



## CONVENCIÓN ANUAL DEL INSTITUTO DE CONSEJEROS-ADMINISTRADORES (ICA)

**SEBASTIÁN ALBELLA, PRESIDENTE DE LA CNMV**

Madrid, 15 de noviembre de 2017

Buenos días,

Señores del Instituto de Consejeros-Administradores Gobernador, Sr. Jesús Cainzos, Sr. Fernando Igartua Arregi y Sr. Juan Álvarez Vijande.

Tengo que decirles que es un placer para mi participar, por primera vez desde mi nombramiento como Presidente de la CNMV, en la Convención anual del Instituto.

He de comenzar resaltando la importancia que damos en la CNMV a la calidad del gobierno corporativo de las sociedades cotizadas. Para nosotros es prioritario promover la mejora del gobierno corporativo de nuestras compañías, y contribuir a que nuestro mercado sea visto en todo momento como un mercado de alto nivel desde esta perspectiva.

Lo primero que me gustaría destacar es que no son estos, a mi juicio, momentos de grandes reformas adicionales.

Aún está demasiado próxima la reforma de 2014 de la Ley de Sociedades de Capital, una de las más importantes en la historia de nuestro derecho de sociedades, que se centró en gran medida en cuestiones de gobierno corporativo. En particular, como ustedes saben, la reforma llevó a la ley buena parte del contenido del código no vinculante en vigor en aquel momento.

Y todavía es muy reciente el código de buen gobierno de las sociedades cotizadas de 2015.

Siempre he pensado que la estabilidad normativa es un valor importante, que hay que dejar que las normas, las propiamente dichas y las meras recomendaciones (sean producto de la autorregulación o de autoridades como la CNMV), se digieran adecuadamente por sus destinatarios y se apliquen durante períodos suficientemente largos, que hagan posible extraer conclusiones y que, por otra parte, les permitan producir el efecto conformador de la realidad, incluso de las mentalidades, pretendido.

Esto no quiere decir que renunciemos a promover retoques o modificaciones de detalle, particularmente para mejorar aspectos de transparencia. De hecho, estamos ya trabajando en algunas modificaciones de este tipo.

Y esta apelación a la estabilidad normativa ha de entenderse igualmente sin perjuicio de la necesidad de incorporar al ordenamiento español la reciente Directiva, de 2017, sobre fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas, a la que aludiré a continuación, lo que podría aprovecharse para introducir algún retoque.

Quería referirme, en segundo lugar, al papel y responsabilidades de la CNMV en materia de gobierno corporativo, papel y responsabilidades que han ido tomando cada vez más cuerpo a lo largo de los años.

No es casual que, a diferencia del Código Olivencia de 1998 y el Código Aldama de 2003, tanto el Código Unificado de 2006 como el actual Código de Buen Gobierno de 2015 pasaran a ser preparados por comisiones de expertos presididas por los presidentes de la CNMV del momento, mis antecesores Manuel Conthe y Elvira Rodríguez.

Y la ley, concretamente la Ley de Sociedades de Capital, atribuye hoy de modo expreso a la CNMV una clara competencia en este ámbito. Nos encomienda el seguimiento de las reglas de gobierno corporativo, habilitándonos para recabar cuanta información consideremos precisa y para hacer pública la información que estimemos relevante para hacer efectivo su cumplimiento.

Pero la ley no se queda ahí. La propia Ley de Sociedades de Capital, en su disposición adicional séptima, atribuye a muchas de las disposiciones en materia de gobierno corporativo que en ella se contienen el carácter de normas de ordenación y disciplina del mercado de valores. Y, coherentemente con ello, la Ley del Mercado de Valores configura su incumplimiento como infracciones.

En todo caso, con independencia de las funciones que legalmente corresponden a la CNMV, quiero señalar dos cosas:

- Se trata de un área en relación con la que nos sentimos absolutamente concernidos y a la que damos la máxima importancia
- Tenemos claro que las compañías deben contar con amplio margen para organizarse, en lo referente a su sistema de gobierno, del modo que estimen más apropiado y conveniente. Y vamos a ser siempre respetuosos con la regla “cumplir o explicar”

Quería simplemente, por lo demás, hacer referencia brevemente a tres aspectos a los que en estos momentos estamos prestando especial atención en materia de buen

gobierno corporativo: las Comisiones de Auditoría, las remuneraciones de los consejeros y la deseable mayor implicación de los inversores institucionales en relación con las compañías en que invierten.

En primer lugar a las **Comisiones de Auditoría**.

Como ustedes saben, hace unos meses, a finales de junio de 2017 publicamos una Guía Técnica sobre Comisiones de Auditoría, una iniciativa que ha sido fruto, si me permiten la expresión, de nuestra obsesión por promover la calidad de la información financiera que publican las sociedades cotizadas y por fomentar en ellas una cultura efectiva de control interno.

Siempre puede haber problemas y decepciones relacionados con la información financiera o con fallos de control interno. Pero se trata de que sean los menos y de que sean del menor alcance posible, y estamos convencidos de que el buen funcionamiento de las Comisiones de Auditoría puede contribuir significativamente a ello.

