité Consultivo de la CNMV
- Emisores Españoles
- Instituto de Consejeros – Administradores (IC-A)
- Fogain
- D. Vicente Salas
- Inverco
- UNESPA
- CECA
- AEB
- International Corporate Governance Network (ICGN)

La CNMV agradece las valiosas aportaciones realizadas, que han ayudado a mejorar la calidad del Código de buenas prácticas de inversores.

2. Análisis de las observaciones recibidas

En esta sección, siguiendo la estructura del Código, se exponen, de manera resumida, las principales observaciones recibidas y la valoración que se ha hecho de las mismas, a efectos de mostrar cómo se han considerado en su redacción definitiva.

A. Comentarios generales

1. La valoración general de prácticamente todos los comentarios recibidos en relación con el Código es muy positiva, tanto sobre el proceso seguido en su elaboración como sobre su resultado.

Se valora, además, positivamente, que se haya adoptado un enfoque de principios, que se aplique el criterio de proporcionalidad y que se establezca un período transitorio de 3 años, a contar desde la fecha de publicación del Código, durante el cual sería posible utilizar un enfoque de “cumplir o explicar”.

2. Algunos comentaristas señalan la posibilidad de reconocer expresamente que los inversores y gestores, cualquiera que sea su tamaño, incluidos los de mayor dimensión, recurran intensamente a proveedores de servicios, en particular, en relación con el principio 4.

Valoración CNMV: Cabe indicar que esto ya se contemplaba en el Código puesto a consulta, en concreto, en el principio 3, en la sección relativa a la proporcionalidad, y en el principio 2, sobre seguimiento. Teniendo en cuenta lo anterior, y atendiendo a los comentarios previos, se ha decidido modificar, en la misma línea, el principio 4, sobre el voto, para contemplar, asimismo, esta posibilidad.

Otro de estos comentarios sugiere que, en el Principio 2, debería clarificarse cómo la complejidad de los activos podría afectar a la intensidad en la delegación. En atención al mismo se ha modificado la redacción, dejándose en un sentido más abierto y genérico, ya que activos complejos podrían también implicar una mayor utilización de determinados proveedores de servicios, como los analistas de inversión o de riesgos.

3. Algunas respuestas sugieren introducir el término “sostenibilidad” a continuación de la expresión de rendimiento a largo plazo, que se indica en varias ocasiones, por ejemplo, en la Introducción, al inicio del Código, o en el Principio 1.

Valoración CNMV: No se considera oportuno, dado que no todas las inversiones de un inversor institucional o gestor de activos tienen por qué establecer objetivos sociales o medioambientales. Se considera por ello adecuada la redacción actual, y no se precisa su modificación.

4. Se sugiere que se suministren guías o una mayor claridad en relación con el principio de proporcionalidad.

Valoración CNMV: Cabe señalar que el Código ya incluye algunos ejemplos, incluidos en alguno de los principios. Por otro lado, en la medida que las particulares circunstancias de cada inversor o gestor pueden ser muy diferentes, no se considera que suministrar algún ejemplo adicional aportase un valor añadido relevante.

Por ello, se considera que no es necesario modificar el texto actual, más allá de ciertos retoques efectuados.

5. Un comentarista indica que el Código no incluye una definición precisa de *stewardship*, ni tampoco delimita en detalle sus funciones. Sugiere incluir una definición y listado de funciones concretas que se deberían cumplir, o de las actividades a realizar, y una serie de criterios concretos para diferenciar entre buenas y malas prácticas.

Valoración CNMV: Esto sería necesario si se pretendiese establecer o regular qué actividades está habilitado un determinado inversor o gestor a llevar legalmente a cabo, en qué condiciones y bajo qué requisitos.

No constituye ése el objetivo del Código, sino tan solo establecer un conjunto de principios y algunas buenas prácticas en relación con un conjunto muy limitado de actuaciones y actividades, entre todas aquellas que un inversor o gestor puede llevar a cabo.

6. Otro comentario sugiere realizar un análisis pormenorizado de las potenciales causas más frecuentes de los fallos del mercado asociados al cortoplacismo, que se achacarían, en gran parte, a la asimetría de información, y a los conflictos de agencia, así como a las externalidades, y se precise cuál debería ser la finalidad principal de los inversores y gestores.

