



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 (“Código de buenas prácticas de inversores” o el “Código”)

24 de junio de 2022

I. Introducción

Los inversores institucionales, en su condición de propietarios de los activos, y los gestores de activos, tienen una obligación fiduciaria de gestión y administración en relación con los activos conferidos por sus clientes y beneficiarios¹, debiendo actuar en su mejor interés y siendo recomendable que adopten una orientación al largo plazo. Ello implica, a su vez, promover que las sociedades cotizadas u otras entidades en las que invierten, y sus órganos de administración, tengan entre sus objetivos la obtención de un rendimiento y creación de valor a largo plazo (rendimiento o rentabilidad a largo plazo, en adelante), que cuenten con un régimen de gobierno corporativo adecuado y que gestionen e integren adecuadamente en sus políticas y estrategias los riesgos y oportunidades relacionados con los aspectos sociales y medioambientales, así como los posibles impactos que puedan implicar, ya se trate de un impacto financiero sobre la entidad, o causar una externalidad, más allá de los aspectos estrictamente financieros, todo ello en consideración a su potencial para generar dicha rentabilidad a largo plazo. Lo anterior, puede generar un “círculo virtuoso”, que promoverá una inversión que evite la presión indebida sobre las entidades en las que invierten, evitando que adopten un enfoque predominantemente cortoplacista. Lo anterior contribuirá, a su vez, a la sostenibilidad de las entidades en las que invierten y la sociedad y economía en general.

Los proveedores de servicios, incluyendo los asesores de voto, tienen una responsabilidad frente a los inversores y gestores, fruto de su relación contractual con ellos, de ejercer diligentemente las funciones que estos últimos les hayan encargado.

La reciente modificación de varios actos delegados², en relación con las obligaciones fiduciarias de las gestoras de activos, entidades de seguros y reaseguros y entidades de servicios de inversión, tiene entre sus objetivos aclarar que en su asesoramiento y procedimientos de inversión deben integrar factores y riesgos de sostenibilidad, como los derivados del cambio climático y la degradación ambiental.

Una forma eficaz de contribuir a conseguir este impacto en la sociedad y en las empresas es a través de una mayor implicación de los accionistas en la vida de las sociedades en las que invierten. Al ser los inversores institucionales y los gestores de activos (gestores, en adelante) accionistas o actores importantes en un gran número de sociedades, su implicación es fundamental para conseguir un modelo eficiente de gestión y gobernanza empresarial.

Cabe destacar que numerosos fondos de pensiones y compañías de seguros internacionales incluyen, entre las variables para seleccionar a sus gestores, las prácticas de *stewardship* y, específicamente, las relacionadas con sus políticas de implicación y voto, así como los resultados que se deriven de las mismas.

¹ Dependiendo de la forma jurídica del vehículo de inversión, los beneficiarios podrían ser partícipes (por ejemplo, en un fondo de inversión o de pensiones), o accionistas, en el caso de una sociedad de inversión u otro instrumento con forma jurídica similar gestionado por un gestor de activos.

² Directiva delegada modificando Directiva 2010/43, en relación con los riesgos y factores de sostenibilidad a ser tenidos en cuenta por UCITS; Reglamento delegado modificando Reglamento delegado 231/2013, a ser tenido en cuenta por fondos de gestión alternativa, y otros actos delegados como parte del paquete de finanzas sostenibles.

Por último, cabe referirse a algunos estudios³, en los que se pone de manifiesto la necesidad de definir principios que fomenten la inversión institucional, con una visión orientada al largo plazo.

Códigos de *Stewardship*, contexto normativo y modelo de código

A nivel internacional ha habido en los últimos años una proliferación de códigos de buenas prácticas de los inversores institucionales, gestores de activos y proveedores de servicios (*Stewardship Codes*, en su terminología inglesa)⁴, casi todos ellos basados en principios y bajo los enfoques de “cumplir o explicar” o de “aplicar y explicar”.

Estos principios están generalmente enfocados a que las entidades a las que les resulte potencialmente de aplicación alguno de dichos códigos, y quieran adherirse al mismo, establezcan y pongan a disposición del público, a través de sus páginas web, sus políticas de implicación y voto en las sociedades en las que invierten e informen periódicamente de cómo éstas, junto con los principios del código, se han aplicado en el ejercicio anterior. Una parte de las políticas que recomiendan estos códigos, así como la obligación de tener las mismas a disposición de sus clientes y beneficiarios en las páginas web de estas entidades, se han convertido en obligación legal en la Unión Europea⁵.

Se considera relevante que las entidades, que voluntariamente hayan decidido adherirse al Código, se comprometan a aplicar todos y cada uno de los Principios del Código. Esto es, el Código adopta el modelo de “aplicar y explicar” que se detalla más adelante.

No obstante, dada la novedad del Código en el mercado español, podría ser conveniente un periodo de ajuste para algunas de las entidades a las que le resulte potencialmente aplicable. Se ha optado, por ello, por establecer un periodo transitorio de tres años, desde la aprobación del Código, durante el cual las entidades que decidan adherirse al mismo podrán aplicar el principio de “cumplir o explicar” en su informe anual, indicando qué principios han aplicado, y, en ese caso, en qué sentido, durante el ejercicio sobre el que se reporta. La aplicación de este periodo transitorio permitirá a las entidades que decidan adherirse seleccionar qué principios cumplen y cuáles no, explicando de manera adecuada las razones por las que han decidido no seguir alguno de ellos. Si bien cada entidad determinará qué principios puede aplicar desde el inicio y cuáles precisan de nuevas estructuras o procedimientos internos, en función de sus particulares circunstancias, se considera que el principio 6, relativo a la política de gestión de conflictos de intereses, debe aplicarse desde el inicio, por ser consustancial con la operativa de cualquier inversor o gestor.

