



Preguntas y Respuestas en relación con el Código de buenas prácticas de inversores

23 de noviembre de 2023

INDICE

Introducción	3
I. Cuestiones generales	4
II. Principio 1 – Estrategia a largo plazo	5
III. Principio 2 – Conocimiento y seguimiento de las empresas	6
IV. Principio 3 – Desarrollo y publicidad de la política de implicación	7
V. Principio 4 – Ejercicio del derecho de voto	10
VI. Principio 5 – Transparencia de las actuaciones de implicación y voto realizadas y de sus resultados	11
VII. Principio 6 – Política de gestión de conflictos de intereses	14
VIII. Principio 7 – Política retributiva	14

Este documento no tiene carácter normativo. Tiene como finalidad transmitir a los asesores de voto, inversores institucionales y gestores de activos criterios de interpretación, para una adecuada aplicación de los principios del Código de buenas prácticas de inversores institucionales, gestores de activos y asesores de voto en relación con sus deberes respecto los activos conferidos o servicios prestados, que tiene un carácter voluntario.

INTRODUCCIÓN

Las aclaraciones que se incluyen en este documento deben tomarse como orientativas, dado que son las entidades las que deben de aplicar su juicio profesional para la aplicación de los principios y evaluación de las expectativas y aclaraciones; lo mismo ocurre con los ejemplos que se mencionan en algunas de las respuestas.

El Código de buenas prácticas de inversores institucionales, gestores de activos y asesores de voto en relación con sus deberes respecto los activos conferidos o servicios prestados (en adelante, el Código), tras un período de consulta pública, fue aprobado el 22 de febrero de 2023 por el Consejo de la CNMV, con la finalidad de mejorar la calidad del gobierno corporativo y las prácticas de inversión de estas entidades, en descargo de sus obligaciones fiduciarias y para favorecer una orientación hacia la obtención de un rendimiento a largo plazo.

El Código no tiene carácter normativo y su adhesión es plenamente voluntaria. Sigue el enfoque de aplicar y explicar, en el sentido de que, tras la adhesión y la finalización, en su caso, del plazo transitorio de tres años, las entidades adheridas deben aplicar todos y cada uno de los siete principios del Código. Desde su aprobación se han adherido varias gestoras de instituciones de inversión colectiva y de fondos de pensiones, junto con un asesor de voto y se esperan adhesiones adicionales de forma progresiva.

La CNMV no ostenta actualmente competencias supervisoras, que le hayan sido atribuidas por alguna norma, sobre la aplicación del Código. Lo anterior no sería óbice para que, si se constatase, por cualquier medio, que una entidad adherida no aplica los principios del Código, y que no adopta tampoco las medidas adecuadas para lograr su cumplimiento futuro, la CNMV, en función de la relevancia de la falta de aplicación, podría proceder a dar de baja a la entidad de la relación pública de entidades adheridas, accesible públicamente en la web de la CNMV.

I. CUESTIONES GENERALES

1. Adhesión parcial y la posibilidad de no aplicación a ciertos supuestos. En la página 11 del Código se indica: “no se prevé una adhesión parcial”. Al mismo tiempo, en relación con las entidades adheridas, habrá ciertos activos sobre los que no se podrá ejercer el voto, cuando el derecho de voto pertenezca al titular de los activos, o bien en los que se deberá ejercer de acuerdo con la política del delegante. Igualmente, podrá haber activos, fondos o vehículos sobre los que, por su naturaleza, por pertenecer, por ejemplo, a la cartera de negociación, la entidad adherida no llevará a cabo actividades relevantes de implicación y voto. ¿Qué consecuencias a efectos de una eventual adhesión tendrían estos activos? Y ¿Cuál sería su impacto potencial sobre la aplicación de los principios del Código?

Respuesta CNMV

El Código indica lo siguiente: “Cabe destacar que no se prevé una adhesión parcial, excluyendo determinados activos, fondos u otros vehículos de inversión, por ejemplo, en función de la naturaleza de sus activos o de su estrategia de inversión.” En línea con lo que también se indica en la cuestión 4, esto no necesariamente implica la necesidad de que el adherente establezca un diálogo, se implique y ejerza el voto en todas las empresas en las que invierta.

Esto es, el inversor o gestor debe adherirse de manera plena e íntegra respecto a todos sus activos y actividades de inversión o gestión. No cabe, por ello, excluir, del perímetro de adhesión, a determinados activos, fondos u otros vehículos de inversión.

Lo anterior no impide tampoco, como señala de modo específico el Código, que una entidad que se adhiera pueda tener una parte de sus activos o de sus fondos o vehículos sujetos a una política de inversión cortoplacista, o formando parte de una actividad de negociación, o, en general, con una rotación elevada. En estos casos aplica plenamente el principio de proporcionalidad, que podría justificar una involucración menor, o incluso nula, o que se decida no ejercer el voto, en relación con una parte de las entidades en las que solo se invierta con tal carácter.

