

COMENTARIOS DE EMISORES ESPAÑOLES AL CÓDIGO DE BUENAS PRÁCTICAS PARA INVERSORES INSTITUCIONALES, GESTORES DE ACTIVOS Y ASESORES DE VOTO

Con fecha 24 de junio de 2022, la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) ha publicado su **Código de buenas prácticas para inversores institucionales, gestores de activos y asesores de voto**, en relación con sus deberes respecto de los activos asignados o los servicios prestados (en adelante, “el Código de buenas prácticas para inversores” o “el Código”), y ha abierto una fase de consulta pública hasta el 16 de septiembre de 2022.

En primer lugar, nos gustaría agradecer a la CNMV que haya contado con nuestra asociación, Emisores Españoles (EE), para formar parte del grupo consultivo que ha participado en el proceso de elaboración del Código de buenas prácticas para inversores. Sin duda, el Código ha sido elaborado con el mayor consenso posible y el resultado, en nuestra opinión, ha sido muy satisfactorio y reconocemos el notable esfuerzo que ha realizado la CNMV para atender muchas de las sugerencias aportadas por el citado grupo consultivo. Por ello, la finalidad de este documento es trasladar, por parte de EE, a la CNMV, en el marco de la audiencia pública abierta, sus comentarios y matices a aquellas partes del Código que consideramos que pueden requerir alguna clarificación o, en su caso, una redacción alternativa, en particular en lo que a las “motivaciones” de los principios se refiere, pues quizás algunas explicaciones pueden resultar algo extensas, lo que no favorece a su comprensión.

1. Consideraciones generales

1º.- Principio “aplicar y explicar”

Dado que fue un tema que causó cierta controversia, debemos destacar el hecho de que se hayan fundamentado y explicado las razones por las que, en este caso, la CNMV ha decidido apostar por el modelo “aplicar y explicar”, utilizado por el código británico, no obstante lo cual resultaría preferible el enfoque de “cumplir o explicar” que sigue el Código de Buen Gobierno para las Sociedades Cotizadas (en adelante, “Código de Buen Gobierno”), puesto que es más habitual en el ámbito de las recomendaciones y permitiría una mayor flexibilidad para el cumplimiento del Código (al menos, en la versión inicial del mismo, puesto que podría variarse en el futuro).

2º.- Ámbito de aplicación

Como se establece en el propio texto, el Código se dirige a los inversores institucionales y a los gestores de activos, con sede en España, y a los proveedores de servicios, que se ha considerado razonable limitar a los asesores de voto, dada la amplitud y diversidad del colectivo de potenciales afectados y el particular sistema de

inversión en nuestro país. No obstante, es indiscutible que afecta a los emisores de forma directa y relevante, ya que los sujetos sobre los que los inversores deben aplicar las buenas prácticas y recomendaciones que contiene, encuadradas en una serie de principios, no son otros que las propias compañías cotizadas en las que invierten.

En cuanto a la aplicación del Código a los asesores de voto, nos ha llamado la atención que, solo en su caso, se considere la “aplicación parcial” de sus principios (*“deberán aplicar su juicio profesional para determinar qué principios les afectan y en qué grado, debiendo indicar aquellos principios que no se hayan visto afectados por su actuación en el ejercicio”*). Aunque es cierto que algunos principios son, en algunos casos, de más complicada aplicación a los asesores de voto, la referida “aplicación parcial” puede resultar demasiado amplia y habría que concretar qué principios son los que no les afectan y en qué medida. En su caso, si se admite como principio esta “aplicación parcial”, esta se podría extender a otros sujetos o colectivos concretos, a los que también podría resultar de utilidad.

Por otra parte, la mención de las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva, de tipo cerrado, como gestores destinatarios de este Código, sin ningún tipo de matiz, quizás no sea adecuado, dado que habitualmente este tipo de entidades no invierten en sociedades cotizadas. En nuestra opinión, si finalmente se valora que debe incluirse esta mención, habría que explicar a qué clase de gestores de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado o a qué tipo de activos se están refiriendo al incluir a dichas empresas en el referido listado.