Adicionalmente, es relevante señalar que las entidades que decidan acogerse al periodo transitorio deberán mostrar un compromiso público de aplicar todos los principios al cabo

³ Cabría destacarse los informes realizados por EIOPA y ESMA, respectivamente, en 2019 (EIOPA bos 19-537 report on investigation undue short term pressure y ESMA 30-22-762 report on undue short-term pressure on corporations from the financial sector).

⁴ A fecha de este Código más de 20 países, 7 de ellos europeos, han elaborado un Código de *Stewardship*, incluyendo a Alemania, Australia, Brasil, Canadá, Dinamarca, Italia, Japón, Kenia, Corea del Sur, Estados Unidos, Hong Kong, India, Malasia, Noruega, Países Bajos, Reino Unido, Singapur, Sudáfrica, Suiza, Taiwán y Tailandia.

⁵ A través de la trasposición a los correspondientes ordenamientos jurídicos nacionales de la Directiva (UE) 2017/828, 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, y por medio del Reglamento (UE) 2019/2088, de 27 de noviembre, sobre la divulgación de información relativa a la sostenibilidad en el sector de los servicios financieros (SFDR).

de los tres años, para lo que deberán publicar un plan y un calendario concreto de adaptación, explicando el grado de avance anual en cada uno de los tres ejercicios.

Sin perjuicio del periodo transitorio facultativo, el Código adopta el modelo de “aplicar y explicar”, como el que presenta el código británico. Las razones para optar por este enfoque, en lugar del de “cumplir o explicar”, son tres. En primer lugar, el universo de entidades a las que va dirigido el Código es abierto y variable. En segundo lugar, los principios se expresan de forma genérica, no prescriptiva. En tercer lugar, las entidades que decidan no adherirse no tienen obligación alguna de explicar o manifestar su posición respecto al Código. Estas tres características hacen a un código de este tipo muy distinto de otros, como el Código de buen gobierno para sociedades, que adoptan el enfoque de “cumplir o explicar”: se dirigen a un censo cerrado de sujetos obligados, presentan una redacción prescriptiva y precisa de múltiples recomendaciones y se sujetan a una obligación legal de declarar.

Adicionalmente, como modo de aliviar los costes o dificultades que la adhesión al Código pueda suponer, las entidades que se adhieran podrán tener en cuenta el mencionado criterio de proporcionalidad, como se explica a continuación.

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 gobernanza⁶. 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.

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.

El Código se estructura bajo un enfoque de principios. Las aclaraciones o expectativas incluidas después de cada Principio no deben considerarse prescripciones taxativas, que todas las entidades deban cumplir, sino que, en aplicación del criterio de proporcionalidad, serán las entidades las que determinen cómo mejor aplicar cada principio, teniendo en consideración tales aclaraciones o expectativas, pero adaptándolas a sus particulares circunstancias y condiciones.

Por último, la CNMV podrá revisar y ajustar el Código a la evolución del marco regulatorio, en particular, en materia de implicación y ejercicio del voto.

Este proyecto de Código de Buenas Prácticas de Inversores (el “Código”) ha sido objeto de consideración y asesoramiento por un Grupo Consultivo, y se pone a consulta pública entre el 24 de junio y el 16 de septiembre de 2022.

⁶ Riesgos ASG, o ESG, por sus siglas en inglés.

Características del Código

A. **Ámbito de aplicación**

Inversores y gestores de activos

El Código se dirige a los inversores institucionales y a los gestores de activos con sede en España.

A efectos de este Código, por inversores institucionales se entienden las compañías de seguros y reaseguro de vida y los fondos de pensiones de empleo. Sin embargo, y dado su carácter voluntario, se contempla la posibilidad de que otras entidades, como serían las compañías de seguro y reaseguros de no vida, sociedades holding o de cartera, u otras entidades similares, puedan asimismo adherirse al Código si así lo consideran. En el caso de los fondos de pensiones de empleo, tanto la adhesión como la aplicación de los principios se realizará por medio de sus entidades gestoras.

En este sentido, y teniendo en cuenta la relevancia de la inversión de grupos familiares o inversores privados en la estructura de propiedad de las sociedades españolas, cotizadas o no, parece conveniente que éstos tengan la oportunidad de adherirse, con las especialidades necesarias, a los principios de este Código. Por ejemplo, entre otros, aquellos que ostenten una influencia significativa sobre las sociedades.

En el caso de entidades que lleven a cabo diferentes actividades, como serían las aseguradoras que realicen simultáneamente actividades de seguro de vida y no vida, éstas podrán aplicar los principios solamente con respecto a una parte de sus actividades, o extenderlos a otras actuaciones similares, si así lo consideran oportuno.