Respecto a los activos ligados a la gestión discrecional de carteras, sobre los que haya instrucciones específicas sobre los que haya que ejercer el voto de acuerdo con la política del delegante, la entidad, obviamente, deberá seguir las instrucciones que el titular de los activos le traslade, aplicando, en cualquier caso, en lo no cubierto por dichas instrucciones o políticas, los principios del Código.

2. Régimen transitorio y publicación de plan y calendario. ¿En qué momento hay que publicar el plan y calendario de adaptación? ¿En el momento de adhesión o en el reporte del primer informe anual y sucesivos? Se solicita aclaración si, con carácter previo a su publicación, está prevista alguna validación por parte de la CNMV. Por otro lado ¿Qué implicaciones se podrían derivar de que se evidencien retrasos o desviaciones en el grado de avance del plan y del calendario de adaptación al Código?

Respuesta CNMV

La adhesión al Código se formalizará mediante el envío por la entidad interesada de dos escritos, uno de carácter público y otro de carácter no público, de acuerdo con el contenido y procedimiento que se establece en el siguiente link:

<https://www.cnmv.es/docportal/Buenas-practicas/CBPInstrucciones.pdf>

Las entidades que decidan acogerse al periodo transitorio deberán mostrar un compromiso público de aplicar todos los principios al cabo de los tres años, para lo que deberán publicar un plan y un calendario concreto de adaptación, a excepción del principio 6 (Política de gestión de conflictos de intereses), que deberá ser de aplicación desde el primer momento.

La referencia a la aplicación del periodo transitorio deberá figurar en el escrito de adhesión. Asimismo, se considera deseable que el plan y calendario se pudieran publicar también en el momento inicial, o, en todo caso, lo antes posible, en un documento ad-hoc y en un plazo relativamente corto.

En todo caso, y con independencia del momento y forma de publicación del calendario, en el primer y subsiguientes informes anuales se deberá dar cuenta del grado de avance, actualizando y explicando al mercado el progreso alcanzado y cualquier variación al plan o al calendario.

Con carácter general, no hay validación previa por la CNMV, sin perjuicio de las actuaciones posteriores que la CNMV pudiera llevar a cabo si tuviese conocimiento de alguna incidencia que pudiese significar la no aplicación de uno o varios de los principios del plan.

En cuanto al grado de cumplimiento por las entidades de lo previsto en el plan y calendario de adaptación, si en alguno de los ejercicios del periodo transitorio la entidad estimase que no va poder, por cualquier motivo, cumplir íntegramente con lo previsto en el plan y en el calendario de adaptación, deberá publicar, lo antes posible, una actualización de ambos con relación a los ejercicios posteriores, debiéndose, en cualquier caso, dar cumplimiento al compromiso de aplicar todos los principios tras la finalización del periodo transitorio de los tres años, y debiéndose dar cuenta, asimismo, de las modificaciones que se vayan produciendo en los sucesivos informes anuales.

II. PRINCIPIO 1 – ESTRATEGIA A LARGO PLAZO

3. Compatibilidad con la existencia de políticas de inversión a corto plazo. ¿Es compatible una adhesión al Código con que la entidad adherida tenga determinadas políticas de inversión a corto plazo?

Respuesta CNMV

La admisibilidad de la adhesión con políticas de inversión de corto plazo se reconoce en el propio Código y es compatible con su cumplimiento y efectiva aplicación. De hecho, el Código ilustra cómo el principio de proporcionalidad permite adaptar la aplicación de los principios a las inversiones de corto plazo.

Esta cuestión resultaría especialmente relevante en el caso de los gestores de activos, en los cuales, entre los vehículos gestionados, coexistirán distintas políticas de inversión, ajustadas a los perfiles y preferencias diversas de los inversores finales, incluidas aquellas de muy corto plazo.

Conviene señalar que, en todo caso, el inversor o gestor, en aquellas empresas en las que vaya a ejercer el voto, lo ejercería considerando el número total de acciones del que tenga la discrecionalidad de voto, incluidas aquellas sujetas a un horizonte de corto plazo, debiéndose respetar al mismo tiempo las limitaciones y prescripciones que se deriven de la normativa en vigor.

III. PRINCIPIO 2 – CONOCIMIENTO Y SEGUIMIENTO DE LAS EMPRESAS

4. Seguimiento y conocimiento de las sociedades en las que se invierte. Alcance del criterio de proporcionalidad en relación con la aplicación de este principio 2 en las sociedades objeto de inversión.

Respuesta CNMV

El Código indica que “Las entidades que hayan decidido adherirse voluntariamente deberán indicar en su informe anual cómo han aplicado los distintos principios del Código [...], conforme al criterio de proporcionalidad y teniendo en consideración, por consiguiente, sus particulares condiciones y circunstancias [...]. El criterio de proporcionalidad supone asimismo tener en cuenta la complejidad, el tamaño y los recursos disponibles para la implicación de las entidades en las que invierten”.

Por lo tanto, el grado de “adecuación” del conocimiento de las sociedades en las que se invierte puede ser modulado por el criterio de proporcionalidad, admitiéndose un conocimiento más profundo de aquellas sociedades de mayor relevancia en la estrategia de la entidad adherida, y, por el contrario, menor en las de menor relevancia.

