

REPORTAJE

JUNTAS 2022, ¿La vida sigue igual?



ENTREVISTA

Florence Bindelle,
secretaria general de
European Issuers



CIMD INTERMONEY RESEARCH



Más de 35 años de experiencia



100% independientes



Especialización España



Diario antes de apertura de mercado



Sin compromiso de permanencia



Descuento a partir de 3 usr por entidad

¡BIENVENIDOS AL CIR!

CIMD Intermoney Research (CIR), es la plataforma digital **líder de análisis económico**, donde se pueden encontrar todos los informes generados en el Grupo CIMD Intermoney obteniendo una **visión 360 del mercado financiero (macro, micro, mercados, energía y especiales)**.

La plataforma incorpora una propuesta de valor claramente diferenciadora con funcionalidades enfocadas a una excelente experiencia de usuario.

Aprovecha la Tarifa BASIC a partir de 25€ para estudiantes y senior.

¡PRUÉBALO YA CUATRO SEMANAS GRATIS!

Regístrate en la web:
www.intermoneyresearch.com



EL DOGAL DE LA ESG

El mundo ESG sigue creciendo imparable en regulaciones, estándares, recomendaciones y negocios relacionados de todo tipo. La confusión crece a igual ritmo y es difícil identificar, por ejemplo, las lindes entre las políticas públicas y el ámbito privado de las empresas en este terreno. Desde otro punto de vista, la sobreregulación en Europa afecta a la competitividad misma de las empresas.

FERNANDO RODRÍGUEZ • DIRECTOR DE EMISORES

Cada vez resulta más difícil encontrar a alguien que quiera hablar de algo que no tenga que ver con la ESG. Como en otros tiempos ocurría con la gobernanza –primero–, con la veracidad de las cuentas –a partir de la crisis de Enron– o con la diversidad en los consejos, tema más reciente que se ha deslizado hasta incluir nuevos y variados parámetros como las orientaciones sexuales de directivos y consejeros. Respecto a este último punto, por ejemplo, no es infrecuente recibir mensajes de directivos de multinacionales que incluyen debajo de la firma una referencia –con unas siglas indecifrables– a sus inclinaciones en este terreno; por si acaso. Si no me creen, busquen las matrices públicas de información que facilita Nasdaq y verán las múltiples opciones de identificación sexual que se ofrecen a las cotizadas.

Lo mismo cabría decir de tendencias emergentes en el mercado británico, donde ya se pregunta a las cotizadas por las instituciones donde se han formado los conseje-

ros, de modo que se reduzcan los niveles de inconveniente presencia de las élites en los consejos, y se garanticen, una vez más, los niveles de diversidad de los órganos de gobernanza que representen mejor los intereses de la cada vez más variada y societal nómina de *stakeholders*.

Obviamente, detrás de todos estos árboles, está el bosque, y los flujos de caja siguen siendo algo muy escrutado por los analistas bursátiles, una especie cada vez más exótica, al menos en el mercado europeo. Nada debe preocuparnos demasiado en este aspecto ante la rampante derrota de los gestores *Value* a manos de los multimillonarios macrofondos indexados impersonales y acríticos, los ETF y los algoritmos que gobiernan las inversiones y las órdenes de compraventa que dominan el cada vez más volátil día a día de los mercados.

Para los emisores, o para quienes aspiran a serlo, cotizar se está convirtiendo en un verdadero problema debido al coste de tiempo y dinero de tanto requerimiento normativo.

Estos y otros problemas son analizados en este número 3 de Emisores por Florence Bindelle, la secretaria general de European Issuers, una organización que representa a 8.000 compañías cotizadas de más de una decena de mercados en Europa. Los emisores europeos lo tienen mal, cargando sobre sus espaldas parte de las políticas sociales o medioambientales que deberían asumir los Estados o los gobiernos. Además, la sobre-regulación europea frente a la más laxa o *soft* consideración práctica de los temas ESG en Gran Bretaña o en Estados Unidos, y no digamos en parte del bloque asiático –China–, representa una prima de riesgo extra respecto a sus mercados y compañías en términos de competitividad. Europa es un apetitoso mercado para el *private equity*, sector al que le faltan manos para excluir cotizadas de unos parques cada vez más famélicos y depauperados y ponerlas a la sombra regulatoria. Pero este otro tema. ¿O no?



