

Mercado de capitales

El ‘Código de buenas prácticas de inversores’ 2023 (Stewardship Code)

La Comisión Nacional del Mercado de Valores ha aprobado el *Código de buenas prácticas de inversores* (el *Stewardship Code* español), de adhesión voluntaria (aplicar y explicar) no sólo para los inversores institucionales, gestores de activos y asesores de voto, sino también para aquellos inversores que sin tener tal condición ejerzan una influencia significativa en la sociedad.

REYES PALÁ LAGUNA

Catedrática de Derecho Mercantil de la Universidad de Zaragoza
Consejera académica de Gómez-Acebo & Pombo

1. Introducción

Con datos de Bolsas y Mercados Españoles (BME) del 2021, los inversores extranjeros son titulares del 48,8 % del capital de las sociedades cotizadas españolas. Dentro de este grupo de no nacionales, los principales inversores son los institucionales (entidades aseguradoras, gestoras de fondos de inversión y de pensiones, fondos soberanos, entidades de capital riesgo y bancos de inversión e intermediarios financieros). Al margen de la inversión extranjera, un 10,5 % de las acciones de las sociedades cotizadas son propiedad de entidades de crédito, instituciones de inversión colectiva, entidades aseguradoras y otros inversores institucionales

españoles. Un 2,7 % del capital está en manos de las Administraciones Públicas; un 20,9 %, en las de empresas no financieras, y un 17,1 %, en las de las familias.

En este contexto, se ha de estimar positivamente la aprobación por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (también, en adelante, «la Comisión») del *Código de buenas prácticas de inversores institucionales, gestores de activos y asesores de voto en relación con sus deberes respecto de los activos conferidos o los servicios prestados* («Código de buenas prácticas de inversores»), sin perjuicio de la existencia de *núcleos duros de control* en la mayoría de nuestras sociedades cotizadas, lo que relativiza el peso de

la influencia de los inversores institucionales en los mercados españoles. Quizá por ello el código aprobado por la Comisión permite la adhesión —con las especialidades necesarias— de los grupos familiares o inversores privados que ejerzan una influencia significativa sobre las sociedades, cotizadas o no.

El código español se inspira en el *Stewardship Code* del Reino Unido del 2020, versión actualizada de la inicial del 2010. Pero, a diferencia del británico, no define el concepto de *stewardship* (SALAS FUMÁS, 2022), aunque sí —como veremos— en el apartado introductorio del código se establecen con carácter general algunas consecuencias del correcto cumplimiento del deber fiduciario que los inversores institucionales y los gestores de activos tienen respecto a sus clientes y beneficiarios al implicarse en las sociedades en las que invierten. Dentro del Espacio Económico Europeo, sea a iniciativa privada o pública, Alemania (DVFA *Stewardship Guidelines*, 2020), Dinamarca (2016), Italia (Asso-gestioni, 2013), Noruega (VFF, 2012) y Países Bajos (Eumedion, 2011) cuentan con códigos de buenas prácticas para inversores institucionales.

El origen de estos códigos lo encontramos en la tradicional pasividad o apatía de los inversores institucionales y gestores de activos respecto a las sociedades cotizadas en las que participan o cuyas acciones integran su cartera de activos gestionados. Tras la crisis del 2008, en la Unión Europea se inicia una corriente que pretende fomentar la implicación de los inversores institucionales en las sociedades cotizadas como medida para recuperar el activismo accionarial (Libro Verde del 2010) y reducir el cortoplacismo de los grandes inversores. Desde el punto de vista del derecho positivo, esta pretensión se consagra en la Directiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de

mayo del 2017, 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, al imponer a los inversores institucionales y gestores de activos una serie de obligaciones en materia de transparencia de entre las que destaca, bajo el principio de cumplir o explicar, la existencia de una política de implicación en las sociedades en las que invierten: han de hacer un seguimiento de estas sociedades respecto a una serie de materias como el rendimiento financiero y no financiero, el impacto social y medioambiental y el gobierno corporativo y, con excepciones en atención fundamentalmente al volumen invertido y al periodo de inversión, ejercer en ellas los derechos de voto, gestionando los conflictos de intereses reales y potenciales en relación con su implicación. Además, han de revelar públicamente con carácter anual cómo han aplicado su política de implicación, incluida una descripción general de su comportamiento de voto, una explicación de las votaciones más importantes con indicación del sentido de su voto y el recurso a los servicios de asesores de voto (art. 3 octies de la Directiva 2017/828).