Cabe señalar que el criterio de proporcionalidad ampararía que la entidad adherida no realizase actividades de seguimiento sobre todas y cada una de las sociedades en las que invierta, pero tampoco sería compatible con la adhesión y una adecuada aplicación del principio 2 que no realizase actividades de seguimiento sobre ninguna de las entidades en las que invierta. En este sentido, se recomienda que los adherentes determinen sus actuaciones de seguimiento e implicación sobre un número de entidades que, con base en el criterio de proporcionalidad y la gradualidad del período transitorio, sea consistente con la necesaria perspectiva de conjunto, en relación con una aplicación efectiva del Código, respecto del global de su inversión.

IV. PRINCIPIO 3 – DESARROLLO Y PUBLICIDAD DE LA POLÍTICA DE IMPLICACIÓN

5. Cuestiones generales. En el Código, en su página 19, se alude a que los inversores y gestores “deberían estar en condiciones de entrar en una comunicación y, en su caso, en un diálogo fluido con ellas y con los miembros de su órgano de administración y alta dirección, en aquellas situaciones en que se considere necesario”. Se solicitan aclaraciones adicionales al párrafo anterior, que se encuentra entrecomillado, en el contexto de una adecuada aplicación del principio 3.

Respuesta CNMV

En primer lugar, cabe señalar que, con base en las actividades realizadas de seguimiento, la implicación podría hacerse por diferentes vías (remisión de escritos a la entidad en la que se invierte, reunión virtual o física con representantes de la entidad, etc.), y con distinta intensidad, en función todo ello del criterio de proporcionalidad.

Asimismo, pueden existir ocasiones en las que se considere que es oportuno o apropiado iniciar algún tipo de diálogo con la entidad, por ejemplo, para trasladarle determinadas preocupaciones con la gestión, con la gobernanza de la entidad, o con su exposición significativa a determinados riesgos.

Por consiguiente, aunque se admite y contempla por el Código que el diálogo bilateral con las entidades en las que se invierte no es la única vía, los inversores y gestores, de conformidad con sus políticas de implicación y voto, sí deberían estar preparados y dispuestos a utilizar esa vía cuando el propio inversor o gestor lo considere oportuno o apropiado.

En cualquier caso, cualquier tipo de implicación con una entidad debe respetar los distintos marcos normativos aplicables.

En este sentido, el Código indica expresamente en su apartado 2.2 (“Características del Código –Voluntariedad y proporcionalidad”) que “Los principios deberán aplicarse, en todo caso, con respeto y sujeción a la normativa general o sectorial que resulte aplicable en cada situación. Asimismo, el Código se aplicará con observancia de las obligaciones, contractuales o legales, incluidas las obligaciones de respetar tanto la confidencialidad debida como las limitaciones para divulgar información privilegiada, y considerando en qué medida la publicación de información podría perjudicar la situación financiera, posición competitiva o creación de valor del inversor o gestor, o de las sociedades en las que invierten. Estas limitaciones se tendrán especialmente en cuenta en la aplicación de los principios 3 y 5.”

Aunque la mención anterior no es exclusiva a los principios 3 y 5, recuerda la especial vinculación de la previsión del párrafo anterior con estos dos últimos y, en concreto, en lo relativo al principio 3, lo cual ampararía que la capacidad de los inversores y gestores, de “estar en condiciones de entrar en una comunicación y, en su caso, en un diálogo fluido con ellas y con los miembros de su órgano de administración y alta dirección”, deberá ser compatible con el marco legal.

Sin perjuicio de lo anterior, cabe señalar que, con carácter general, la normativa vigente no sólo no impide, sino que, incluso, trata de promover una implicación adecuada por parte

de los inversores institucionales y gestores en las entidades cotizadas en las que inviertan, tal y como se señala expresamente en la exposición de motivos de la Directiva sobre derechos de los accionistas¹.

6. Definición de los objetivos medibles y concepto de enfoque de conjunto. En la página 18 del Código se indica que “Se recomienda que la política de implicación de los inversores y gestores sea clara, precisa y completa, contenga criterios y objetivos medibles y refleje un enfoque de conjunto sobre el total de la inversión”. Se solicitan aclaraciones adicionales sobre el párrafo anterior y la referencia, en concreto, a un “enfoque de conjunto”, en el contexto de una adecuada aplicación del principio 3.

Respuesta CNMV

Se recomienda que las entidades establezcan en sus políticas de implicación objetivos de diversa índole, que pretendan conseguir a través de sus actividades de implicación. También se aconseja que establezcan plazos cuando sea necesario y que detallen los criterios que considerarán en la selección de las empresas. Asimismo, en el informe anual sería aconsejable que indicasen los criterios finalmente considerados al seleccionar las empresas que han formado parte de su estrategia de implicación, junto con los temas más relevantes abordados.