En el caso de inversores que formen parte de un grupo, existiendo unidad de decisión en materia de gestión de las inversiones, y desempeñando cada sociedad las mismas o similares funciones, de no existir impedimentos legales, como podría suceder, en determinados supuestos, en el ámbito de los gestores, ni haber conflictos de intereses permanentes y graves que lo hagan inviable, el cumplimiento de los principios podría hacerse efectivo a través de las políticas, estrategias e informes a nivel de grupo. En estos casos, es especialmente relevante tener en cuenta lo que, respecto a conflictos de intereses, establece el Principio 6.

En cuanto a los gestores se incluyen las siguientes entidades:

- las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva.
- las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado.
- las sociedades de inversión que no hayan atribuido la gestión a una gestora.
- las empresas de servicios de inversión y entidades de crédito en relación con los servicios de gestión discrecional e individualizada de carteras que presten.

A efectos de este Código, dado su carácter voluntario, se contempla la posibilidad de que otras entidades, aun sin tener la condición de gestores de activos, como serían las gestoras de fondos de pensiones, puedan asimismo adherirse al Código si así lo consideran oportuno.

Los principios del Código están destinados a los inversores y gestores, con independencia de su tamaño y del porcentaje de capital que hayan invertido o tengan en gestión, o el número de clientes a los que presten servicios.

Los principios del Código están orientados a entidades con sede en España. No obstante, se contempla la posibilidad, dado su carácter voluntario, de adhesión al Código por parte de los inversores y gestores con sede fuera de España. Este hecho no tiene por qué suponer cargas u obligaciones adicionales significativas, dado el carácter consistente de este Código con el resto de códigos y estándares internacionales.

Proveedores de servicios

El término proveedor de servicios se refiere a cualquier persona o entidad que preste servicios a los inversores y gestores en el desempeño de su responsabilidad, como, por ejemplo, en sus actividades de implicación o respecto del ejercicio del voto, o les suministre determinados datos o análisis sobre sus inversiones. No obstante, considerando la amplitud y diversidad del colectivo de potenciales afectados y el particular ecosistema de inversión en España, a efectos de este primer Código, su alcance se ha considerado razonable limitarlo únicamente a los asesores de voto.

Los asesores de voto, con sede o establecimiento en España, se encuentran, por consiguiente, bajo el alcance potencial del Código. En este sentido, los asesores de voto que hayan decidido adherirse, en función de sus particulares circunstancias, deberán adaptar los principios a las actividades y funciones que les hayan sido encomendadas y que desempeñen en relación con los procesos de inversión, implicación y voto, informando de cómo han tenido en cuenta en la práctica la aplicación de tales principios en su informe anual, que publicarán en su página web.

Dado que el rango de funciones que les hayan podido encomendar puede ser muy amplio, los asesores de voto 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. El hecho de que en el curso de sus actuaciones no se hayan visto afectados por uno o varios principios no impide su adhesión al Código. 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.

En todo caso, cuando los inversores o gestores contraten los servicios de cualquier proveedor de servicios, deben establecerse mecanismos que aseguren que tales servicios se ejecuten de forma tal que contribuyan, positivamente, a la estrategia empresarial y políticas de implicación y voto del inversor o gestor.

B. Voluntariedad y proporcionalidad

La adhesión a los principios de este Código es de carácter voluntario⁷. Los inversores, gestores y asesores de voto que así lo deseen manifestarán su adhesión al Código mediante un escrito dirigido a la CNMV, indicando la razón social completa de la entidad que se

⁷ Como se ha señalado, existen actualmente diferentes propuestas comunitarias de modificación del régimen legal, que podrían convertir en obligatorias parte de las prácticas actuales, hasta ahora voluntarias, bajo el principio de cumplir o explicar.

adhiera y, si disponen de él, su código LEI, así como si han decidido acogerse al periodo transitorio.

La CNMV establecerá y publicará en su página web una relación de todas las entidades adheridas y un enlace a la página web de cada entidad, en la que deberán tener publicadas, de forma visible y clara, sus políticas de implicación y de voto, e información sobre la integración de los riesgos de sostenibilidad, en el grado que se estime más adecuado, en su estrategia y operaciones de inversión. También tendrán publicados sus informes anuales acerca de cómo han aplicado esas políticas, junto con los principios de este Código, en el ejercicio anterior y las principales incidencias y resultados obtenidos. En la página web de la CNMV se indicará también si las entidades se han acogido al periodo transitorio.

Lo anterior será sin perjuicio de las actuaciones de supervisión de las obligaciones legales en relación con estas políticas e informes anuales, en virtud de las competencias que, en su caso, tengan encomendadas la CNMV, la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones, el Banco de España, o cualquier otra autoridad competente.

En cada principio se exponen posibles formas de incorporar la proporcionalidad en su aplicación. Este criterio de proporcionalidad no tiene un carácter temporal determinado, sino que las entidades que lo apliquen podrán continuar teniendo en consideración tales circunstancias y condiciones durante todo el periodo en que continúen adheridas al Código, y mientras las razones que justifiquen aplicar un principio de forma proporcional se mantengan.

Sin perjuicio del criterio anterior, las entidades, de cualquier tamaño, que se adhieran al Código, podrán, de manera adicional, y exclusivamente durante un periodo no superior a tres años, determinar una aplicación gradual y reportar anualmente durante ese periodo aplicando el principio de “cumplir o explicar”, siempre que definan un calendario o plan de adaptación, en el que se establezca el ritmo de aplicación de cada uno de los principios hasta conseguir una aplicación íntegra de todos ellos.