Valoración CNMV: Se considera que tanto el principio 1 del Código, como el primer párrafo introductorio del mismo, y la referencia antes señalada a las externalidades, son lo suficientemente expresivos de cuál se considera que debería ser la finalidad principal de los inversores y gestores, de acuerdo con el principio 1, lo cual es, además, consistente con el CBG español, y lo sería también con el marco legal británico y su código de *stewardship*.

Por consiguiente, se considera adecuado el enfoque actual que ha adoptado el Código, sin que se precise su modificación, siendo conforme con el marco legal vigente y el comunitario en curso, todo ello sin perjuicio de las estrategias y políticas sobre responsabilidad social que en una entidad puedan, libre y voluntariamente, determinar de manera adicional sus accionistas y administradores.

7. Un comentario sugiere que se definan de manera precisa, y se indique cómo calcularlos, los conceptos de rendimiento y creación de valor a largo plazo.

Valoración CNMV: Se debe señalar que esto no parece habitual en un Código de buenas prácticas, y menos en un Código de principios, que trata de otorgar la suficiente flexibilidad a las entidades sobre cómo aplicarlo. Será cada inversor o gestor el que deba determinar, y publicar con carácter anual, lo que entiende por tales conceptos, de acuerdo con sus políticas, estrategias y métricas establecidas internamente. No se considera oportuno establecer una metodología concreta de cálculo, que podría no coincidir o entrar en conflicto con las adoptadas internamente por cada inversor o gestor, generando con ello complejidades y dificultades adicionales.

8. Se solicita aclarar si es posible utilizar la política de implicación y el informe anual, que se exigen tras la publicación de la Ley 5/2021, para dar asimismo cumplimiento a los principios y recomendaciones del Código. Se preguntan también, con relación al plazo para la publicación del informe anual, si cabría alinearse con lo que establece la normativa sectorial de transposición de la SDR II.

Valoración CNMV: La respuesta en ambos casos debe considerarse positiva.

En relación con el primer aspecto, únicamente, destacar, que tanto la política como el informe anual, sin perjuicio de cumplir con las exigencias legales, deben dar asimismo respuesta a lo que establece el Código, y, así, por ejemplo, en el informe anual se debe explicar cómo se han aplicado cada uno de sus principios, teniendo en consideración sus aclaraciones y expectativas.

Con respecto a la segunda cuestión, y atendiendo también a otros comentarios, se ha aclarado en el Código que el plazo máximo de publicación sería de 12 meses, excepto que la normativa sectorial de aplicación establezca otro distinto, en cuyo caso prevalece.

B. Entrada en vigor y plazo transitorio

9. Algunos comentarios consideran aconsejable valorar un diferimiento de la aprobación del Código, dada la reciente implementación en el derecho español de la Directiva 2017/828, por medio de la Ley 5/2021, o que, alternativamente, al menos, durante un tiempo, se aplique el criterio de “cumplir o explicar”.

Valoración CNMV: El Código ya contempla un plazo transitorio de 3 años, durante el cual, como solicitan, cabe aplicar el criterio de “cumplir o explicar”, en lugar del de “aplicar y explicar”.

Otro comentario destaca lo positivo de haber introducido un plazo transitorio de 3 años desde la aprobación del Código, pero pide una mayor flexibilidad al finalizar el plazo y al entrar en vigor el enfoque de “aplicar y explicar”, con el fin de facilitar su aplicación por inversores de múltiples jurisdicciones, sujetos, en ocasiones, a regulaciones muy concretas y estrictas, en virtud de sus obligaciones fiduciarias.

Valoración CNMV: A este respecto, se debe recordar que el enfoque actual de principios del Código no obliga a aplicar todas y cada una de las prescripciones o aclaraciones que se incluyen después de cada principio, debiéndose, además, en la aplicación de los principios, tener en consideración sus particulares circunstancias. Por otro lado, se considera que el Código otorga la suficiente flexibilidad, suministrando algunos ejemplos, pero manteniendo el objetivo de que sea, al ser el primero en España, un Código breve y basado en principios.

Transcurridos algunos años, la experiencia podrá aconsejar incluir ejemplos o supuestos adicionales concretos en los que se haya apreciado la necesidad de una mayor claridad. Por lo tanto, no parece necesario cambio adicional alguno en este momento.

10. Se sugiere analizar si el plazo transitorio de 3 años no debería extenderse al momento en que cualquier inversor o gestor quiera adherirse. Y en el caso de que se quiera mantener solamente durante los tres primeros años desde el momento de aprobación del Código, se sugiere que se clarifique este hecho.