Estas obligaciones han sido incorporadas en la normativa sectorial española también bajo el principio de cumplir o explicar. Sin ánimo de exhaustividad, pueden citarse el artículo 47 *ter* de la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva; los artículos 79 *bis* y 79 *ter* de la Ley 20/2015, de 14 de julio, de Ordenación, Supervisión y Solvencia de Entidades Aseguradoras y Reaseguradoras; el artículo 16 del Texto Refundido de la Ley de Regulación de los Planes y Fondos de Pensiones; el artículo 67 *bis* de la Ley 22/2014, de Entidades de Capital-Riesgo, otras Entidades de Inversión Colectiva de Tipo Cerrado y sus Sociedades Gestoras; los artículos 224 *bis* (política de implicación de las empresas de servicios de

inversión) y 137 *quater* (asesores de voto) de la Ley del Mercado de Valores (en la nueva Ley de los Mercados de Valores, véanse los arts. 224 —para las empresas de servicios de inversión y entidades de crédito que realizan el servicio de gestión de carteras— y 120 —para los asesores de voto—). Estas entidades han de comunicar a sus clientes cualquier conflicto de intereses real o potencial, así como las medidas adoptadas para eliminar, mitigar o gestionar dichos conflictos.

El 22 de febrero del 2023, la Comisión Nacional del Mercado de Valores ha hecho públicas, junto con el *Código de buenas prácticas de inversores*, las instrucciones para solicitar la adhesión (voluntaria) al código mediante un escrito dirigido al supervisor cuyo contenido se detalla en su página web. La Comisión publicará el listado de las entidades adheridas con un enlace a la página web de cada una de ellas en donde «deberán estar publicadas, de forma visible y clara, las políticas de implicación y de voto, así como el resto de información necesaria para cumplir con el código, todo ello bajo el principio de proporcionalidad».

2. El objetivo y contenido del código del 2023

El código español, conforme a las más recientes tendencias normativas en el sector financiero y a la nueva versión del británico *Stewardship Code* del 2020, incorpora los criterios de sostenibilidad como pautas que han de tener en cuenta los inversores institucionales y los gestores de activos de manera que se «genere un *círculo virtuoso*, que promueva una inversión responsable que evite una presión indebida para que las entidades en las que invierten adopten un enfoque predominantemente cortoplacista. Lo anterior contribuirá, a su vez, a la sostenibilidad de las entidades en las que invierten y de la sociedad y la economía en general». Los inversores ins-

titucionales y los gestores de activos integrarán, «en el grado que consideren oportuno, como parte de sus obligaciones fiduciarias, los factores medioambientales, sociales y de gobernanza, así como los riesgos asociados, en sus estrategias, políticas y decisiones de inversión» (principio 1 del código).

La obligación fiduciaria que tienen los inversores institucionales y los gestores de activos concretada en la gestión y administración de los activos conferidos por sus clientes y beneficiarios en su mejor interés implica, conforme al código publicado, una orientación a largo plazo en sus políticas de inversión, evitando el cortoplacismo. Tal cortoplacismo fue, según la Unión Europea y los redactores del primer *Stewardship Code* del Reino Unido en el 2010, uno de los causantes de la crisis financiera del 2008, al perseguir en muchos casos el retorno a corto plazo de sus inversiones desentendiéndose de la buena marcha de la sociedad, lo que, en un planteamiento general fue predicable especialmente de los *hedge funds* o gestores de fondos de inversión alternativa.

