
Comentarios a la propuesta de la CNMV del “Código de Buenas Prácticas para Inversores Institucionales, Gestores de Activos y Proveedores de Servicios” sometido a consulta pública

DECLARACIÓN INSTITUCIONAL DEL INSTITUTO DE CONSEJEROS-ADMINISTRADORES, IC-A

El IC-A manifiesta su satisfacción ante la iniciativa de la CNMV de establecer un código de *Stewardship* y está sustancialmente de acuerdo con los planteamientos de la propuesta sometida a consulta pública. Se realizan algunos comentarios para intentar mejorar alguno de los principios y clarificar alguna de las explicaciones.

El establecimiento de este código supondrá un importante paso adelante en la configuración y funcionamiento del mercado de valores españoles.

1. Cuestiones relativas a la entrada en vigor

- Debería, probablemente, indicarse que, como explica el Código japonés, en su punto 11, cuando un código se basa en principios, por definición, se espera que los inversores institucionales afectados cumplan con sus responsabilidades en forma sustancial, mientras que una aproximación más reglamentaria prescribiría acciones que deben ser acometidas por los inversores en detalle.

Como señala el principio 12 del Código japonés: *"Incluso si los principios pueden aparecer abstractos y amplios en su literalidad, puede funcionar efectivamente si las partes afectadas confirman y comparten la finalidad y espíritu de los principios y revisan sus actividades frente a ese esa finalidad y espíritu, no necesariamente frente a la letra de los principios"*.

2. Cuestiones relativas al ámbito de aplicación

- Es adecuada la extensión del ámbito de aplicación del Código a los asesores de voto, aunque habrá que ajustar exactamente los principios a los que se someten.

En este sentido, respecto a los asesores de voto, no se entiende bien la forma en la que (pág. 6) deben aplicar su juicio profesional para determinar qué principios les afectan. Sobre todo parece innecesaria la siguiente referencia: *"La adhesión sólo se imposibilitaría cuando el asesor de voto, que se haya visto afectado por alguno de los principios, no haya tenido en consideración en su actuación el contenido de estos"*. De no seguirse un principio que sea de aplicación, la consecuencia no debería ser que dejara de adherirse al Código, sino llamarle la atención por no haber cumplido ese principio. En todo caso, además lo que haya hecho el posible incumplimiento anterior a la adhesión al Código no debería imposibilitar la misma.

Comentarios a la propuesta de la CNMV del “Código de Buenas Prácticas para Inversores Institucionales, Gestores de Activos y Proveedores de Servicios” sometido a consulta pública

Parece mejor un establecimiento de unos principios concretos de actuación que intentaran replicar los principios aplicables a inversores y gestores. Instamos a la CNMV a que tras el periodo transitorio, establezca con precisión esos principios. Se presentan a modo de ejemplo los siguientes, como posibles alternativas:

“Principio 1: *En el ejercicio de su actuación y en la emisión de sus recomendaciones, los asesores de voto deberán tener en cuenta que los inversores y gestores deben orientar 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”.*

“Principio 2: *En el ejercicio de su actuación y emisión de sus recomendaciones, los asesores de voto deben coadyuvar a que los inversores y gestores puedan 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. Para ello deben disponer medios y recursos suficientes”.*

“Principio 4: *En el ejercicio de su actuación y en la emisión de sus recomendaciones, los asesores de voto deberán tener en cuenta que los inversores y gestores deberán ejercitar 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”.*

“Principio 6: *La política de gestión de los conflictos de intereses de los asesores de voto debe estar enfocada a priorizar los intereses de sus clientes”.*

“Principio 7: *Los asesores de voto 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 que les son de aplicación así como que cuentan con la capacidad necesaria para actuar de forma adecuada”.*

- Adicionalmente, el ámbito de aplicación debería ampliarse a otros proveedores de servicios (por ejemplo, asesores de inversiones de fondos de pensiones de empleo) pues no parece correcto pensar que la única delegación relevante que pueden realizar los inversores y los gestores de activos sea en los asesores de voto.

Comentarios a la propuesta de la CNMV del “Código de Buenas Prácticas para Inversores Institucionales, Gestores de Activos y Proveedores de Servicios” sometido a consulta pública

Por ejemplo, en la explicación del Principio 2 (punto c, Proporcionalidad), se habla de proveedores de servicios a los cuales se delega la función de seguimiento y adquirir un conocimiento adecuado de las sociedades en las que se invierte. Entre ellos se cita no solo a los asesores de voto, sino, como ejemplo, a los analistas de inversión. Las sociedades en las que se realiza este tipo de delegación deberían estar dentro del ámbito de aplicación del Código.