Los objetivos pueden ser tanto cuantitativos como cualitativos (pudiendo estos últimos evaluarse, por ejemplo, a través de indicadores o KPIs que, en su caso, pueda llegar a establecer cada entidad), estableciéndose los criterios de medición y evaluación, bien en la propia política o bien en los planes de actuación concretos que, en su caso, se establezcan en su aplicación.

En todo caso, corresponde a cada entidad identificar el tipo de objetivos a establecer y su medición, así como su grado de concreción, que podrá ser mayor o menor. Se reconoce a las entidades margen suficiente de flexibilidad en la definición y evaluación del cumplimiento de los objetivos, para su adaptación, entre otros, a la coyuntura macroeconómica o geopolítica, a las novedades regulatorias o a la información disponible en cada momento.

Con respecto a la referencia de un “enfoque conjunto sobre el total de la inversión”, cabe indicar que está relacionado con la exigencia de que no es posible una adhesión parcial; por ello, el inversor o gestor debe realizar un compromiso global y holístico de aplicación de los principios del Código, desde una perspectiva del conjunto de su inversión, sin perjuicio de adaptar cada principio, y cada caso o tipo de activos, a sus particulares circunstancias y características. En este sentido, se considera apropiado que el adherente tome en cuenta el conjunto de sus inversiones a la hora de seleccionar aquellas empresas que serán objeto de su política de implicación, en relación con, por ejemplo, el cambio climático.

Por tanto, la referencia a “enfoque conjunto” no debe entenderse como un enfoque único o igual para todos los activos, fondos y vehículos de inversión, sino que el cumplimiento de este principio resulta compatible con la existencia de diferencias que obedezcan a

¹ Directiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de mayo, por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas (SRD II).

diferentes circunstancias o situaciones, entre ellas, las diferencias en las políticas de inversión o en los sujetos en los que recaiga el ejercicio de las actividades de implicación. Por ejemplo, un inversor podría elaborar una política de implicación especializada para sus fondos temáticos, enfocada específicamente en determinadas cuestiones del medio ambiente o relacionadas con tecnologías particulares, las cuales formarían parte integral de la estrategia de inversión para esos fondos.

Y ello no impediría, por consiguiente, que pudieran existir, asimismo, supuestos especiales, como vehículos cortoplacistas o de gestión pasiva, que puedan estar menos vinculados a dichos objetivos, definidos con carácter, y desde una perspectiva, global, para la inversión en su conjunto, con respecto a las políticas de implicación y voto.

7. Concepto de porcentaje significativo de votos en contra y alcance de las obligaciones. En la página 20 del Código se indica que “parece recomendable que la política de implicación de los inversores o gestores incluya una expectativa de cómo consideran que las entidades 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.” Se solicita aclaración del concepto de “porcentaje significativo de votos en contra” en el contexto de una adecuada aplicación del principio 3.

Respuesta CNMV

Esta previsión del Código de Inversores tiene traslación en determinados códigos de buen gobierno de cotizadas, como sería el caso del código británico vigente, de 2018, que recomienda lo siguiente, en su sección 1º, apartado 4:

Cuando un 20% o más de los votos fueron emitidos en contra de una resolución a propuesta del consejo, la entidad debería explicar, en el momento de anunciar los resultados de la votación, qué actuaciones tiene intención de tomar para consultar a los accionistas a efectos de entender las razones de la votación. Una actualización de las opiniones recibidas de los accionistas y de las acciones tomadas deberían ser publicadas dentro del plazo de los seis meses posteriores a la reunión de la junta. El consejo debería suministrar un resumen en el informe anual y, de ser aplicable, en las notas explicativas a las resoluciones en la siguiente reunión de la junta general de accionistas, en relación con qué impacto ha tenido el feedback recibido en las decisiones adoptadas por el consejo y cualquier actuación o resolución propuesta.

Se trata, por lo tanto, de una buena práctica de gobierno corporativo, que tendría un paralelismo inverso o recíproco también en el rol de los inversores y gestores para promover un gobierno corporativo adecuado en las entidades en las que invierten. Por eso mismo, esta recomendación es habitualmente vista como una buena práctica por parte de grandes inversores institucionales a la hora de atribuir mandatos de gestión a terceros.

El establecimiento de un umbral mínimo de cuándo un porcentaje en contra se considera significativo corresponderá a cada inversor o gestor, debiendo encontrarse claramente por debajo del 50%, ya que de lo que se trata es de analizar las razones de por qué una resolución de la junta se habría aprobado, pero contando con la oposición de un porcentaje relevante de accionistas. Se podría considerar el 20% que utiliza el código británico o cualquier otro inferior al 50% que el inversor considere adecuado.

Corresponde asimismo a la entidad adherida determinar su política con respecto a la consideración que estima más adecuada acerca del tratamiento que las entidades en las que invierta deben dar a las propuestas que hayan experimentado una elevada oposición en Junta, pudiendo acotar en la política de implicación su abordaje y seguimiento, y ciñéndolas a las que se refieran a determinadas temáticas de mayor relevancia para la entidad adherida.