Transcurrido el plazo transitorio, si no se aplica el Código en su totalidad, utilizando el principio de “aplicar y explicar”, la entidad deberá declararlo como tal y no podrá seguir manifestando su adhesión al Código.

En cualquier declaración de cumplimiento no será suficiente con manifestar meramente que se ha aplicado un determinado principio, sino que deberá explicarse cómo se ha aplicado e implementado cada principio en la práctica y con qué alcance, qué resultados prácticos e impactos se han producido, así como si se han logrado los objetivos establecidos.

C. Motivación de los Principios

Los inversores y gestores realizan una buena parte de sus inversiones para maximizar el valor económico a largo plazo, directa o indirectamente, de los fondos aportados o gestionados de sus clientes y beneficiarios.

Para estas entidades, el Principio 1 asume que la creación de valor a largo plazo para sus clientes y beneficiarios está estrechamente vinculada con el incremento de valor de sus inversiones, el cual a su vez está directamente vinculado con la creación de valor por las sociedades en las que invierten.

El Principio 2 se basa en el hecho de que esta creación de valor de sus inversiones está ligada a un conocimiento adecuado de las sociedades en las que invierten, e implica conocer en grado suficiente, y realizar un seguimiento, de forma habitual, de sus estrategias, de sus objetivos de rentabilidad, de su exposición a riesgos financieros y no financieros, y del entorno, competencia y estructura de los mercados en los que las mismas operan.

El Principio 3 aborda la importancia de que los clientes y beneficiarios puedan conocer la política de implicación y en qué medida los inversores y gestores se implican en la práctica y promueven una adecuada gestión de las sociedades en las que invierten.

El Principio 4 reconoce que una de las actividades más importantes de las políticas de implicación es el ejercicio responsable del derecho de voto por parte de los inversores y gestores.

El ejercicio del derecho de voto, integrado plenamente con el resto de actuaciones de implicación con las sociedades en las que invierten, constituye su culminación y es un aspecto clave para manifestar públicamente su grado de acuerdo, o desacuerdo, con la gestión y estrategia del órgano de administración de las sociedades en las que invierten.

El Principio 5 establece que, a efectos de que los clientes y beneficiarios puedan hacer se una evaluación fundada de en qué medida los inversores y gestores se encuentran comprometidos con las actividades de implicación y voto, no parece suficiente con que se informe públicamente de las políticas adoptadas, sino que se considera recomendable informar también de cómo se han llevado a cabo en la práctica, y de los resultados alcanzados.

Los inversores y gestores pueden incurrir en conflictos de intereses, reales o potenciales, por razón del grupo empresarial en el que se incardinan o el resto de actividades que lleven a cabo, por ello el Principio 6 señala que es deseable que los mismos cuenten con una política de gestión de conflictos de intereses adecuada, que priorice los intereses de sus clientes y beneficiarios.

El Principio 7 recuerda que es tan importante disponer de un marco organizativo adecuado y de las prácticas y estructuras de gobierno interno que les exige la normativa, o de aquellos que adopten de manera voluntaria, como de que, periódicamente, tales entidades hagan una evaluación de los mismos, de los hechos acaecidos durante el ejercicio y de los recursos asignados, de manera que puedan introducir en ellos las modificaciones que resulten oportunas para tenerlos permanentemente actualizados y adaptados, a efectos de reforzar sus actividades y que las mismas resulten altamente efectivas.

Asimismo, se considera deseable incentivar, por medio de una estructura de remuneración adecuada, a los responsables de los inversores y gestores a que apliquen de una manera efectiva sus estrategias y objetivos, en favor de la obtención, por dichos inversores o gestores, de un rendimiento a largo plazo.

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

a) Desarrollo de políticas, procedimientos y estrategias

Se considera recomendable que los inversores y gestores diseñen sus políticas, procedimientos y estrategias de manera que se dirijan a crear valor a largo plazo en sus inversiones, promoviendo recíprocamente la creación de valor y un negocio rentable a largo plazo en las sociedades cotizadas, u otras entidades, en las que invierten, evitando así la presión indebida de una visión cortoplacista de la empresa⁹. Los inversores y gestores deberían integrar, en el grado que consideren adecuado, los factores y riesgos medioambientales, sociales y de gobernanza, en sus estrategias, políticas y decisiones de inversión¹⁰. Estas estrategias de inversión y creación de valor se recomienda que sean coherentes con el perfil y duración de los pasivos de los inversores, en particular, sus pasivos a largo plazo¹¹.

b) Cultura de gobierno corporativo del inversor o gestor

Se recomienda que los inversores y gestores se guíen por una cultura corporativa sólida que refleje valores alineados con los objetivos anteriores y sirva de fundamento de su rol, sustancialmente fiduciario, para con sus clientes y beneficiarios.

En este sentido, se considera conveniente que cuenten con códigos de conducta, que exijan el seguimiento de los principios de este Código de buenas prácticas por parte de sus consejeros, empleados y directivos, y unas estructuras de gobierno corporativo adecuadas para este propósito, cuya supervisión y aprobación se atribuyan al órgano de administración. Parece relevante que los códigos de conducta tengan una naturaleza prescriptiva y no meramente programática, que establezcan criterios y prohibiciones de manera específica, así como las consecuencias de su incumplimiento.