El código español, como una consecuencia de esta orientación a largo plazo de las inversiones de los inversores institucionales y los gestores de activos y de su deber fiduciario para con sus clientes y beneficiarios, parte de la obligación que tienen de 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, la existencia de un régimen de gobierno corporativo adecuado, la adecuada gestión e integración en sus políticas y estrategias de los riesgos y oportunidades relacionados con los aspectos sociales y medioambientales, y la gestión de los posibles impactos que puedan implicar, sea éste un impacto financiero sobre la entidad, sea una

externalidad más allá de los aspectos estrictamente financieros.

El código se estructura en tres apartados: un primer apartado introductorio, un segundo en el que se exponen las características del código (ámbito de aplicación, voluntariedad y proporcionalidad) y un tercero en el que se recogen los siete principios de carácter general con las explicaciones aclaratorias que se han considerado oportunas.

3. Los destinatarios del código

Si bien en una primera aproximación el código se dirige a los inversores institucionales y a los gestores de activos con sede en España, así como a los asesores de voto, se admite también la adhesión a él de entidades extranjeras, así como de «grupos familiares o inversores privados» a la vista de la estructura de la propiedad de las sociedades españolas, cotizadas o no, con las adaptaciones del contenido de los principios a sus características. Se citan como ejemplo los casos de grupos familiares o inversores privados que tengan una influencia significativa en las sociedades en las que invierten.

La distinción que realiza el código entre los inversores institucionales y los gestores de activos trae causa de la normativa europea, señaladamente, de la Directiva 2017/828 sobre el fomento de la implicación de los accionistas a largo plazo en las sociedades cotizadas. Tradicionalmente, en España los gestores de activos se incluían dentro de la categoría de inversores institucionales. Quizá hubiera sido más preciso que el código, ante la falta de un concepto legal de *inversor institucional* en el derecho positivo vigente de origen nacional (HERRERO MORANT, 2019), se hubiera remitido al concepto recogido en el Reglamento (UE) 2017/2402, del Parlamento y el Consejo, de 12 de diciembre, por el que

se establece un marco general para la titulación y se crea un marco específico para la titulación simple, transparente y normalizada, en cuyo artículo 2 se recoge un listado de entidades financieras que se corresponde con la definición de *inversor institucional* dada por la doctrina española.

Lo anterior, sin perjuicio de que la vocación del código sea la de extender su ámbito subjetivo a cualesquiera inversores que ejerzan una influencia significativa en las sociedades en las que invierten. En relación con este ámbito subjetivo, el código incluye una precisión respecto a los «inversores que tengan influencia significativa o hayan designado a consejeros dominicales» que hayan decidido adherirse al código: se considera conveniente que expliquen cuáles son su estrategia y objetivos de rendimiento a largo plazo, cómo planean conseguirlos 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, incluidos los del resto de los accionistas y de las sociedades en las que invierten. En el informe del Comité Consultivo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores de 16 de septiembre del 2022 se proponía aclarar respecto a estos consejeros dominicales que el interés social vincula a todos los consejeros y que la referencia que se hace a los dominicales se debe a que el principio 1 (estrategia a largo plazo de las inversiones) se aplica, para cada gestor o inversor, a los consejeros designados o propuestos por ellos. Sobre esta cuestión se vuelve en el principio 3 (desarrollo y publicidad de la política de implicación de los inversores) para aclarar en su comentario que es deseable que los inversores «se aseguren de que los consejeros dominicales que hayan designado sean conscientes de su responsabilidad, al igual que los restantes consejeros, en relación con la defensa del interés social, con primacía respecto a los intereses del *dominus*», en una clara toma

de postura de los redactores del código respecto a la figura del consejero dominical.