8. Frecuencia de la revisión de la política de implicación. Las páginas 18 y 19 del Código recomiendan la revisión periódica de la política de implicación. Se solicita orientación adicional sobre la frecuencia de revisión recomendable.

Respuesta CNMV

Deberá ser cada entidad adherida la que establezca la frecuencia de revisión de su política de implicación y la conveniencia de la participación en dicha revisión de un asesor externo, atendiendo al contenido de su política, sus características y su naturaleza, entre otros.

Obviamente, podrían surgir circunstancias que exigieran una revisión en un plazo más corto del previsto con carácter general. Por ejemplo, ante cambios corporativos en la propia entidad adherida de elevado calado (fusiones, escisiones, adquisiciones...) y que supongan cambios muy relevantes no solo en la estructura, sino también en las estrategias y políticas de inversión de la entidad.

Cuando las entidades se hayan acogido al plazo transitorio, aun dependiendo de cada entidad y plazo de transición establecido, generalmente será preciso revisar las distintas políticas, incluidas las de implicación y voto, al finalizar dicho plazo, a los efectos de poder aplicar adecuadamente este principio, y el resto de los principios del Código en general.

En todo caso, la revisión no necesariamente tendrá que dar lugar a una actualización si, tras la evaluación realizada, se concluye que la política establecida sigue siendo válida.

V. PRINCIPIO 4 – EJERCICIO DEL DERECHO DE VOTO

9. Grado de concreción de la política de voto. En relación con las expectativas de actuación de los inversores/gestores de activos, el Código, en su página 21, recomienda que se “establezcan de manera clara y precisa, y con el suficiente nivel de detalle, cuál es su política de voto [...]”. Se solicitan aclaraciones adicionales sobre el párrafo anterior en el contexto de una aplicación adecuada del principio 4.

Respuesta CNMV

Con respecto a la expectativa del contenido de la política de voto, se considera cumplido el principio con el establecimiento de pautas, criterios o principios para el ejercicio del derecho de voto. Por ejemplo, definiendo en qué casos votaría en contra de la aprobación del informe financiero anual o de la destitución de un miembro del consejo. Asimismo, se recomienda señalar el ámbito de aplicación y los supuestos en los que, con carácter general, esté predefinido el no ejercicio del derecho de voto, por ejemplo, cuando se trate de

inversiones poco significativas, sin perjuicio de que puedan existir excepciones en las que aun así convenga votar. A modo de ejemplo, un inversor podría establecer como objetivo que ejercerá su voto activamente en al menos un determinado porcentaje de sus inversiones, atendiendo a su valor patrimonial, o, alternativamente, respecto de una muestra a seleccionar entre las empresas en las que invierta, con base en unos determinados criterios que guiarán su selección y que se deberían hacer públicos.

Por lo tanto, se trata de dar pautas y criterios que ayuden a los clientes, partícipes, y otros usuarios a comprender las finalidades y objetivos que persigue el inversor o gestor mediante el voto y bajo qué pautas o criterios. Una política de voto detallada beneficiaría también a las empresas, al permitirles comprender las expectativas y la intención de voto de sus accionistas, reduciendo así la posibilidad de decisiones de voto arbitrarias. Además, proporciona información valiosa a sus clientes, partícipes y beneficiarios sobre la manera en que la gestora o institución que administra sus inversiones llevarán a cabo el ejercicio de sus derechos de voto.

Se debe señalar que, sin llegar a tener que determinarse, en todos los casos, cuál será el sentido concreto del voto futuro en las juntas generales, lo cual no será posible, lo importante es el grado de concreción de tales pautas y criterios. Por ejemplo, algunos asesores de voto publican anualmente y por regiones los criterios que utilizarán en sus recomendaciones de voto, y pueden ser en determinados aspectos bastante concretos.

El grado de concreción será especialmente necesario y útil cuando se delegue el voto en terceros, ya que solamente se podrá evitar tener que dar instrucciones específicas, en cada entidad y para cada uno de los puntos relevantes del orden del día, y a efectos de satisfacer la responsabilidad fiduciaria última del inversor o gestor, cuando tales pautas o criterios en la política sean lo suficientemente concretos, de forma tal que eviten la discrecionalidad, por parte de la entidad delegada, en todos aquellos asuntos del orden del día que sean relevantes.

VI. PRINCIPIO 5 – TRANSPARENCIA DE LAS ACTUACIONES DE IMPLICACIÓN Y VOTO REALIZADAS Y DE SUS RESULTADOS

10. Primer informe a publicar. En relación con las entidades que se adhieran al Código a lo largo de 2023 ¿Cuándo debe publicarse el primer informe anual contemplado en el principio 5?

Respuesta CNMV

El criterio general es publicar las actuaciones realizadas, en cada ejercicio anual cerrado, en el plazo máximo de 12 meses después del cierre de cada ejercicio cerrado.

A este respecto, se debería comenzar a informar de las actuaciones realizadas, acerca del acogimiento, en su caso, al plazo transitorio, y del calendario adoptado en tal caso, así como acerca del progreso logrado en el ejercicio, desde el primer ejercicio en que se produzca la adhesión.