La experiencia acumulada sobre el funcionamiento en la práctica de las Comisiones de Auditoría y el diálogo mantenido desde la CNMV con empresas cotizadas, auditores y otras partes interesadas habían puesto de manifiesto bastante dispersión en cuanto a su modo de funcionamiento y algunas dudas sobre el alcance de sus funciones y responsabilidades.

Teniendo ello en cuenta, creímos conveniente hacer públicos ciertos criterios y recomendaciones a través del instrumento Guía Técnica, recogido en la Ley del Mercado de Valores desde 2015, un instrumento que nos sirve para publicar los criterios, prácticas o procedimientos que la Comisión considera adecuados para el cumplimiento de la normativa y que va a aplicar en sus actuaciones de supervisión.

La Guía Técnica, que como saben es bastante detallada, parte de cinco principios básicos relativos a las Comisiones de Auditoría:

- Responsabilidad
- Escepticismo
- Diálogo constructivo entre sus miembros
- Diálogo continuo con la auditoría interna, el auditor de cuentas y la dirección
- Capacidad de análisis suficiente

Si bien todos estos principios son relevantes, destacaría dos:

- El de escepticismo, que implica que todos los miembros de la Comisión deben tener una actitud crítica y cuestionarse los datos, procesos de evaluación y conclusiones previas alcanzadas por los ejecutivos y directivos de la entidad;
- Y el de dialogo constructivo, que significa que se debe promover que los miembros de la Comisión de Auditoría se expresen con libertad y que haya diversidad de opiniones. Todo con el fin de enriquecer los análisis que la Comisión debe realizar en el desempeño de sus funciones.

Otro aspecto al que estamos prestando muy particular atención es el de las **remuneraciones de los consejeros**, ejecutivos o no. Y estamos prestándole especial atención en dos sentidos:

- De un lado, queremos mejorar la información que se facilita a este respecto por las sociedades cotizadas.

Pongo dos ejemplos: el primero, el de la información sobre ciertas modalidades especiales de retribución como los denominados sistemas de pensiones o de ahorro a largo plazo.

Hemos advertido que no siempre es clara la información a este respecto y que en no pocas ocasiones las entidades siguen criterios poco homogéneos. Tenemos, asimismo, la preocupación de que al menos la parte de las remuneraciones de este tipo que se consolida cada año debería sumarse al resto de conceptos retributivos a los efectos de informar sobre la remuneración total percibida en el ejercicio.

El segundo ejemplo es la información que se contiene en los informes anuales de remuneraciones acerca de cómo se aplican en cada caso los criterios y métricas previstos para determinar la parte variable de la remuneración de los consejeros ejecutivos. Es éste un aspecto en el que el nivel de detalle de la información que se facilita en nuestro mercado dista bastante del que es habitual en otros, en particular en el Reino Unido y en los Estados Unidos.

- Por otra parte, estamos haciendo un esfuerzo para seguir las iniciativas que en materia de remuneraciones de consejeros y altos directivos se van adoptando en distintos países y el activo debate que en la actualidad se está produciendo a nivel internacional en este ámbito.

Una de las tendencias claras, como ustedes saben, apunta hacia una aproximación más sustancial o invasiva en este campo desde instancias públicas o desde la autorregulación. Lo fundamental sigue siendo la transparencia y que los accionistas, las juntas generales, tengan un papel relevante, pero cada vez más se van abriendo paso exigencias como la de que exista coherencia entre las políticas y niveles retributivos del Consejo y de la alta dirección y las aplicadas en general a los directivos o incluso de modo más amplio a los empleados de las compañías.

Es significativo, en este sentido, que la reciente Directiva de la Unión Europea de 2017, que ya he citado, relativa al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas, obligue a incluir en el informe anual sobre remuneraciones información sobre la variación anual durante los últimos cinco años de la remuneración de los consejeros comparándola con la variación anual de la remuneración media de los trabajadores de la compañía.

Precisamente quería concluir haciendo referencia al objeto principal de la Directiva de 2017 de la Unión Europea que acabo de mencionar: **el fomento de la implicación de los inversores institucionales** en el gobierno de las sociedades cotizadas.

En la CNMV estamos igualmente siguiendo con mucha atención todo el movimiento internacional y el debate que está desarrollándose en este ámbito, y vamos a implicarnos lo más posible en los trabajos relativos a la incorporación a nuestro ordenamiento de las disposiciones que contiene sobre la cuestión la Directiva mencionada.

Como saben, el enfoque de ésta no se circunscribe a recomendar que los inversores institucionales (compañías de seguros, fondos de inversión, fondos de pensiones, etc.) ejerzan en las compañías su derecho de voto. Lo que se pretende es algo más, que los mismos se impliquen de modo activo, que se relacionen con el *management* y que cooperen entre sí para influir positivamente en el gobierno de las sociedades cotizadas y en su estrategia, y que actúen en beneficio del conjunto de *stakeholders*.