Valoración CNMV: Se debe destacar que el plazo que el Código prevé es común para todos los inversores y gestores, y comienza con la fecha de aprobación del Código, no iniciándose en el eventual momento posterior de adhesión por cada entidad. Se ha determinado, por mor de una mayor claridad, añadir en la frase anterior “a contar desde la aprobación del Código”.

11. Se señala por algún respondiente, que en el escrito de adhesión debería constar si la adhesión se realiza en la condición de inversor, gestor o asesor de voto.

Valoración CNMV: Se ha aceptado la sugerencia, que aporta mayor claridad. A raíz de este comentario, y a la luz de otros códigos, se ha considerado oportuno señalar también que en el escrito de adhesión se debería indicar qué órgano ha tomado la decisión de adhesión.

C. Principio de “cumplir y aplicar”

12. Algunos comentarios señalan su preferencia por el enfoque de “cumplir o explicar” en vez del de “aplicar y explicar”, puesto que sería más habitual en el ámbito de las recomendaciones y permitiría una mayor flexibilidad para el cumplimiento del Código.

Valoración CNMV: En el propio Código se explican las razones del distinto enfoque, comparado con el de “cumplir o explicar” de los códigos de buen gobierno. Adicionalmente, el principio de “aplicar y explicar”, utilizado por Reino Unido y Malasia, tiene la ventaja de una mayor transparencia, ya que, necesariamente, se debe explicar cómo se ha aplicado cada principio, mientras que, en el enfoque alternativo, las explicaciones sólo son precisas en caso del no seguimiento del principio, sin que se precise explicación en el caso de cumplimiento de un determinado principio o recomendación.

Finalmente, conviene señalar que el Código contiene varias medidas para facilitar su aplicación. Por un lado, el período transitorio de 3 años, y, por otro, el criterio de proporcionalidad, que ayuda a las entidades a adaptar los principios a sus particulares circunstancias y condiciones. Teniendo en cuenta lo anterior, se considera que el enfoque es adecuado y no se precisa modificar el Código.

13. Algún comentario sugiere clarificar, a la hora de aplicar los principios, qué elementos de las aclaraciones o expectativas, después de cada principio, serían prescriptivos y cuáles solamente indicativos.

Valoración CNMV: En el Código se indica de forma clara que ninguna aclaración o expectativa es prescriptiva, sino que se trata solamente de guías que ayudan a aplicar cada principio, a la luz de las particulares circunstancias de cada caso, circunstancias que pueden variar significativamente, por lo que no parece factible prever todas las posibilidades. Lo único que resultaría preceptivo, una vez se ha adherido al Código, es aplicar cada uno de los principios, pero no necesariamente todas sus aclaraciones o expectativas. No se considera necesario modificar la redacción.

D. Ámbito de aplicación

14. En la página 5 del Código, un comentario sugiere que se reclasifique como gestores de activos a las sociedades de inversión (e.g. SICAV) que no hayan delegado la gestión en una sociedad gestora.

Valoración CNMV: Esto sería aparentemente contradictorio con la clasificación de la propia Directiva 2017/828, que en su artículo 2, letra f) las considera gestores de activos. Se ha concluido, por consistencia con la clasificación de la directiva, mantenerlo tal y como está.

15. Varios respondientes señalan la conveniencia de que se contemplen las circunstancias particulares, de las ESIs y de las entidades de crédito que realicen gestión discrecional, o de las gestoras de pensiones, cuando, en ocasiones, no puedan disponer de los derechos de voto, que se encuentran en poder de sus clientes.

Valoración CNMV: Conviene indicar que los activos no son el objeto de adhesión al Código, sino que lo son los inversores o gestores, que son los que se adhieren de una manera integral y con todos sus activos y circunstancias. Ello implica que, en virtud de la proporcionalidad, diferentes activos pueden ser objeto de actuaciones distintas (como sería el caso de activos adscritos a la cartera de negociación, de fondos de inversión chartistas, etc.), pero sin que sea preciso contemplar alguna exclusión del alcance de aplicación.

No obstante, en atención a estos comentarios, se ha incluido una mención a este respecto en el apartado del Ámbito de aplicación del Código, en su 7^a párrafo, sobre la necesidad de que se tengan en cuenta estas circunstancias, relativas a la posible no disponibilidad del ejercicio del voto, a la hora de aplicar los principios, especialmente en relación con el principio 4.