Así, si una entidad se adhirió en marzo de 2023, debería informar de las actuaciones realizadas, durante los últimos 9 meses de 2023, y sobre su plan de transición, no más tarde del final del año 2024.

Por ello, no cabe plantear la posibilidad de no tener que reportar acerca de las actuaciones realizadas en el primer ejercicio en que se produce la adhesión, ya que es relevante, también, saber qué medidas se han adoptado, desde el momento mismo de la adhesión.

En particular, será muy relevante saber si la entidad ha decidido acogerse al plazo transitorio, y poder conocerse, en tal caso, el progreso efectuado en el primer ejercicio de adhesión.

11. Publicación de ejemplos de actuaciones de implicación. En la página 23 del Código se indica que el reporte anual “debería contener ejemplos y actuaciones concretas realizadas por los inversores o gestores”. Se solicita aclaración sobre esta cuestión en el contexto de una adecuada aplicación del principio 5.

Respuesta CNMV

La finalidad de esta previsión es que los clientes, beneficiarios, partícipes y otros usuarios puedan conocer la naturaleza y alcance de las actuaciones de seguimiento, implicación y voto realizadas.

Se considera conveniente que el informe proporcione información suficiente para permitir al lector comprender adecuadamente la aplicación del principio 5 sin necesidad de consultar otros informes y documentos, y se proporcione un resumen con la suficiente información para que los lectores del informe puedan comprender las características clave de sus políticas. Cuando se haga referencia a otros documentos, estos deberían ser fácilmente accesibles y, en la medida de lo posible, mediante un vínculo desde el informe.

Se recomienda hacer una valoración del conjunto de las actuaciones, por ejemplo, describiendo, para cada uno de los objetivos preestablecidos, el número de implicaciones (“engagements”) y con cuántas empresas se han realizado, junto con los logros alcanzados, de forma agregada.

Asimismo, en la página 12 se señala que “el Código se aplicará con observancia de las obligaciones, contractuales o legales, incluidas las obligaciones de respetar tanto la confidencialidad debida como las limitaciones para divulgar información privilegiada, y considerando en qué medida la publicación de información podría perjudicar la situación financiera, posición competitiva o creación de valor del inversor o gestor, o de las sociedades en las que invierten.”

A estos efectos, no es necesario que las entidades adheridas describan específicamente cada actuación en cada compañía. Se recomienda que la entidad adherida se cerciore de que no divulga información sensible, pero sin perder de vista la importancia de una transparencia adecuada acerca de sus actividades de implicación, incluyendo suficiente información sobre los sectores, la frecuencia y los temas objeto de diálogo, incluidos, en su caso, los logros alcanzados. Teniendo en cuenta lo anterior, se deberán ponderar adecuadamente ambos aspectos, pudiendo considerarse admisible, con las indicaciones anteriores, la publicación de ejemplos de actuaciones concretas de implicación que no identifiquen,

necesariamente, a la compañía a la que se refieren, por ejemplo, explicando casos de implicación exitosos y no exitosos, e indicando únicamente el sector y geografía en los que operan tales compañías.

12. Concepto de votaciones más importantes y alcance de las explicaciones sobre las mismas. En la página 24 del Código se indica que “se considera relevante que los inversores y gestores revelen públicamente, con carácter anual, cómo han aplicado su política de voto, incluyendo, cuando tengan la facultad de ejercerlo de manera discrecional, una descripción general de su comportamiento de voto, una explicación de las votaciones más importantes y si han recurrido a los servicios de asesores de voto u otros proveedores, y explicando, en este último caso, el grado en que sus recomendaciones se siguieron.” Se solicita aclaración sobre cuáles se consideran “votaciones más importantes”.

Respuesta CNMV

Cada entidad adherida ha de establecer internamente la materialidad del voto, definiendo cuáles son, de acuerdo con sus estrategias y políticas de implicación y voto, las votaciones más importantes.

A este respecto, el Código diferencia entre aquellas decisiones sobre las que se debe informar de su sentido de voto, es decir, si se ha votado a favor, en contra o abstenido, pero sin necesidad de explicar las razones de tal decisión, de aquellas decisiones en las que, adicionalmente, se debe suministrar una explicación cualitativa indicando las razones concretas del sentido del voto.

En el primer caso, se debe informar de todas las decisiones de voto realizadas, salvo las que sean insignificantes. Se trata de un concepto jurídico indeterminado, que precisa de la aplicación del juicio profesional, pero debe quedar claro que, una vez determinadas qué decisiones son insignificantes, todavía se precisa de un juicio adicional, para esclarecer el segundo caso, es decir, qué decisiones tienen una relevancia adicional que implique que no solo hay que indicar su sentido de voto, sino que también deben suministrarse desgloses cualitativos explicando las razones de dicho sentido del voto. Y en ambos casos, es preciso el juicio profesional, sin que quepa establecer criterios más precisos ex ante y con carácter general.