⁸ Estos principios se entienden sin perjuicio de las diferentes obligaciones legales y reglamentarias que resulten de aplicación, tales como, y sin ánimo de exhaustividad, a nivel comunitario, el Reglamento 2088/2019, sobre desgloses relativos a la sostenibilidad en el sector de servicios financieros (SFDR) y sus reglamentos delegados, o las Directrices de la Comisión Europea sobre el contenido de la Información no financiera y doble materialidad, reguladas por la Directiva 2013/34.

⁹ 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, por lo que los principios de este Código son potencialmente aplicables a cualquier inversor o gestor.

¹⁰ En consonancia con las previsiones, al nivel de la entidad, del Reglamento SFDR. Y aquéllos que así lo consideren, en línea con dicho Reglamento y el concepto de la doble materialidad definido por el marco normativo europeo, tendrán en consideración, asimismo, la gestión de los principales impactos, incluyendo los adversos, como prevé la Comunicación de la Comisión Europea - Directrices sobre la Presentación de informes no financieros (2017/ C215/ 01) y el Artículo 4 del SFDR.

¹¹ Tal y como establece el art. 3 nonies.1 de la Directiva 2007/36/CE, de 11 de julio, sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas, tras su modificación por la Directiva 2017/828, de 17 de mayo, en lo que respecta el fomento de la implicación de los accionistas a largo plazo.

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 invierten¹². 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.

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.

Igualmente, entidades de menor tamaño, o de acuerdo con su estrategia de inversión, pueden incorporar parcialmente, y en menor medida, la consideración de los factores de sostenibilidad a sólo una parte muy concreta de activos, o incorporar sólo aquellos factores cuya no incorporación podría implicar un mayor riesgo material para su inversión, o sólo con relación a los activos más expuestos a un determinado riesgo, en función, entre otros, del peso relativo de sus inversiones, de que dispongan de suficiente información o de los recursos disponibles.

CONOCIMIENTO Y SEGUIMIENTO DE LAS EMPRESAS

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.

a) Análisis y seguimiento de las empresas

Parece relevante realizar una investigación, análisis y seguimiento periódico de los aspectos materiales que afecten a la creación de valor a largo plazo de las principales sociedades en las que inviertan. Estos aspectos materiales pueden referirse, entre otros aspectos, a sus estrategias, objetivos y planes de negocios, a su estructura de capital, a su información financiera y no financiera, a cómo evalúan la oportunidad de tener en consideración factores y riesgos de sostenibilidad, al grado de cumplimiento de su cultura corporativa, a la calidad de su gobierno corporativo o al grado de seguimiento de los códigos de buen gobierno que les sean de aplicación. También podrían incluir en su análisis y seguimiento los principales impactos, adversos en especial, de sus inversiones¹³.

b) Procesos de seguimiento

Es relevante que los inversores y gestores dispongan de procedimientos y sistemas eficaces para cumplir este objetivo y que reporten públicamente con carácter anual sobre la manera en que se han organizado, los medios materiales disponibles y la

¹² En línea con la definición de interés social del Código de Buen Gobierno de la CNMV, recomendación 12.

¹³ En línea con el artículo 4 del SFDR.

capacitación de su personal, o personal subcontratado, para desempeñar esta labor sin sesgos y con independencia de los intereses del grupo al que eventualmente pertenezca la entidad.

c) Identificación de sucesos

En sus actuaciones de seguimiento se recomienda que estén preparados para identificar sucesos o acontecimientos que puedan implicar, en las sociedades en las que invierten, pérdidas significativas o que les expongan a riesgos elevados, inconsistentes con su política de inversión. En estas situaciones deberían valorar la oportunidad de comunicar este hecho a dichas entidades y, en función del resultado del diálogo, analizar qué otras medidas sería más razonable adoptar, tanto por lo que se refiere a su sentido de voto en junta general, como a la posibilidad de implicarse y colaborar con otros inversores y grupos de interés.

Proporcionalidad: este seguimiento puede verse atenuado por la naturaleza y magnitud global de los activos en los que invierten o en función del peso absoluto y relativo de su inversión en una determinada sociedad. Siendo adecuada su utilización, con carácter general, por todos los inversores y gestores de activos, aquellos con reducido tamaño, o menor complejidad de sus activos, podrían confiar su seguimiento de una manera más intensiva en los proveedores de servicios, incluyendo analistas de inversión y asesores de voto. En todo caso, se deberá asegurar que los proveedores actúan y ejecutan adecuadamente los compromisos asumidos y que se cumplen los niveles de calidad preestablecidos contractualmente, en la medida que son los inversores y gestores los que siguen reteniendo la responsabilidad por las inversiones realizadas.

DESARROLLO Y PUBLICIDAD DE LA POLÍTICA DE IMPLICACIÓN

Principio 3: Basándose en su conocimiento de las sociedades en las que invierten, los inversores y gestores desarrollarán, publicarán y mantendrán actualizada una política de implicación, enfocada a 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.

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. La política debería estar disponible en la página web de la entidad, junto con el informe anual sobre su aplicación en la práctica en el ejercicio anterior, en una zona visible y bien identificada y a la que se pueda acceder con no más de tres clics desde la página principal¹⁴.