- Habría que aclarar, en este apartado, que el Código incluye dentro del concepto de inversores a los inversores en deuda (con las especialidades que sean de aplicación).
- Es correcto considerar a los Family Offices como inversores, en la medida en que puede entenderse que tienen clientes o beneficiarios a los efectos del Código. Es más dudosa la inclusión de los grupos familiares (en sí mismos) o de los inversores privados, en ambos casos con influencia significativa, pues no existen en estos casos clientes o beneficiarios. Si se quiere incluir, de todas formas, a los accionistas con influencia significativa como posibles adherentes al Código, no hay nada que objetar, dado su carácter voluntario.

Ahora bien, a estos inversores con influencia significativa se les exige un comportamiento adicional en relación con su compromiso con el interés social. En este sentido en la explicación del Principio 1 (punto c Especialidades de aplicación) se señala lo siguiente:

"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".

Esta consideración del interés social y de los intereses de otros grupos de interés en las decisiones de inversión es loable, pero no se ve porqué se trata de una especialidad que deba aplicarse solo a este tipo de inversores.

Comentarios a la propuesta de la CNMV del “Código de Buenas Prácticas para Inversores Institucionales, Gestores de Activos y Proveedores de Servicios” sometido a consulta pública

En nuestra opinión, o el Código no es de aplicación a los inversores no institucionales con influencia significativa o, si lo es, no debe hacer especialidades de aplicación. Es decir, o esta consideración específica del interés social y de los intereses de otros grupos de interés se extiende a todo el universo de entidades dentro del ámbito de aplicación del Código o se suprime.

3. Aplicación de la proporcionalidad

Debería señalarse que la aplicación del criterio de proporcionalidad no puede suponer la forma de evitar el cumplimiento de los principios sino únicamente una moderación de su aplicación, cuando esté justificada.

Debería suprimirse el siguiente párrafo:

“Por ejemplo, aquellas entidades que tengan una parte de sus activos o vehículos a corto plazo por pertenecer a la cartera de negociación, o cuyo importe o peso relativo en una participada sea muy poco significativo, podrán determinar realizar en menor grado actividades de implicación o voto con respecto a ellos, debiendo explicar en su informe anual los juicios y criterios empleados”.

Se trata de una precisión demasiado detallada para la Introducción y se repite más adelante donde es adecuado (Principio 3, pág. 13).

Se recomienda, también por ser demasiado preciso para la Introducción que el siguiente párrafo:

“Las entidades que hayan decidido adherirse voluntariamente al mismo, deberán indicar en su informe anual cómo han aplicado los distintos principios del Código en el ejercicio anterior, bajo el criterio de proporcionalidad y teniendo en consideración, por consiguiente, sus particulares condiciones y circunstancias, tales como el tamaño, la naturaleza y la complejidad de la entidad, su estrategia empresarial y la naturaleza y magnitud de sus inversiones, así como la exposición, naturaleza y gestión de los riesgos financieros y de los riesgos sociales, medioambientales y de gobernanza¹. El criterio de proporcionalidad supone asimismo tener en cuenta la complejidad, el tamaño y los recursos para la implicación de las entidades en las que invierten”.

¹ Riesgos ASG, o ESG, por sus siglas en inglés.

Comentarios a la propuesta de la CNMV del “Código de Buenas Prácticas para Inversores Institucionales, Gestores de Activos y Proveedores de Servicios” sometido a consulta pública

Se incluya en el apartado B (Voluntariedad y proporcionalidad) justo antes del párrafo que comienza con “*En cada principio se exponen posibles formas de incorporar la proporcionalidad en su aplicación*”.

4. Comentarios a los Principios

- **Principio 1**

“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*”.

Este principio define el concepto de Stewardship, que hemos traducido como buenas prácticas de inversión. Se trata como señala el International Corporate Governance Network, la asociación internacional de inversores institucionales, de “*preservar e impulsar el valor a largo plazo como parte de una aproximación de inversión responsable*”.

La cuestión clave es si el Stewardship incluye o no la consideración de la necesidad de analizar factores sociales y medioambientales como componentes fundamentales de la obligación fiduciaria respecto a la inversión que se pretende. En gran número de regulaciones y códigos, ya se incluyen estos conceptos dentro de las obligaciones de Stewardship.

La cuestión fundamental respecto a este principio es, por tanto, si el Código debe exigir algo en relación con la integración de los criterios de ESG. Integrar estos criterios en su proceso de inversión implicaría que los inversores efectivamente toman en cuenta, para realizar sus inversiones, la actuación de la sociedad en estas cuestiones, además de las financieras.