En el mismo sentido, el Considerando 18 de la SRD II establece que “los inversores deben establecer sus propios criterios sobre qué votos son insignificantes debido al objeto de la votación o a la dimensión de la participación en la sociedad, y aplicarlos de manera coherente”.

En la misma línea, la CNMV, en la consulta 159quater del documento de preguntas y respuestas sobre la normativa de IIC, ECR y otros vehículos de inversión colectiva de tipo cerrado, aclara el concepto de “votos no significativos” a efectos del primero de los dos supuestos, es decir, a efectos de no tener que indicar siquiera cuál ha sido el sentido del voto de determinadas decisiones, en los siguientes términos:

“El art 47ter.1 establece que dentro de la política de implicación se deberá describir lo relativo al ejercicio de los derechos de voto y otros derechos asociados a las acciones, lo que implicaría determinar también qué se entiende por votos no significativos. En este sentido, el considerando 18 de la SRDII establece lo siguiente: “Los inversores institucionales y los

gestores de activos deben publicar información sobre la aplicación de su política de implicación y en particular el modo en que han ejercido su derecho de voto. No obstante, con vistas a reducir posibles cargas administrativas, los inversores han de poder decidir no publicar cada voto emitido si este se considera insignificante debido al objeto de la votación o a la dimensión de la participación en la sociedad. Esos votos insignificantes pueden incluir los votos emitidos sobre cuestiones puramente procedimentales o los votos emitidos en sociedades en las que el inversor tiene una participación muy pequeña comparada con las participaciones del inversor en otras sociedades en las que invierta. Los inversores deben establecer sus propios criterios sobre qué votos son insignificantes debido al objeto de la votación o a la dimensión de la participación en la sociedad, y aplicarlos de manera coherente.”

VII. PRINCIPIO 6 – POLÍTICA DE GESTIÓN DE CONFLICTOS DE INTERESES

13. Publicación de ejemplos de conflictos de interés sin identificación de compañías. En la página 25 del Código se indica, “incluyendo, asimismo, en su informe anual, cómo se ha aplicado en la práctica en el ejercicio anterior y señalando, en la medida que se considere relevante, ejemplos concretos de conflictos de intereses surgidos, potenciales o reales, y cómo se han gestionado y resuelto”. Se solicita aclaración adicional sobre esta cuestión en el contexto de una adecuada aplicación del principio 6.

Respuesta CNMV

La finalidad del principio es que los clientes, beneficiarios, partícipes y otros usuarios conozcan la política de conflictos de intereses para satisfacerse de si los inversores o gestores actúan en el interés último de tales clientes, partícipes y beneficiarios, en descargo de su responsabilidad fiduciaria.

Asimismo, en la página 12 se señala que “el Código se aplicará con observancia de las obligaciones, contractuales o legales, incluidas las obligaciones de respetar tanto la confidencialidad debida como las limitaciones para divulgar información privilegiada, y considerando en qué medida la publicación de información podría perjudicar la situación financiera, posición competitiva o creación de valor del inversor o gestor, o de las sociedades en las que invierten.”

Por lo tanto, la entidad adherida deberá ponderar la conciliación entre ambas cuestiones, considerándose admisible, a estos efectos, la publicación de ejemplos de conflictos de intereses que hubieran sido identificados y, en su caso, con información de cómo se han gestionado y resuelto, sin necesidad de identificar la compañía o compañías a las que se refieren.

VIII. PRINCIPIO 7 – POLÍTICA RETRIBUTIVA

14. Grado de exigencia del principio sobre política retributiva. En el apartado 2.3 de motivación de los principios se señala que “se considera deseable incentivar, por medio de una estructura de

remuneración adecuada, a los responsables de los inversores y gestores para que apliquen de una manera efectiva sus estrategias y objetivos, en favor de la obtención, por parte de dichos inversores o gestores, de un rendimiento a largo plazo. Y el propio principio 7 indica que 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 cabo 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.” Se solicita orientación adicional sobre en qué medida se debería vincular una parte de la retribución variable al cumplimiento de objetivos y estrategias, en el contexto de una adecuada aplicación del principio 7.

Respuesta CNMV

El principio señala la importancia de que las entidades adheridas informen de qué parte, ya sea relevante, insignificante o nula, de la remuneración variable está vinculada al cumplimiento de los objetivos y estrategias de la entidad, sin pronunciarse sobre qué parte se considera más adecuada o recomendable.

Porque, como se aclara en el apartado 2.3 del Código, el aspecto fundamental y deseable será que la estructura retributiva sea la adecuada, en el sentido de alinearse e incentivar a los consejeros ejecutivos y altos directivos a que apliquen de una manera efectiva sus estrategias y objetivos, en favor de la obtención, por parte de dichos inversores o gestores, de un rendimiento a largo plazo.

Alineamiento o incentivación que es posible conseguir por diferentes vías, para lo cual hay que tener en cuenta no sólo la estructura retributiva sino también el marco y estructura general de la entidad adherida, incluyendo su misión, visión y cultura corporativa, el ambiente ético y de control y otra serie de elementos y circunstancias, específicos de cada entidad.