Esta política se considera recomendable que sea objeto de revisión periódica, evaluando si está o no alineada con los objetivos, estrategias y responsabilidades del inversor o gestor, evaluación en la que podría ser conveniente que participen cada cierto tiempo asesores externos independientes. Se debería indicar en la página web la última fecha de revisión efectuada, así como su alcance y principales modificaciones, en su caso, efectuadas y si ha participado algún asesor externo.

¹⁴ Se recomienda que aquellas entidades que no estén sujetas al régimen de implicación establecido por el artículo 3 octies de la Directiva 2017/828, implementada en España fundamentalmente por medio de la Ley 5/2021, de 12 de abril, utilicen como referencia el contenido de la política de implicación determinado por dicha normativa.

Teniendo en cuenta su conocimiento de las sociedades en las que invierten, resultado de sus actuaciones de seguimiento, los inversores y gestores, como parte de sus actividades de implicación, deberían estar en condiciones de entrar en un diálogo fluido con ellas y con los miembros de su órgano de administración y de la alta dirección, en aquellos casos en que se considere necesario, con la finalidad de manifestarles sus preocupaciones, y de promover, en su caso, las actuaciones que consideren oportunas, por ejemplo, la mitigación de determinados riesgos, la no renovación o el cese de determinados consejeros, o, incluso, desinvertir, si los inversores o gestores consideran que las actuaciones, realizadas o previstas, de las sociedades, o su ritmo de implementación, no son los adecuados, todo ello con la finalidad de realizar una implicación constructiva. Para ello, se considera relevante que la política prevea la necesidad de contar con los medios materiales y humanos necesarios para que se desarrolle adecuadamente.

Conviene señalar que el ejercicio de esta política deberá tener en cuenta en todo momento las obligaciones contractuales o legales de respetar la confidencialidad debida, las limitaciones de divulgar información privilegiada, o en qué medida pueda perjudicar la situación financiera o posición competitiva del inversor o gestor, o de las sociedades en las que invierten.

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.

Se considera recomendable que la política de implicación promueva que las sociedades en las que inviertan tengan estructuras y prácticas de gobierno adecuadas, teniendo en consideración las recomendaciones del Código de buen gobierno de la CNMV u otros similares.

Dicha política debería prever los supuestos en los que podría ser oportuno entrar en diálogo con otros accionistas, gestores o inversores, para conseguir de una manera más efectiva sus objetivos. Esta previsión de diálogo podría prever la conveniencia de que en determinados casos se lleve a cabo con otros grupos de interés, como serían agrupaciones de clientes o proveedores, o con representantes de los trabajadores o de determinadas comunidades locales en las que operen.

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. En este sentido, podrán proponer o solicitar a los administradores la convocatoria de la junta general, o podrán promover la adopción de nuevas propuestas de voto, o acerca del sentido de voto, sobre propuestas ya existentes, en los términos y plazos legalmente establecidos. En el supuesto de que las entidades hayan estimado oportuno disponer de una estrategia de escalamiento, se considera recomendable se ponga al público, formando parte de la política de implicación.

En el caso de que las entidades utilicen agencias de rating ESG, a efectos del análisis de las prácticas de las compañías en las que inviertan, se recomienda divulgar este hecho en la política de implicación, indicándose en el informe anual la naturaleza y alcance del servicio recibido e informando de la existencia de cualquier posible conflicto de intereses y cómo se ha gestionado.

En sus actuaciones de implicación, se considera de particular relevancia que los grupos familiares y otros inversores que ostenten una influencia significativa tengan mecanismos eficaces de identificación y gestión de conflictos, prestando la adecuada consideración al interés social y a los intereses del resto de grupos de interés, incluyendo accionistas minoritarios. En particular, se considera deseable que en su implicación se aseguren de que los consejeros dominicales que hayan designado sean conscientes de su responsabilidad respecto a la defensa del interés social, con primacía respecto a los intereses del *dominus*.

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.

Proporcionalidad: las entidades podrán determinar limitar su implicación directa con aquellas sociedades en las que superen un determinado importe o porcentaje de inversión, o con aquellas que respondan a las prioridades de su política de implicación, en línea con sus estrategias a largo plazo. Cabría, incluso, que entidades de cualquier tamaño encomienden íntegramente su ejecución a proveedores de servicios, sujeto a que se establezcan requisitos adecuados de calidad y se controle que el nivel de servicio prestado se ajuste a lo acordado contractualmente. En caso de que se encomiende, parcial o íntegramente, la implicación y el voto, se recomienda que los inversores y gestores desarrollen y publiquen una política que sea lo suficientemente precisa para que sirva de guía y referente al proveedor de servicios a la hora de ejercer la implicación y el voto delegado, en ocasiones, sin necesidad incluso de instrucciones específicas ad hoc.

La implicación se podría ver asimismo afectada, con independencia del tamaño de las entidades, por la naturaleza de los activos; por ejemplo, la naturaleza de la implicación podría ser menor en el caso de las inversiones que tengan una orientación a corto plazo, como sería las acciones de la cartera de negociación o aquellas que se mantengan con finalidades de liquidez, o de algunas inversiones en deuda, teniendo en consideración su vencimiento y perfil de riesgo. La evaluación de los factores anteriores podría suponer, no obstante, que, con relación a ciertos activos, se considere adecuado llevar a cabo cierta implicación o el ejercicio del voto, aunque el importe o porcentaje de inversión sea reducido, como podría ser en el caso de exposición a determinados riesgos legales o reputacionales.