Evidentemente el Código podría requerir (i) que se produjera esa integración o (ii) simplemente, pedir que se informe de cómo se produce esa integración en los casos en los que ocurra. Con la redacción actual se requiere lo segundo, aunque es cierto que se utiliza la expresión “*integrarán*” matizada por “*en el grado que consideren oportuno*”.

Comentarios a la propuesta de la CNMV del “Código de Buenas Prácticas para Inversores Institucionales, Gestores de Activos y Proveedores de Servicios” sometido a consulta pública

Para reforzar la consideración de los criterios de ESG se propone sustituir la expresión “en el grado que consideren oportuno” por “en la forma que estimen conveniente”.

No se entiende bien la intención de la nota 9. Si lo que se quiere decir es que puede haber inversores que consideren que no deben integrar criterios de ESG con sus procesos de inversión, (pues, por definición, en todas las inversiones hay que considerar ciertos riesgos de sostenibilidad como los derivados de la mitigación y transición al cambio climático), debería decirse con mayor claridad e incluirlo en el texto y no como nota a pie de página. Por ejemplo con la siguiente redacción:

“Este principio es potencialmente aplicable a cualquier inversor o gestor pues cabe destacar que, sin perjuicio de la importancia de una orientación general al largo plazo, todos los inversores y gestores se enfrentan a riesgos de sostenibilidad, como los derivados de la mitigación y transición al cambio climático”.

Igualmente, la referencia a tomar en cuenta los factores de ESG podría realizarse tanto respecto al proceso de toma de decisión de la inversión como al de mantenimiento y salida de la misma.

Por cierto, sería recomendable, en la introducción sustituir la referencia en la pág. 3 a “algunos estudios” por la referencia a “diversos estudios” para reforzar la relevancia de los estudios en cuestión en lo relativo a la importancia de la visión orientada a largo plazo.

- **Principio 2**

“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”.*

- Habría que añadir entre las cuestiones a revisar en la monitorización las relativas al cumplimiento cultura corporativa y ética como, por ejemplo, hace el Código de EFAMA.
- El seguimiento debe referirse también al que realizan los inversores sobre los gestores de activos y ambos sobre los asesores de voto y proveedores de

Comentarios a la propuesta de la CNMV del “Código de Buenas Prácticas para Inversores Institucionales, Gestores de Activos y Proveedores de Servicios” sometido a consulta pública

servicios distintos, para comprobar que sus principios de implicación han sido adecuadamente seguidos por los mismos.

- **Principio 3**

“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”.*

- Recomendamos eliminar el siguiente párrafo:

“Parece deseable que la interlocución se produzca en un contexto en el cual el inversor o gestor, además de ejercer el voto de forma activa, en su política de implicación manifieste públicamente cómo dicha implicación y diálogo con las sociedades en las que invierte podrían llegar a influir en su sentido del voto”.

Este párrafo es innecesario. Es evidente que la implicación y diálogo pueden llegar a influir en el sentido del voto y no hace falta recordarlo. Si lo que busca esta redacción es ir más lejos y pedir que, de antemano, se anticipe el resultado del diálogo y del voto, esta redacción podría retraer a los inversores respecto al cumplimiento del principio.

- En las explicaciones habría que señalar que, de existir, los inversores deben hacer pública su política de voto, ya sea respecto a criterios generales de voto o sectores o sociedades específicas.
- Aunque no es necesario, puede ser conveniente recordar que en las actuaciones colaborativas con otros inversores deben respetarse las normas de actuación en concierto.
- Existe una errata en la pág. 12 en el último párrafo. Faltan las palabras “a disposición del” en la frase “... se considera recomendable se ponga al público...”.

- **Principio 4**

“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*

Comentarios a la propuesta de la CNMV del “Código de Buenas Prácticas para Inversores Institucionales, Gestores de Activos y Proveedores de Servicios” sometido a consulta pública

interés de sus clientes y beneficiarios, de conformidad con sus políticas de implicación y voto”.

- Los inversores deben estar preparados para votar en contra de aquellas propuestas que sean inconsistentes con prácticas de buen gobierno corporativo.
 - Deben proporcionar un enlace a sus registros de votaciones.
 - Deben informar de la proporción de acciones respecto a las que se ejercitaron los derechos de voto.
 - Respecto al préstamo de acciones, no deberían prestarse o tomarse prestadas acciones con el propósito primordial de ejercer los correspondientes derechos de voto².
 - Se debería explicar la medida en la que utilizan servicios externos de asesores y otros servicios para el ejercicio de sus derechos de voto, incluida la información sobre los proveedores de servicios y el grado en que sus recomendaciones son seguidas (incluyendo aquellos casos en los que se siguen tales recomendaciones por defecto).
 - Deben explicar las razones de sus votos, especialmente cuando el voto es contrario: (i) a su política de voto, (ii) a una propuesta del Consejo de Administración, (iii) o una propuesta de otro accionista.
- **Principio 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”.*
- Debería explicarse como las prácticas de implicación han variado entre los fondos y tipo de activos.