3º.- Voluntariedad y proporcionalidad

No tenemos más comentarios ni observaciones adicionales.

4º.- Motivación de los principios.

Aunque entendemos que la CNMV ha realizado un considerable esfuerzo en este apartado para resumir los principios que luego se describen y explican con detalle en el Código, este resumen puede resultar reiterativo y, en algunos casos, produce cierta confusión leer esta descripción, antes de haber leído el principio y su desarrollo. Quizás podría eliminarse este apartado o, en su caso, realizar una exposición más escueta y que se limite a enunciar los principios.

2. Análisis de los principios del Código de buenas prácticas para inversores.

1º.- 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.”

En el punto (b), que se refiere a la cultura de gobierno corporativo del inversor o gestor, nos ha llamado la atención que se recomienda a los inversores y gestores que cuenten con “códigos de conducta”, que exijan el seguimiento de los principios del Código por parte de sus consejeros, empleados y directivos. Entendemos que se refiere a que dichos inversores y gestores deben integrar las obligaciones del Código de buenas prácticas para inversores en sus respectivos códigos de conducta, lo que les obligaría a adaptarlos para que su contenido incluya y no contradiga los principios del Código, pero agradeceríamos que se redactara de una forma más clara, ya que genera dudas si se trata simplemente de esto o se pretende algo distinto.

Por último, en el punto (c), referido a las especialidades de aplicación, se incluye la siguiente referencia a los consejeros dominicales: *“En estos casos, es especialmente importante reflejar cómo este principio se aplica en su relación con los consejeros dominicales que hayan sido designados o propuestos por ese accionista, considerando la vinculación de los consejeros con el interés social”*. En nuestra opinión, la redacción es confusa, pues puede dar la impresión de que solo los consejeros dominicales deben tener en cuenta el interés social y que sus obligaciones son mayores que las del resto de los consejeros. Por ello, se considera conveniente la eliminación de la referencia a los consejeros dominicales en este apartado, máxime cuando en el punto a) anterior del Código ya se indica que los inversores y gestores, cuando diseñen sus políticas, procedimientos y estrategias de inversión, deben también al mismo tiempo promover la creación de valor y un negocio rentable a largo plazo en las sociedades cotizadas en las que materialicen sus inversiones (tengan o no influencia significativa o consejeros dominicales en estos) lo que, en todo caso, deberá siempre realizarse de manera alineada con el interés social de la entidad cotizada.

Por lo tanto, se propone la siguiente redacción para el primer párrafo del apartado “c) Especialidades de aplicación”:

“En el caso de los inversores que tengan influencia significativa ~~o hayan designado consejeros dominicales,~~ y decidan adherirse al Código, se considera conveniente que expliquen su estrategia y objetivos de rendimiento a largo plazo 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, incluyendo los del resto de accionistas, de las sociedades en las que invierten. ~~En estos casos, es especialmente importante reflejar cómo este principio se aplica en su relación con los consejeros dominicales que hayan sido designados o propuestos por ese accionista, considerando la vinculación de los consejeros con el interés social.”~~”

Por otra parte, en cuanto a la redacción dada al principio de proporcionalidad (*“esta orientación al largo plazo se puede ver atenuada por la naturaleza y magnitud de los activos en los que invierten, o en función del horizonte temporal de la inversión o el peso absoluto y relativo de su inversión en una determinada sociedad”*), no se entiende si se intenta dar alguna regla u orientación, en relación con su aplicación; no es que sea incorrecta la definición, pero no aporta ninguna información adicional ni destaca nada en concreto y, además, se repite en varias ocasiones a lo largo del Código, lo que puede resultar reiterativo.

2º.- Principio 2:

“Los inversores y gestores deben realizar un seguimiento y adquirir un conocimiento adecuado 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 y recursos suficientes”.