La temporada de juntas de accionistas en España se desarrolla en 2022 con la placidez habitual. La concentración accionarial predominante en las cotizadas nacionales y los restrictivos estatutos sociales en cuanto a la capacidad de incluir propuestas en los órdenes del día son factores que hacen que las juntas en nuestro país se aproximen formalmente a las del entorno europeo pero estén alejadas de la creciente y, a veces, exuberante democracia accionarial de otros mercados. Remuneraciones, equilibrio de poderes en los consejos e independencia y capacitación de los consejeros siguen siendo los temas preferidos en las agendas, con una muy incipiente presencia de los temas climáticos y una baja cantidad de propuestas con resistencia apreciable de los accionistas. O

La sobre-regulación europea representa una prima de riesgo en competitividad para las compañías



PORTADA

Juntas 2022: ¿la vida sigue igual?

Los temas y el funcionamiento de las juntas de accionistas en España siguen convergiendo tímidamente con los modelos europeos y anglosajones más avanzados, donde hay más variedad de temas y facilidad para introducirlos.

Edita: **Consejeros del Capital Social, S.R.L.**
Presidente: Fernando González Urbaneja.
Consejero delegado: Javier Arce.

Director: Fernando Rodríguez López de Andújar
Asesor editorial: Pedro Saá
Directora de Publicidad: Lorena Sarmiento.

ESCRIBEN EN ESTE NÚMERO: Eduardo Sancho, Francisco Álvarez,
Luisa Florez, Julio Moreno y Pedro Saá.

FOTOGRAFÍA: Adobe Stock, Jesús Umbria, iStock, Freepik, Pixabay
y Unsplash.

DISEÑO Y MAQUETACIÓN: Marcela De Gregorio y Alfredo Casaccia.

REDACCIÓN, PUBLICIDAD Y SUSCRIPCIONES, Calle de San
Hermenegildo, 31-2º D. 28015 Madrid. Teléfono 91 515 57 15.
redaccion@revistaconsejeros.es
publicidad@revistaconsejeros.es //

Suscripciones: info@revistaconsejeros.com
D.L.: M. 50.516-2005 ISSN: 1885-6829

La revista EMISORES se publica y distribuye conjuntamente
con la revista CONSEJEROS.

Nota de la redacción.

EMISORES es una revista dirigida a inversores y a profesionales
del sector financiero. Las opiniones publicadas por los
colaboradores no deben ser interpretadas como opiniones
de la publicación, que puede o no compartirlas, según los
casos, y tampoco deben ser consideradas ofertas de venta o
recomendaciones de inversión.

ENTREVISTA

06 Florence Bindelle / secretaria general de
European Issuers (EI):

**“El atractivo de los mercados de
capitales de la UE puede verse
afectado negativamente por los
excesivos costes y requisitos”**



06

CARTA DEL DIRECTOR

03 El dogal de la ESG / Fernando Rodríguez.
Director de Emisores

REPORTAJES

16 Emisores en la web / Nuestras noticias
destacadas en la web de Consenso del Mercado

21 Generación Z: el accionista que viene /
Tienen menos de 24 años, votan masivamente
en las juntas de accionistas y les gusta ser
tratados en las mismas condiciones que si
fueran miembros de un club privado.

22 ESG también ligado a las retribuciones /
Las exigencias ESG se abren camino imparable
hacia nuevas facetas estratégicas u operativas
de las compañías cotizadas.

ANÁLISIS

**26 Cómo medir una inversión sostenible en
7 pasos** / Por Luisa Florez. Head of Responsible
Finance Research. OFI Asset Management.
La autora explica la filosofía y política de
inversión de ACT 4, una gama de fondos de
inversión encuadrada en la categoría máxima
de sostenibilidad –9– fijada por la normativa
europea.