16. Algunos comentarios mencionan la posibilidad de que, en los fondos de pensiones, en ocasiones, sea la Comisión de Control la encargada de desarrollar y ejercer las políticas de implicación y de voto, citando en apoyo el art. 65 y los apartados 7 y 8 del art. 69 del Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones, aprobado por el Real Decreto 304/2004. Y que en tales situaciones sea posible la comisión de control la que se adhiera.

Valoración CNMV: Tras haberse contrastado con la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones se ha modificado la redacción del Código en este sentido.

17. Sobre los asesores de voto, algunas respuestas recibidas plantean la posibilidad de que, en este Código, o en una modificación futura del mismo, se contemplen sus especificidades propias y cómo deberían aplicar cada principio.

Valoración CNMV: Se ha considerado adecuada esta segunda posibilidad, que sería la de contemplar un potencial desarrollo adicional en una revisión futura del Código.

18. Algún comentario sugiere incluir en el alcance del Código al resto de proveedores de servicios. Señalan que es importante incluirlos, dado que sus funciones pueden ser relevantes, y ponen como ejemplo las referencias que se incluyen a ellos en el Código.

Valoración CNMV: Al igual que se menciona en el comentario anterior, es un aspecto que conviene evaluar en el futuro, cuando se haya adquirido más experiencia en la aplicación del Código. Se debe resaltar, por otro lado, que si bien el Código no se dirige directamente a otros proveedores, sí se recomienda en el código que los inversores y gestores, cuando deleguen en ellos la totalidad o parte de sus funciones, deberían monitorizar que tales proveedores las ejecutan de conformidad con las instrucciones y niveles de servicio acordados, y que esta delegación contribuya positivamente a la estrategia, políticas y objetivos del inversor o gestor, con lo cual el Código adopta una vía indirecta para asegurar la calidad de sus servicios.

19. Se menciona por algún comentario la posibilidad de que se indique que el Código se dirige principalmente a la inversión en valores negociados en mercados regulados españoles.

Valoración CNMV: En el Código hay, de hecho, varias referencias a la inversión en cotizadas, si bien no se indica esta preferencia, dado que se analizó internamente y no se encontraron razones suficientes para justificar que había que abordar de modo diferente a las inversiones en entidades cotizadas o no, o entre las cotizadas en mercados españoles o extranjeros.

20. Algún comentario sugiere que se justifique en más detalle, tanto teórica como empíricamente, por qué se considera que el Código puede ser aplicable a inversores no institucionales, que otorguen, por ejemplo, influencia significativa, y se citan varios estudios internacionales que cuestionan la significatividad de tales beneficios.

Valoración CNMV: Se considera que ello implicaría la realización de un estudio académico o de investigación, que excedería con creces el alcance del Código. Por otro lado, sus efectos se podrán ver con más claridad una vez hayan transcurridos varios años de aplicación.

21. Se señala por algún comentario que se contemple en el alcance del Código la particularidad de la gestión pasiva, o cuando la gestión de algún vehículo tenga una estrategia de inversión a corto plazo.

Valoración CNMV: En relación con el primer aspecto, el hecho de que su porfolio se vincule a un determinado índice no impide que puedan llevar a cabo actividades de seguimiento, implicación y voto. De hecho, en la medida que determinados valores sean relativamente estables en el índice, será un factor que facilitará la estabilidad en la inversión y la orientación a largo plazo, y la implicación y el voto podrán ser herramientas con las que promover buenas prácticas en dichas entidades pertenecientes al índice.

Y con respecto a que existan determinados activos con orientación a corto plazo, se ha contemplado en el Código, y la necesidad de tener en cuenta estas circunstancias en la aplicación de los principios.

El inversor o gestor deberá mostrar su compromiso con los principios del Código en su conjunto, desde una perspectiva integral, respecto de todos sus activos, bajo un enfoque de principios que se centre en su finalidad y espíritu, para lo cual cabe hacer un uso adecuado de la proporcionalidad, con relación a aquellos activos o vehículos que tengan determinadas particularidades. Sin perjuicio de lo anterior, si una entidad tiene sustancialmente todos sus activos y vehículos de inversión con una orientación a muy corto plazo, y, a resultas de ello, no realiza con ninguno de ellos actividades de seguimiento, ni de implicación, ni de voto, ni promueve en ninguno de los activos en los que invierte una orientación al largo plazo, deberá evaluar si sería coherente su adhesión al Código.