Consideramos relevante que en este principio se incluya una referencia a que las compañías emisoras también puedan contactar con los inversores y gestores, con el mismo nivel de disponibilidad, para que el canal de comunicación sea bidireccional y de verdadera utilidad, en lugar de que dicho canal solo se mantenga desde los inversores y gestores hacia la sociedad, como suele suceder en la práctica.

3º.- 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 contribuir a la estrategia empresarial de las sociedades en las que inviertan y a la generación de un rendimiento consistente con el indicado en el Principio 1”.

Este es un principio que, como otros, afecta directamente a las sociedades cotizadas. En particular, hay un párrafo que nos gustaría destacar, porque tal y como está redactado, puede ser exagerado lo que se exige y puede afectar a la cotización: *“Asimismo, se considera relevante que la política prevea en qué situaciones se considera oportuno escalar la naturaleza de sus actuaciones frente a las sociedades en las que invierten, cuando las mismas o los miembros de sus órganos de gobierno o alta dirección no atiendan de manera adecuada sus preocupaciones, o consideren que determinada exposición al riesgo sigue siendo excesivamente elevada. Tales actuaciones podrán incluir, entre otras, contactar al presidente, a los consejeros independientes o, en caso de que exista, a su consejero coordinador, comunicar públicamente sus posiciones y preocupaciones, o exponer las mismas en una junta general”.* Resulta excesivo que se recojan en una política las citadas situaciones y podría dar lugar a una responsabilidad del inversor y que tenga que justificar por qué

no se ha hecho pública una determinada información. Por ello, nuestra propuesta es rebajar la redacción y que las medidas de escalamiento, a efectos de las políticas, se mantengan dentro de la sociedad, en relación con inversores, directivos y junta general de accionistas, por diferenciar tres niveles. Además, la frase que dice *“comunicar públicamente sus posiciones y preocupaciones”* parece que favorece una medida propia de un inversor hostil y debería eliminarse, pues además podría incluso utilizarse para influir deliberadamente al mercado y, en último término, afectar a la cotización de la compañía.

Por otra parte, hay un párrafo que consideramos que debería suprimirse, ya que viene a establecer unas obligaciones que rebasan lo exigido por la Ley y además son muy difíciles de concretar: *“Por último, parece recomendable que la política de implicación de los inversores o gestores incluya una expectativa de cómo las entidades en las que inviertan, y sus administradores, deben abordar y dar seguimiento a situaciones que atraigan un porcentaje significativo de voto en contra de las propuestas sometidas a la Junta.”*

Por último, como emisores, nos gustaría realizar una llamada de atención al siguiente párrafo: *“Asimismo, debería ejercerse de forma proporcionada, en términos del tiempo y costes incrementales que pueda generar esta implicación, tanto por parte de los inversores y gestores como por las propias sociedades en las que invierten, por la necesidad de atender a los distintos inversores y gestores”*. En nuestra opinión, esta recomendación está directamente vinculada a lo establecido en el Código de Buen Gobierno, en cuanto a las políticas de comunicación de las sociedades cotizadas, para ordenar el diálogo con los inversores. Sin duda, es positivo que existan políticas de implicación, pero no se puede exigir que las sociedades, que cuentan con un nivel razonable de medios para dedicarse a esto, tengan que atender a cualesquiera propuestas o sugerencias que provengan de los inversores institucionales.

4º.- Principio 4:

“Los inversores y gestores ejercitarán 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.”

En el segundo párrafo, dedicado a la descripción del principio, se dice lo siguiente: *“En este sentido, se considera relevante que la política prevea que el sentido del voto tendrá en consideración el resultado de las actuaciones desarrolladas en atención a los Principio 1, 2 y 3 y, en el caso de que el asunto a votación se refiera al nombramiento, renovación o cese de consejeros, debería tenerse en cuenta si el consejero contribuye positivamente a la adecuada composición del consejo, con especial consideración a la diversidad de perfiles, evaluar en qué medida la sociedad*