4. La adhesión voluntaria al código bajo el principio de aplicar y explicar. El periodo transitorio

Indica el supervisor que «el objetivo del código es promover una mayor implicación de los accionistas en la vida de las sociedades en las que invierten», implicación que, *grosso modo*, ha de contribuir al sostenimiento a largo plazo de la cotizada, prestando especial atención, en el grado que consideren oportuno, a los criterios de sostenibilidad (ESG).

Como novedad respecto a otros códigos de derecho indiciario o *soft law* en los que rige el principio de cumplir o explicar, este código de buenas prácticas del 2023 se presenta como un conjunto de principios de adhesión voluntaria para los inversores institucionales, gestores de activos y asesores de voto que, de ser asumido, implica para la entidad la obligación de explicar cómo lo ha aplicado respecto a las sociedades en las que invierten, a las que asesoran o que integran su cartera de entidades gestionadas. En el informe anual que habrán de elaborar al respecto, deberán indicar cómo han aplicado los siete principios del código en el ejercicio anterior.

Se ha considerado conveniente el establecimiento de un periodo transitorio de tres años —a partir del 22 de febrero del 2023— durante el cual los adherentes al código podrán aplicarlo bajo el principio de cumplir o explicar: en su informe anual habrán de explicar los principios aplicados en el ejercicio anterior y cuáles no, indicando las razones por las que no han seguido algunos de estos principios.

Ahora bien, aclara el supervisor que el principio 6, relativo a la política de gestión de

conflictos de intereses, en virtud del cual «los inversores y gestores deberán tener una política de gestión de los conflictos de intereses que debe estar enfocada a priorizar los intereses de sus clientes y beneficiarios», debe aplicarse desde la adhesión de la entidad al código por ser consustancial con la operativa de cualquier inversor o gestor de activos. Respecto al régimen de gestión de conflictos de intereses para los asesores de voto, recuérdese que está expresamente previsto en el vigente artículo 137 *quinquies* del Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores (art. 121 de la futura Ley de los Mercados de Valores).

Como particularidad de este periodo transitorio, los inversores que se acojan a él deberán publicar, en el momento de la adhesión, un plan y un calendario concreto de adaptación, explicando anualmente el grado de avance en cada uno de los ejercicios.

5. Los principios del código

Reproducimos a continuación los siete principios del *Código de buenas prácticas de inversores*; en cada uno de ellos, el supervisor ha introducido explicaciones que delimitan su alcance y modo de aplicación por parte de los inversores, con referencia en todos ellos al principio de proporcionalidad en relación con su efectiva puesta en práctica.

Principio 1 [Estrategia a largo plazo]: 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.

Los inversores y gestores deberán, también, mantener, revisar periódicamente y actualizar, en su caso, sus prácticas y estructuras internas de gobierno para asegurar que son coherentes con los principios de este código.

Principio 2 [Conocimiento y seguimiento de las empresas]: Los inversores y gestores deben realizar un seguimiento y adquirir un conocimiento adecuados 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 suficientes.

Principio 3 [Desarrollo y publicidad de la política de implicación]: 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 la generación de un rendimiento coherente con el indicado en el principio 1 y a contribuir a que las estrategias empresariales de las sociedades en las que inviertan sean adecuadas.

Principio 4 [Ejercicio del derecho de voto]: Los inversores y gestores ejercerán activamente sus derechos como accionistas en las sociedades en las que inviertan, participando y ejerciendo su derecho de voto responsablemente en las juntas generales de accionistas, en interés de sus

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

Principio 5 [Transparencia de las actuaciones de implicación y voto realizadas y de sus resultados]: 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 los objetivos establecidos en los principios 1, 2 y 3 y a la consecución de la estrategia empresarial de las sociedades en las que invierten.

Principio 6 [Política de gestión de conflictos de intereses]: Los inversores y gestores deberán tener una política de gestión de los conflictos de intereses que debe estar enfocada a priorizar los intereses de sus clientes y beneficiarios.

Principio 7 [Política retributiva]: 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.