E. Principios

22. Algún comentario sugiere introducir, en la sección relativa a los principios, o en la sección previa de antecedentes, una referencia a que, con carácter general y para evitar dudas, los principios se deberán aplicarse, en todo caso, con respeto y sujeción a la legislación (general o sectorial) que resulte aplicable en cada caso.

Valoración CNMV: Dado que se han planteado algunas dudas, a efectos de una mayor claridad se ha incluido una referencia al respecto en el penúltimo párrafo de la sección B. Voluntariedad y proporcionalidad; y en la nota al pie 8.

23. Se sugiere en algún comentario que se haga referencia a que los principios se aplicarán de una manera sustancial, atendiendo a su espíritu y finalidad, en línea con los criterios interpretativos de nuestro Código Civil.

Valoración CNMV: Se considera razonable, ante algunas dudas recibidas, incorporándose un párrafo a este respecto en la sección B. Voluntariedad y proporcionalidad.

F. Principio 1

24. Se sugiere por algún comentario modificar la redacción del segundo párrafo de la sección b), sobre cultura corporativa, a efectos de presentar con mayor claridad su finalidad.

Valoración CNMV: Se ha aceptado la propuesta.

25. Se propone un cambio de redacción en relación con una referencia en la sección c) del principio 1 a los consejeros dominicales, y a su defensa del interés social, la cual debe vincular a todos los consejeros.

Valoración CNMV: De la revisión del Código, tras la consulta pública, se estimó que era apropiado eliminar dicha referencia del principio 1, dado que ya se encontraba sustancialmente duplicada en el Principio 3, que se ha mantenido, y en la cual sí se ha tenido en consideración la sugerencia recibida.

Se ha estimado apropiado que haya una mención general a la conveniencia de que este tipo de inversores presten la adecuada consideración al interés social de la entidad en la que tienen influencia significativa (o en la que hayan designado un consejero), considerando que, con su influencia significativa, podría existir un mayor riesgo de que el inversor utilice dicha influencia en beneficio propio y, en su caso, en detrimento del interés social y del resto de accionistas minoritarios, como el régimen de transacciones vinculadas habría destacado, tanto en la NIC 24, como en el Capítulo VII bis del Título XIV de la LSC.

26. Un comentario plantea incluir una referencia a los riesgos sistémicos, como hace, por ejemplo, el código británico, o los principios del ICGN.

Valoración CNMV: Se considera que no es un tema imprescindible en un primer Código, pudiéndose valorar su introducción en futuras revisiones, dependiendo de la experiencia acumulada.

G. Principio 2

27. En relación con el Principio 2, se sugiere que se incluya una referencia a que las compañías en las que inviertan puedan contactar con los inversores y gestores, con el mismo nivel de disponibilidad, para que el canal de comunicación sea bidireccional.

Valoración CNMV: Cabe indicar que el Código de inversores se dirige, y establece recomendaciones, con relación a los inversores y gestores, y no con respecto a los emisores de valores, a los cuales se dirige el Código de Buen Gobierno (CBG) de sociedades cotizadas.

Por otro lado, y por lo que respecta a la propia actuación de los inversores y gestores respecto de las entidades en las que invierten, con base en el criterio de proporcionalidad, ya se recomienda que los mismos ejerzan la implicación de forma proporcionada, en términos del tiempo y costes incrementales que pueda generar, tanto por parte de los inversores y gestores, como por las propias sociedades en las que invierten, en el supuesto de que decidieran atender a los distintos inversores y gestores.

28. Acerca del Principio 2, algún comentario sugiere que se indique que las actuaciones de seguimiento deberían extenderse también a las que realizan los inversores sobre los gestores de activos.

Valoración CNMV: Se decide aceptar la sugerencia, incluyendo en el Principio 2, sección b), una referencia al respecto.

29. Un comentario se refiere a la mención que se hace en este principio sobre la recomendación de que se debería incluir información acerca de la manera en que los inversores y gestores se han dotado y organizado para cumplir el objetivo de realizar un seguimiento adecuado de las principales sociedades en las que invierten.

Valoración CNMV: Se ha modificado la redacción para tener parcialmente en cuenta esta observación. Conviene señalar que no se recomienda publicar un informe específico para abordar este tema en concreto, sino que se incluya la información que se considere adecuada sobre este aspecto en el informe anual a que se refiere el principio 5, en la medida que sea necesario para permitir dicho entendimiento.