Por lo tanto, la finalidad de este principio es estimular el desarrollo de estructuras de remuneración adecuadas, que otorguen, a los responsables de llevar a cabo las estrategias y alcanzar los objetivos de las organizaciones, los incentivos adecuados para alinear sus intereses con los de la entidad y conseguir un rendimiento a largo plazo.

El Código es consciente de que caben diferentes alternativas para lograr este alineamiento, y que el establecer que una parte del componente variable esté vinculado al cumplimiento de determinados objetivos y estrategias no es la única vía adecuada para conseguir esta alineación y, por ello, el Código se limitaría a indicar, entre los párrafos explicativos y en términos orientativos, alguna de las posibilidades de cómo vincular la política y estructura de remuneración con la consecución de las estrategias y objetivos de la entidad (“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 objetivos que se refieran a la efectiva aplicación de su estrategia”), pero que no sería la única admisible, recomendándose, en cualquier caso, la suficiente transparencia sobre la información a facilitar sobre dicha vinculación (“es relevante que los inversores y gestores justifiquen, tanto en la política retributiva como en el informe anual, que la estructura retributiva y los importes anualmente devengados se encuentran alineados con su estrategia empresarial y con el objetivo para tales inversores o gestores de la consecución de un rendimiento a largo plazo, siendo recomendable explicar...”).

Por ello, en el caso de que la entidad, después de la oportuna evaluación interna y de haber aplicado el juicio profesional, no hubiera considerado adecuado, para conseguir la alineación anterior, vincular una parte de la retribución variable al cumplimiento de las estrategias y objetivos del inversor o gestor, se podría dar igualmente con ello cumplimiento a este principio, siempre que la opción elegida sí consiga la debida alineación de intereses, debiéndose informar de esta decisión en la política retributiva y en el informe anual.

En este sentido, lo relevante es que los inversores y gestores establezcan una estructura retributiva que se encuentre alineada con la estrategia empresarial de la entidad adherida y con el objetivo de un rendimiento a largo plazo, y será cada entidad la que deberá evaluar y determinar cómo es más adecuado lograr dicho alineamiento, debiendo explicarlo suficientemente en la política retributiva y en el informe anual, recomendándose además que se explique la conexión entre las métricas fijadas en la estructura retributiva y los objetivos perseguidos.

15. Concepto de “alto directivo”. En la página 25 del Código se hace referencia a la “remuneración variable de los consejeros ejecutivos y altos directivos”. Surge la duda de qué ha de entenderse por “alto directivo” a estos efectos, considerando las distintas definiciones de este concepto en la legislación española (artículo 1 del RD 1382/1985, de 1 de agosto; artículo 11 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre y artículo 1 d la Ley 26/1988, de 29 de julio, entre otras). Se solicitan aclaraciones adicionales sobre el concepto de “alto directivo” en el contexto de una adecuada aplicación del principio 7.

Respuesta CNMV

Como se ha visto en una cuestión anterior, la finalidad del principio 7 es conseguir, mediante una estructura de remuneración adecuada, que los responsables de ejecutar las estrategias y los objetivos de las organizaciones tengan los incentivos adecuados para alinear unas y otros con una orientación a obtener un rendimiento a largo plazo. Por ello, el perímetro de aplicación de este principio será el de las personas que:

- 1.- Dirigen las actividades de la entidad a la consecución de los objetivos y estrategias generales al nivel corporativo de los propios inversores y gestores adheridos, lo que incluirá a los más altos cargos dentro del organigrama de la entidad adherida.
- 2.- Llevan a cabo sus funciones con autonomía y plena responsabilidad, solo limitadas por los criterios e instrucciones directas de los titulares de la Sociedad o de los órganos de gobierno y administración.

Por el contrario, otros directivos, que reportan a los altos directivos anteriores, entre cuyas funciones se encuentre también la dirección de actuaciones y recursos (económicos y/o humanos), pero limitados a la consecución de determinados objetivos y estrategias concretos o parciales, y no a la fijación y ejecución de los objetivos y estrategias a nivel corporativo, no se entenderán incluidos, per se, en el ámbito de aplicación de este principio.

En todo caso, se ha evitado conscientemente la prescripción de una definición legal de directivo en el Código. Corresponderá a cada entidad adherida, de acuerdo con criterios razonables y coherentes con el fin perseguido, delimitar el citado perímetro de aplicación.

Se recomienda que cada entidad identifique en la política o en los informes anuales los cargos que considera altos directivos.

Es relevante señalar que la evaluación debe hacerse con respecto al perímetro de la entidad adherida. Esto significa que, si una gestora de activos se adhiere, serán altos directivos las personas de la propia gestora responsables de determinar y ejecutar las estrategias y objetivos generales de la propia entidad gestora adherida, sin tener en consideración los directivos pertenecientes a otras entidades del posible grupo mayor del que forme parte, como sería el caso si su entidad dominante fuera una entidad de crédito o de seguros, que controlase otra serie de entidades inversoras y gestoras.