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.

EJERCICIO DEL DERECHO DE VOTO

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.

1. Descripción

Se considera altamente recomendable que los inversores y gestores, de conformidad con su política de voto, ejerzan de modo activo su derecho de voto en las sociedades en las que inviertan. En caso de delegación, ésta debería ser con instrucciones precisas sobre el sentido del voto para cada punto del orden del día. A los efectos anteriores, y como se ha señalado, se recomienda que estas entidades establezcan de manera clara y precisa, y con el suficiente nivel de detalle, cuál es su política de voto y la pongan a disposición del público en su página web, lo cual podría evitar la necesidad, en determinadas ocasiones y asuntos concretos, de emitir instrucciones específicas ad hoc.

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, y 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. Se considera igualmente una buena práctica tener en cuenta, en el sentido del voto respecto de la reelección, cuál ha sido el comportamiento del consejero en el ejercicio de su cargo, con base en la información disponible y obtenida durante la implicación, y si se considera que tiene alguna responsabilidad, directa o indirecta, sobre algún asunto que hubiera generado durante su implicación alguna preocupación al inversor o gestor.

A este respecto, la política debería contemplar que los inversores y gestores tengan en consideración, en su sentido del voto, el diálogo realizado con las empresas objeto de su política de implicación, después de haberles informado de su visión e intereses, transmitido sus preocupaciones y cooperado, cuando hubiera sido preciso, con otros inversores y otros grupos de interés. 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.

En caso de que se prevea utilizar el préstamo de valores, la política de voto debería clarificar los supuestos y circunstancias en las que las acciones prestadas deberían ser

recuperadas para ejercer el voto, y cómo, en su caso, el préstamo de acciones ha influido en su ejercicio del voto¹⁵.

Si el inversor o gestor utiliza los servicios de un asesor de voto, se considera recomendable que no se sigan sus recomendaciones de manera automática, sino que el ejercicio de este derecho debería hacerse de manera informada y formándose un juicio propio en defensa de los intereses de sus clientes y beneficiarios, de lo que se debería dar cuenta con el detalle suficiente en el informe público anual.

Proporcionalidad: los inversores y gestores de menor tamaño podrán utilizar en mayor medida la delegación de su voto en proveedores de servicios, en la medida que mantengan el criterio general de realizar instrucciones específicas, dado que retienen la responsabilidad por el sentido del voto, pudiendo desarrollar, como alternativa a señalar instrucciones concretas de voto en cada junta y para cada uno de los puntos del orden del día, una política de voto explícita y completa, que prevea todos los supuestos relevantes, evitando así dar instrucciones concretas para tales supuestos. Se considera aconsejable, asimismo, teniendo en cuenta sus particulares circunstancias, que vayan ganando conocimiento y experiencia de las sociedades en las que invierten. Por otro lado, entidades de cualquier tamaño podrían decidir no ejercer el voto en aquellas compañías que representen inversiones poco significativas, inferiores a un determinado importe monetario o porcentaje sobre la cartera, o en función de la naturaleza y escasa relevancia de la decisión, siendo recomendable explicar y justificar la razonabilidad de los criterios establecidos. Parece relevante que estos criterios contemplen determinados supuestos en los que el ejercicio de voto se considere apropiado, aun cuando el peso, absoluto o relativo, de su inversión sea reducido, por ejemplo, cuando se identifiquen casos de corrupción u otros riesgos legales o reputacionales graves.

TRANSPARENCIA DE LAS ACTUACIONES DE IMPLICACIÓN Y VOTO REALIZADAS Y DE SUS RESULTADOS

Principio 5: Los inversores y gestores publicarán con carácter anual un informe acerca de cómo han aplicado las políticas de implicación y voto en el ejercicio inmediatamente anterior, que incluirá una evaluación de las actuaciones realizadas y una explicación de cómo las políticas anteriores han contribuido a 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.

Se considera deseable que el informe anual acerca de la aplicación de las políticas de implicación y voto sea claro, preciso y se publique en la página web de la entidad en las condiciones expuestas en los Principios 3 y 4 respecto de dichas políticas. En este informe anual se explicará también cómo la entidad ha aplicado cada uno de los Principios de este Código.

a) Aplicación de la política de implicación

Este apartado del informe debería contener información clara y objetiva, tanto cuantitativa como cualitativa, sobre las actuaciones realizadas por el inversor o gestor en el ejercicio de su política de implicación, y cómo considera que esas actividades han contribuido a la creación de valor a largo plazo para sus beneficiarios y clientes, a la

¹⁵ De manera consistente con lo que indica el considerando 21 de la Directiva 2017/828, de 17 de mayo.

estrategia empresarial de las sociedades en las que invierte, y a la mejora de su gobierno corporativo.

En la medida que sea relevante, debería contener ejemplos y actuaciones concretas realizadas por los inversores o gestores, con indicación de si dichas actuaciones han venido acompañadas de algún cambio en el comportamiento de las sociedades en las que invierten, o, en caso contrario, qué medidas han adoptado al respecto, incluyendo su sentido de voto en la junta o, si se ha considerado oportuno, sobre su decisión de desinversión, indicando asimismo aquellas actuaciones pendientes.

b) Aplicación de la política de voto

En este apartado del informe, se considera relevante que los inversores y gestores revelen públicamente, con carácter anual, cómo han aplicado su política de voto, incluyendo una descripción general de su comportamiento de voto, una explicación de las votaciones más importantes y el recurso a los servicios de asesores de voto u otros proveedores.