H. **Principio 3**

30. En el tercer párrafo de este principio 3, algún comentario sugiere eliminar los ejemplos que se incluyen para ilustrar las posibles medidas a adoptar por los inversores y gestores en el contexto de sus actuaciones de implicación.

Valoración CNMV: Los ejemplos se presentan solamente a efectos ilustrativos de las posibles medidas a adoptar, con la finalidad de facilitar una mejor comprensión del principio, y no se considera oportuna su eliminación. Conviene recordar que las expectativas y previsiones que se contienen después de cada principio no son requisitos obligatorios, sino que tratan de ayudar a entender mejor el principio y facilitar su aplicación, a la luz de las particulares circunstancias. Al tratarse de requisitos novedosos, el hecho de facilitar algunos ejemplos puntuales puede servir orientación, sobre todo para los pequeños inversores y gestores.

31. En relación con el párrafo, del Principio 3, que sugiere que los inversores y gestores deberían incluir en sus políticas una expectativa de cómo las entidades en las que invierten deberían reaccionar a un % significativo de votos recibidos en contra, por parte de los accionistas, sobre algún asunto en particular, algún comentario sugiere eliminarlo y llevarlo al CBG de las cotizadas.

Valoración CNMV: Se considera una sugerencia apropiada, en relación con la conveniencia de evaluar la posibilidad de incluir en el futuro este aspecto en el CBG, pero, como otros stakeholders han sugerido, ello no es incompatible con mantenerlo también en el Código de Inversores, lo cual facilitará una mayor transparencia por las cotizadas sobre aquellos asuntos en los que reciban un porcentaje significativo de votos en contra. Se propone mantener la redacción, sin perjuicio de la posibilidad de incluirlo también en el futuro, de forma adicional, en el CBG de cotizadas.

32. Se propone simplificar el principio 3, sin tener que indicar los resultados esperables.

Valoración CNMV: Se ha modificado la redacción, para evitar que se pudiera dar la impresión de que se estaría recomendando desglosar necesariamente y en todos los casos los resultados esperables u obtenidos de sus actuaciones, teniendo en cuenta que, en ocasiones, los resultados fructifican en el largo plazo, y que, además, no es factible, en

muchos casos, saber si la actuación o modificación realizada por la entidad en la que invierte fue consecuencia de su implicación, o se debió a un conjunto múltiple de distintos factores.

33. Se solicita modificar el párrafo del principio 3 que se refiere a la proporcionalidad, porque de su redacción se podría dar a entender que existe un deber de los emisores de atender a dichos inversores y gestores.

Valoración CNMV: No es ésta la intención del Código, por lo que se ha modificado, para clarificar que no hay tal necesidad, sino que la implicación, por parte de las entidades en las que inviertan, será una facultad discrecional y dependerá de que tales entidades decidan implicarse, de acuerdo con su política de comunicación con los inversores institucionales. Ello, sin perjuicio de que la implicación, desde la perspectiva de los emisores, se considere asimismo una práctica recomendable, como señala la recomendación 4 del CBG.

34. Algunos comentarios cuestionarían la mención que se hace en el principio 3 a la posibilidad de que se utilicen asesores externos en la evaluación de sus políticas de implicación.

Valoración CNMV: Cabe recordar que lo que indica el Código es únicamente indicar la posibilidad de que podría ser conveniente que en dicha evaluación participasen cada cierto tiempo asesores externos independientes. Por lo que, con base en el criterio de proporcionalidad, correspondería a cada entidad determinar si es apropiada, o no, su participación, informando de ello en el informe anual.

35. Un comentario señala que existen, en un mismo párrafo de este principio 3, dos menciones a la estrategia de escalamiento, por lo que habría cierta duplicidad.

Valoración CNMV: Tras haberse revisado, se ha considerado adecuado refundir ambas frases, a efectos de que quedase el texto más claro.

I. Principio 4

36. Se propone, en varios de los comentarios recibidos, que se clarifique la redacción del final del primer párrafo, después del principio 4, en el sentido de si se considera suficiente con establecer una política de voto detallada para evitar tener que dar instrucciones específicas.