² Principio 5.6 del Código de ICGN y Principio 11 del Código Holandés. El artículo 47 quater de la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva hace referencia al préstamo de valores y de gobierno corporativo.

Comentarios a la propuesta de la CNMV del “Código de Buenas Prácticas para Inversores Institucionales, Gestores de Activos y Proveedores de Servicios” sometido a consulta pública

- Deben describir en que actuaciones colectivas con inversores han participado y cuáles han sido los resultados obtenidos.
- Se echa de menos algo equivalente al principio 6 del Código Británico:

“Los inversores tienen en cuenta las necesidades/intereses de sus clientes y beneficiarios y les comunican las actuaciones y los resultados de sus prácticas de implicación”.

Entendemos que no es suficiente a la publicación del informe anual sobre las políticas de implicación y voto sino que debe haber una comunicación directa con los clientes y beneficiarios.

- **Principio 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”.

- No hay comentarios.

- **Principio 7**

“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”.

El Principio 7 es correcto, pero podría ser suponer un desincentivo para la suscripción del Código por pedirse la revelación de información confidencial respecto a la remuneración. Podría plantearse una redacción similar a la del Código de ICGN



Comentarios a la propuesta de la CNMV del “Código de Buenas Prácticas para Inversores Institucionales, Gestores de Activos y Proveedores de Servicios” sometido a consulta pública

señalando, únicamente, que “deberá explicarse en qué forma la política retributiva se alinea con los intereses de sus clientes y beneficiarios de acuerdo con los Principios establecidos en el Código”.

Comentarios a la propuesta de la CNMV del “Código de Buenas Prácticas para Inversores Institucionales, Gestores de Activos y Proveedores de Servicios” sometido a consulta pública

ACERCA DEL INSTITUTO DE CONSEJEROS-ADMINISTRADORES, IC-A

- El **IC-A** es la asociación española de Consejeros-Administradores de empresas o entidades. Es una entidad independiente y **referente** en España e internacionalmente **en buen gobierno corporativo**. La integración de cada Socio en la Asociación se realiza a **título individual** y no implica vinculación especial de esta con ningún sector de la actividad económica o empresarial del país ni con ninguna sociedad o entidad concreta.
- El Instituto de Consejeros-Administradores de España cuenta entre sus miembros con consejeros internos/ ejecutivos, externos/ no ejecutivos (externos/ independientes, externos/ dominicales y externos/ otros), que representan a un amplio abanico de empresas, ya sean cotizadas o no, empresas familiares, nacionales, internacionales, start-ups y entidades públicas, etc.
- En sus más de 19 años de existencia el **IC-A** ha establecido relaciones internacionales y nacionales y es considerado un **key player** a nivel **internacional** por su independencia, conocimiento de las mejores prácticas de gobierno corporativo, publicaciones realizadas y fomento de las mejores prácticas de gobierno corporativo en diferentes países. Algunas de sus publicaciones se utilizan en más de 80 países. Mas información en Wikipedia ([+](#))
- El IC-A **representa a España** en ecoDa www.ecoda.org (Confederación **Europea** de Asociaciones de Consejeros), con sede en Bruselas, que representa a su vez a 50.000 consejeros en Europa.
- El IC-A también **representa a España** en Global Network Directors Institute, **GNDI**, (Confederación **Mundial** de Asociaciones de Consejeros), que representa a su vez a más de 180.000 consejeros.
- Entre otros, el IC-A mantiene **relaciones internacionales**, con los Institutos de Consejeros más relevantes del mundo, con la asociación mundial de inversores institucionales internacionales (ICGN), con las grandes entidades y fondos de pensiones globales, y mantiene relaciones con International Finance Corporation/ Global Corporate Governance Forum Global (Banco Mundial y OCDE), entre otros. Además, mantiene relaciones institucionales con los reguladores de los Mercados de Valores más relevantes y su organización global / IOSCO y, en particular, mantiene desde su fundación una relación institucional de colaboración con la CNMV, y el Ministerio de Economía español, en aras a que el fomento de las mejores prácticas de gobierno corporativo estimulen las inversiones en las sociedades cotizadas españolas, y se contribuya a la sostenibilidad del tejido empresarial español.

Para más información: **Mónica Cervantes Sintas, Comunicación y RRPP**

Email: mcervantes@iconsejeros.com Tfno: +34 91 353 16 78 www.iconsejeros.com