Deberían publicar el sentido del voto realizado en las juntas generales de las sociedades de las que poseen acciones. Dicha publicación podrá excluir los votos que sean insignificantes debido al objeto de la votación o a la dimensión de la participación del inversor o gestor en la sociedad¹⁶.

Proporcionalidad: El grado de detalle del informe anual debería depender de la relevancia de las actuaciones realizadas. En todo caso, los inversores y gestores podrán abstenerse de incluir información que les pudiera suponer, a ellos o a las sociedades en las que invierten, un perjuicio a su situación financiera o posición competitiva. Asimismo, el informe debería recoger la forma en la que se ha aplicado la proporcionalidad en los demás principios, lo cual podría implicar que los inversores o gestores de menor tamaño se hubieran acogido a determinadas excepciones y proporcionalidades previstas en otros principios, lo cual a su vez podría redundar en un informe de menor complejidad y tamaño.

POLÍTICA DE GESTIÓN DE CONFLICTOS DE INTERESES

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.

Los inversores y gestores deberían desarrollar una política que establezca, de manera clara y precisa, las medidas adoptadas para identificar, gestionar y resolver los conflictos de intereses que eventualmente puedan surgir en el desempeño de su actividad de implicación y voto, ya sea formando parte de su política general de conflictos de intereses o en un documento separado¹⁷.

En la resolución de estos conflictos debería primar siempre el interés de los clientes y beneficiarios. Para ello, las entidades deberían establecer políticas eficaces y dotarse de sistemas de gobernanza que les permitan identificar conflictos de intereses potenciales o reales y de los mecanismos adecuados para gestionarlos, mitigarlos o prevenirlos, asegurando la debida independencia en la resolución de estos conflictos.

¹⁶ De manera consistente con lo que establece el artículo 3 octies de la Directiva 2017/828.

¹⁷ Para ello, teniendo en consideración lo que al respecto señala la Directiva 2017/828 y la Ley 5/2021 que la traspuso.

La puesta a disposición del público de esta política de gestión de conflictos de intereses se debería hacer a través de la página web de los inversores y gestores, en las condiciones expuestas en el Principio 3 respecto de la política de implicación, incluyendo, asimismo, en su informe anual, cómo se ha aplicado en la práctica en el ejercicio anterior, 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, teniendo en consideración en cualquier caso la necesidad de mantener la confidencialidad exigida por la normativa aplicable y de evitar perjuicios indebidos significativos a la propia entidad o a un tercero, incluyendo las sociedades en las que invierten.

Proporcionalidad: Parece razonable que la política de conflictos de intereses y su aplicación práctica se adecúen a la naturaleza y relevancia de dichos conflictos, potenciales o reales, a las particulares circunstancias de cada inversor o gestor y a las características de los productos ofrecidos a los clientes. Asimismo, cabe la posibilidad de definir barreras cuantitativas objetivas, por debajo de las cuales los conflictos resulten claramente inmatrimoniales y no requieran gestión.

GOBIERNO CORPORATIVO INTERNO Y POLÍTICA RETRIBUTIVA

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.

Se considera una buena práctica que los inversores y gestores tengan una estructura interna de gobierno corporativo adecuada, que les permita ejercer de una manera efectiva sus responsabilidades fiduciarias e identificar cualquier evento o circunstancia que implique la necesidad de su modificación, realizando en tal caso las modificaciones oportunas.

Se considera deseable que en el informe anual sobre la aplicación de las políticas de implicación y voto se informe de la revisión realizada y de los cambios introducidos, en su caso, en sus estructuras de gobierno y organizativas, así como de aquellas mejoras que no se hayan podido completar, informando del calendario previsto para su introducción. Se debería indicar igualmente si se ha contado con la participación de un asesor externo.

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.

A este respecto, 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 de consecución, por parte de tales inversores o gestores, de un rendimiento a largo plazo, siendo recomendable explicar la conexión existente entre las métricas fijadas y los objetivos perseguidos. De incluirse esta información en algún otro informe exigido por la normativa, bastaría con que se incluya en el informe anual, a que se refiere el Principio 5, la información mínima necesaria para su adecuada comprensión, pudiendo remitirse al otro informe para obtener información adicional más detallada.

Proporcionalidad: la periodicidad de la revisión interna de sus estructuras corporativas, así como la posibilidad de utilizar los servicios de un asesor externo se podrán ver condicionadas por el tamaño y complejidad de la entidad.

Adicionalmente, la complejidad de la política retributiva y la proporción de los incentivos concretos vinculados al cumplimiento de las políticas de implicación y voto se pueden ver afectadas por múltiples factores, tales como la dimensión y estructura organizativa de cada entidad.

Es preciso destacar que la ponderación concreta a determinar por cada entidad y para cada categoría de personas afectadas es una cuestión que exige un juicio significativo, y dependerá de las particulares circunstancias de cada inversor o gestor, así como de las funciones y posición jerárquica de cada sujeto, si bien dicha ponderación debería ser suficiente para ser susceptible de influir en el comportamiento del beneficiario.