Valoración CNMV: Se debe manifestar que lo que el Código pretende es que, si un inversor o gestor tiene una política de voto pública y con el suficiente nivel de detalle, en aquellas situaciones que ya se encuentren contempladas en la propia política, y en las se indique además cuál debe ser el sentido del voto, no será necesario transmitir instrucciones específicas en caso de delegación. Se ha aclarado dicho párrafo.

37. Algún comentario destaca la dificultad de suministrar explicaciones para todos los votos realizados.

Valoración CNMV: Conviene recordar que el Código sólo requiere explicaciones en relación con las votaciones más importantes (principio 5, sección b), y, también, permite excluir la necesidad de informar del sentido del voto en determinadas circunstancias, tales como en función de la naturaleza de la materia objeto de votación, o el importe de la participación.

38. Algún comentario sugiere incluir una referencia a que no se deberían tomar acciones prestadas con la finalidad principal de ejercer los correspondientes derechos de voto, y, también, que se indique en el informe anual, cuando se recurra a proveedores de servicio, el grado en que las recomendaciones de voto de tales proveedores han sido seguidas.

Valoración CNMV: Se han aceptado ambas sugerencias.

39. Se menciona el hecho de que en ocasiones los administradores de las entidades en las que invierten no suministran con la suficiente antelación la documentación e información necesarias para poder votar en la junta, y que, en tales casos, una medida adecuada podría ser abstenerse, o votar en contra de la propuesta de los administradores, e, incluso, cuando se refieran a temas sensibles, informar públicamente sobre el sentido del voto.

Valoración CNMV: Se ha incluido una mención al respecto en el principio 4.

J. Principio 5

40. Algún comentario sugiere que los inversores y gestores expliquen en su informe anual, previsto en el principio 5, qué pasos han tomado para asegurarse de que, en el caso de delegación de sus actividades de seguimiento, implicación o voto, las actividades delegadas se ejecutan de conformidad con lo acordado y son consistentes con la estrategia y objetivos del inversor o gestor.

Valoración CNMV: Se añade una referencia expresa al respecto en el principio 5.

41. Algún comentario sugiere que se incluya cuál es el plazo para la publicación del informe anual a que se refiere este principio 5.

Valoración CNMV: A efectos de una mayor claridad se ha modificado la redacción para indicar que existe un plazo máximo de 12 meses, desde la fecha de cierre del ejercicio al que se refiere el informe, siempre que la normativa general o sectorial no establezca un plazo distinto.

42. En relación con el principio 5, se sugiere por algún comentario que se contemple que el informe puede adoptar un enfoque más general, sin necesidad de individualizar todas las actuaciones realizadas.

Valoración CNMV: Conviene señalar que el Código no contempla la conveniencia de dar excesivo detalle, ni recomienda necesariamente individualizar todas las actuaciones. Por ello, es posible, si se considera adecuado, presentarlos de forma anonimizada, e incluso agregada, en la medida que no impida un entendimiento adecuado de cómo el principio se ha aplicado en la práctica.

43. En este principio se sugiere hacer una referencia a que se explique cómo las prácticas de implicación han variado entre los distintos vehículos y tipo de activos del inversor o gestor.

Valoración CNMV: Se ha aceptado e incluido tal referencia.

44. Con relación a este principio, algún comentario pone de manifiesto la posible situación de que un gestor de carteras podría haber recibido instrucciones de diferentes clientes, en sentido contrario de voto unas de otras, y que solicitan aclaración sobre si en tales situaciones se deben publicar los votos realizados por parte del gestor de carteras.

Valoración CNMV: Los principios 4 y 5 se refieren solamente a aquellas situaciones en las que el inversor o gestor tenga la facultad discrecional del voto. En caso de no poder ejercer el voto, o hacerlo solamente con instrucciones específicas del titular del derecho de voto, no tiene sentido dar el detalle de tales votos, que no obedecen a su propia política de voto, sino a la de sus clientes.

En estos casos, bastaría con explicar la situación anterior, sin necesidad de suministrar todos los detalles de los votos realizados, que no aportarían información útil. Se ha clarificado en el Código, en su principio 5.

45. En relación con este principio, un comentario sugiere que se aclare si el Código recomienda explicitar entidad por entidad, y acuerdo por acuerdo, cómo se ha influido en la sociedad cotizada correspondiente, dado que esta información sería difícil de evaluar y podría incorporar información sensible, lo cual debe preverse en el Código como excepción a la publicidad.