Se trata de una materia que ha dado lugar en los últimos años a numerosos códigos promovidos por la propia industria o auspiciados en mayor o menor medida desde instancias públicas, los famosos “stewardship codes”, entre los que son particularmente conocidos algunos.

- El británico, cuya primera versión, de 2010, fue consecuencia inmediata de una de las reflexiones a que dio lugar la crisis financiera; alguien se preguntó dónde habían estado los inversores institucionales, en cuyas manos estuvo la posibilidad de haber influido para que las compañías hubieran desarrollado políticas más prudentes, orientadas al largo plazo y más respetuosas con los diversos *stakeholders*. Un código que fue revisado en 2012 y que ha servido de pauta a la mayoría de los que le han seguido.

El código es de aplicación voluntaria y se basa en el principio “cumplir o explicar”, aunque los inversores pueden registrarse ante el regulador británico, el *Financial Reporting Council*, y declarar su adhesión al código y su compromiso de seguirlo, hecho del que se informa públicamente en su web.

Desde 2016, para incentivar el cumplimiento, el *Financial Reporting Council* clasifica a los inversores en dos grupos, tier 1 y 2, en función del grado de seguimiento del código y publica los resultados en su propia web, a disposición de todos los inversores y accionistas.

- También merece especial mención el código japonés, de 2014, que ha sido producto, curiosamente, de un impulso algo diferente. Según nuestra información, fue promovido desde instancias gubernamentales como parte de las políticas de dinamización y revitalización de la industria y economía japonesas, uno de los objetivos de las famosas “abonomics”. El código no ha sido sólo una apelación a la

responsabilidad fiduciaria de los inversores institucionales, sino también una llamada al activismo agitador con fines de política económica.

- También debo citar los Principios de 2016 del *International Corporate Governance Network*, del que es miembro destacado el Instituto de Consejeros-Administradores, y el norteamericano *Framework for US Stewardship and Governance* de enero de 2017, del Investor Stewardship Group, del que forman parte buen número de relevantes inversores institucionales americanos, entre ellos los grandes campeones mundiales de la inversión pasiva.

Como saben, en España contamos con algunas normas, en el ámbito de los fondos de pensiones y sobre todo, desde 2005, en el de las instituciones de inversión colectiva, que guardan directa relación con estas cuestiones, aunque su enfoque dista del de estos *stewardship codes*.

En tales normas, por ejemplo, se obliga a la correspondiente SGIIC a ejercer los derechos políticos siempre que el emisor sea una sociedad española y que la participación tenga una antigüedad superior a doce meses y represente al menos el uno por ciento del capital de la sociedad participada, salvo que existan motivos que justifiquen el no ejercicio y se informe de ello en el informe anual.

Las sociedades gestoras, además, deben disponer de una política en relación al ejercicio de los derechos de voto e incluir información en el informe anual sobre ella y su aplicación.

No descarto que en la CNMV adoptemos alguna iniciativa próximamente en el sentido de promover la difusión entre nuestros inversores institucionales de un código o catálogo de principios en este ámbito.

La materia, en cualquier caso, es probablemente más complicada de lo que parece. Baste con destacar para ilustrar esta información algunos aspectos:

- Las implicaciones de la cooperación entre inversores significativos desde el punto de vista del concepto de acción concertada, concepto importante a efectos del régimen de OPAs obligatorias (en 2014 ESMA incluso publicó una opinión sobre el tema al objeto de despejar algunas dudas).
- Las posibles implicaciones de la relación activa que se desea tengan los inversores institucionales con las compañías, incluso con el *management*, desde la perspectiva de la gestión y posible uso de información confidencial o privilegiada.
- Y, por otra parte, el diferente perfil que pueden tener los inversores institucionales desde el punto de vista de incentivos para ser activos e implicarse.

Pienso, en concreto, en el creciente -impresionante diría- desarrollo a nivel internacional de los inversores pasivos, fondos indexados y ETFs, que sin duda están particularmente afectados por el efecto “apatía racional” (aunque, como se dice, “no voten con los pies”).

Es cierto que algunos de los grandes gestores pasivos se presentan como decididos a implicarse siguiendo la filosofía y recomendaciones de códigos como los mencionados, pero, dada la falta de incentivos financieros para que lo hagan, es razonable pensar que tras ello puede haber más objetivos de imagen o consideraciones morales que un interés real por propiciar mejoras en el *management* y el negocio de las compañías.

Dicho sea de paso, la proliferación de este tipo de inversores, en la medida en que esa especial falta de incentivos determine una aproximación más pasiva o seguidista (menos dependiente del análisis de las circunstancias y de las razones concretas a favor o en contra de cada decisión sujeta a voto) puede producir un efecto neutralizador de las iniciativas que puedan impulsar inversores más activos, pero esta es otra cuestión.

Mi propósito, hoy, en cualquier caso, era simplemente contarles que estamos prestando atención especial y reflexionando sobre este tema y que está en nuestra agenda.

Nada más. Quiero simplemente darles a todos las gracias por su atención y animar al Instituto de Consejeros-Administradores a que siga desarrollando con intensidad y la máxima moral su importante labor.

Muchas gracias.