cotizada ha seguido en el proceso los principios de buen gobierno que, al respecto, se manifiestan en el Código de Buen Gobierno y en la Guía Técnica de la Comisión de Nombramientos y Retribuciones, de la CNMV, o similares”. Nos surge la duda de hasta dónde se pretende llegar en la aplicación del principio, sobre todo cuando se cita, en concreto, a la Guía Técnica de la Comisión de Nombramientos y Retribuciones. Por lo tanto, nuestra propuesta es mejorar la redacción, para que quede claro el alcance de su aplicación, que no debe ir más allá de lo exigido por la Ley. En particular, nos resulta chocante que solo se mencione la designación de los consejeros y no todas las demás materias en las que puede influir el sentido del voto. Si se recomienda tener en cuenta la aplicación del Código de Buen Gobierno o de la citada Guía Técnica, debería hacerse en relación con cualquier aspecto de la vida corporativa sobre la que incidan, no solo para la designación de consejeros.

Por último, en el párrafo siguiente, se establece que *“cuando las preocupaciones no se hayan resuelto adecuadamente, debería preverse la conveniencia de evaluar, para cada caso concreto, si es apropiado comunicar a las sociedades en las que invierten, y a sus órganos de administración, de manera anticipada, su sentido previsible de voto y las razones para ello, aunque la junta de accionistas no haya sido aún convocada, en la medida que dichos supuestos no estuvieran ya claramente contemplados en su política de voto”*. Entendemos que se trata de comunicar el sentido del voto, para que no haya sorpresas en la junta general de accionistas, lo que es aceptable y puede resultar también útil, siempre que solo se comunique - como arriba ya dijimos- en el ámbito interno de la sociedad.

5°.- 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 la consecución de la estrategia empresarial de las sociedades en las que invierten y a los objetivos establecidos en los Principios 1, 2 y 3.”

No tenemos más comentarios ni observaciones adicionales.

6°.- Principio 6:

“La política de gestión de los conflictos de intereses de los inversores y gestores debe estar enfocada a priorizar los intereses de sus clientes y beneficiarios.”

Para evitar que la priorización de los intereses de los clientes y beneficiarios pueda implicar un riesgo de perjuicio para otros intereses, se debería matizar este principio en el mismo sentido que en la Introducción de este Código (párrafo primero,

página 2/18), incluyéndose también una referencia tanto al interés social como a la orientación a largo plazo.

7º.- Principio 7:

“Los inversores y gestores deberán mantener, revisar periódicamente y actualizar, en su caso, sus prácticas y estructuras internas de gobierno para asegurar que son consistentes con los principios de este Código, así como que cuentan con la capacidad necesaria para actuar de forma adecuada, como responsables fiduciarios de las inversiones, en el mejor interés de sus clientes y beneficiarios. En este contexto, la política retributiva establecerá 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 cabo su aplicación efectiva durante el ejercicio, y estará orientada a la consecución de un rendimiento a largo plazo por parte de tales inversores y gestores.”

Dentro de la línea constructiva que nos hemos fijado seguir, sí hay un párrafo que podría revisarse: *“Por otro lado, de conformidad con la política retributiva, se considera deseable que una parte de la retribución variable de los consejeros ejecutivos y altos directivos de los inversores y gestores esté vinculada al cumplimiento de diferentes objetivos, uno al menos de los cuales es recomendable que se refiera a la efectiva aplicación de su estrategia y se oriente a la consecución, por parte del inversor o gestor, de un rendimiento a largo plazo, incluyendo, en su caso, objetivos vinculados a la aplicación de las políticas de implicación y voto. Lo anterior se ajustará a lo aplicable según la legislación sectorial, cuando ésta regule esta cuestión.”* En nuestra opinión, la redacción de la parte subrayada resulta excesiva: se entiende que se quiera vincular una parte de la retribución variable a objetivos a largo plazo, para evitar el cortoplacismo, pero decir que aquella se vincula a la política de implicación y voto es demasiado restrictivo y se podría sustituir por un objetivo más general, como, por ejemplo, un “rendimiento sostenible”. Por ello, se agradecería que se contemplara una redacción alternativa a esta parte del párrafo, en el sentido indicado.

(12 de septiembre de 2022)