Valoración CNMV: Cabe señalar que el Código no contiene ninguna recomendación en el sentido que se expone. Solicita indicar solamente el sentido de los votos realizados, para lo que sería suficiente con indicar un enlace a sus registros de votaciones (aspecto que se ha modificado en el Código, atendiendo a varios comentarios), pero admitiéndose que no se informe de algunas decisiones, por inmatriciales, en función de la naturaleza de la decisión, o el valor de la inversión. Y en cuanto a suministrar explicaciones cualitativas de los votos realizados, el principio 5 las limita solamente a las votaciones más relevantes.

K. Principio 6

46. Se sugiere que se incluya una referencia a que se tenga en cuenta el interés social de las entidades en las que invierten, en el mismo sentido que se incluye en la Introducción del Código, en la que se incluye una referencia tanto al interés social como a la orientación a largo plazo.

Valoración CNMV: Conviene señalar que la mención que se hace en la introducción del Código, a tener en cuenta el interés social de las entidades en las que invierten, debe entenderse aplicable al resto del Código, y a cada uno de sus principios. El principio 6, no obstante, lo que quiere destacar es que, en el caso de conflictos de intereses, deben prevalecer los intereses de los clientes y beneficiarios de los inversores o gestores, respetando, en todo caso, la legalidad, usos y buenas prácticas de gobierno corporativo. Se ha insertado esta frase en el principio 6.

47. Un comentario sugiere que se clarifique si es recomendable presentar los posibles ejemplos que se quieran incluir de forma individualizada o nominativa.

Valoración CNMV: Sobre esta cuestión cabe recordar que el Código no recomienda que los ejemplos o casos se describan de manera individualizada o nominativa, pudiendo realizarse de forma anonimizada y agregada, en la medida que los usuarios puedan entender cómo se ha aplicado en la práctica el principio 6.

L. Principio 7

48. Algún comentario sugiere eliminar o refundir en un solo párrafo los dos que contiene actualmente el principio 7.

Valoración CNMV: En vez de refundirlos, se ha considerado más adecuado trasladar la parte relativa al gobierno corporativo a la sección b) del principio 1.

49. Otro comentario señala un apoyo en general al principio, pero destaca la importancia de clarificar que debe haber transparencia respecto a las políticas retributivas, pero no se extiende sobre el importe de las retribuciones individuales devengadas por cada persona.

Valoración CNMV: Se acepta la propuesta y se modifica la redacción para aclarar este extremo.

50. En relación con este principio, un comentario sugiere eliminar la referencia a que la política retributiva debería estar “orientada a la consecución de un rendimiento a largo plazo por parte de tales inversores y gestores”.

Valoración CNMV: Este requisito ya se contempla en el art. 217 de la LSC, y, por otro lado, la orientación al largo plazo consta también en el principio 1. Por ello, la referencia en el principio 7 al rendimiento a largo plazo es consistente y se derivaría de la aplicación del principio 1.

51. En relación con este principio 7, se sugiere eliminar la referencia a la vinculación de la política retributiva con objetivos vinculados a la aplicación de las políticas de implicación y voto.

Valoración CNMV: Cabe indicar que se señala sólo como un posible ejemplo, aunque sí se ha procedido a revisar la redacción de este apartado, limitando este objetivo a “aquellas personas que tengan responsabilidades en la aplicación de las políticas de implicación y voto”.

52. Un comentario cuestiona que en la política retributiva se recomiende que se indique qué parte del componente variable se vincule con el cumplimiento de objetivos relativos a la estrategia de la entidad, y sugieren redactarlo de una manera más genérica.

Valoración CNMV: De acuerdo con el Principio 1, las entidades deben orientar su actuación a un rendimiento y creación de valor a largo plazo, por lo que parecería razonable que una parte de la remuneración variable -parte en cuya determinación el Código no entra, sino que la deja libremente al juicio profesional de los administradores de cada entidad- de los consejeros ejecutivos y altos directivos dependa de la consecución de tal objetivo y del resto de los objetivos fijados en la estrategia de la entidad.

53. Se sugiere, por último, que se adapte la política a lo que exacta y específicamente requiere la normativa sectorial a las entidades de crédito.

Valoración CNMV: No se considera preciso, dado que ya existe una previsión general en el principio 7, que señala expresamente “Lo anterior se ajustará a lo que resulte de aplicación según la legislación sectorial, cuando ésta regule esta cuestión.”. No se considera necesario modificar la redacción.