ENTREVISTAS

18 Gonzalo Gómez Retuerto / director general
de BME Renta Fija: “La bajada de comisiones ha
atraído 10.000 millones al mercado de renta fija”

32 Mirian Izquierdo / Presidenta de la Fundación
Woman Forward: “El consejo está expuesto
a varios peligros, algunos ligados a la propia
dinámica de equipos, y otros, a la naturaleza del
consejo”

TRIBUNAS

**14 Panorama global de las juntas de
accionistas** / Eduardo Sancho. Corporate
Governance Manager de Morrow Sodali

**24 Las empresas, los servicios financieros
y los fondos ESG** / Por Francisco Álvarez.
Colaborador de EFRAG y ESMA en representación
de Economía del Bien Común

**30 Los Consejos y la Sostenibilidad...
del Liderazgo** / Por Julio Moreno. Senior
Partner, Kingsley Gate

34 El papel del retail / Por Pedro Saá. Managing
Director Computershare España y Portugal.
Reponsable de la SRDII en Computershare

Allianz Dynamic Multi Asset Strategy SRI 75

La gama de fondos Allianz Dynamic Multi Asset Strategy SRI permite
invertir de manera responsable¹ en cualquier entorno de mercado.
Allianz Dynamic Multi Asset Strategy SRI 75 ha sido galardonado como
el mejor fondo multiactivo dinámico en los premios Expansión Allfunds**.

es.allianzgi.com

¹ Fondo catalogado como artículo 8 según el Reglamento de Divulgación de Finanzas Sostenibles (SFDR). La información es exacta en el momento de la publicación. Los inversores deben tener en cuenta todos las características y/u objetivos del fondo tal y como se describen en su folleto y DFI (regulatory.allianzgi.com).

*© 2007 Morningstar, Inc. Todos los derechos reservados. La información aquí incluida: 1) está protegida para Morningstar o su proveedor de contenido por derechos de autor; 2) no puede ser reproducida ni distribuida; y 3) no se garantiza que sea correcta, que esté completa ni que esté actualizada. Morningstar y sus proveedores de contenido no asumen responsabilidad alguna por cualesquiera daños o pérdidas que puedan derivarse del uso de la información presentada. La rentabilidad obtenida en el pasado no es garantía de los resultados futuros. Para las calificaciones de Morningstar se consideran fondos de un grupo de homólogos con al menos tres años de existencia. Como base de la calificación se utiliza la rentabilidad a largo plazo, teniendo en cuenta las comisiones y el riesgo. Como resultado, los fondos se puntúan con estrellas, que se calculan mensualmente. El 10% de los mejores fondos reciben cinco estrellas, el 22,5% siguiente cuatro, el 35% siguiente tres, el 22,5% siguiente dos y el 10% de los peores fondos una estrella. Las clasificaciones, calificaciones o premios no son indicaciones de la evolución futura y pueden cambiar con el paso del tiempo. Ratings a fecha de 28 / 02 / 2021.

** Una clasificación, una calificación o un premio no proporcionan un indicador de resultados futuros ni son constantes en el tiempo. Los resultados pasados no predicen la rentabilidad futura.

Las inversiones en instituciones de inversión colectiva conllevan riesgos. Las inversiones en instituciones de inversión colectiva y los ingresos obtenidos de las mismas pueden variar al alza o a la baja dependiendo de los valores o estimaciones en el momento de la inversión y, por tanto, Usted podría no recuperar su inversión por completo. Allianz Dynamic Multi Asset Strategy SRI 75 es un sub-fondo de Allianz Global Investors Fund SICAV, una sociedad de inversión abierta de capital variable organizada de acuerdo al derecho de Luxemburgo. El valor de las participaciones/acciones que pertenecen a las Clases de Participaciones/Acciones del Subfondo denominados en la divisa base puede estar sujeto a una volatilidad incrementada. Es posible que la volatilidad de otras Clases de Participaciones/Acciones sea diferente y que sea mayor. El rendimiento pasado no garantiza los resultados futuros. Los fondos pueden no estar disponibles en todos los territorios o ciertas categorías de inversores. Allianz Global Investors Fund SICAV está inscrita para su comercialización en España en la Comisión Nacional del Mercado de Valores (la “CNMV”) con el número 178. Los precios diario s de las acciones/participaciones de los fondos, el documento de datos fundamentales para el inversor, los estatutos/ reglamento de gestión, el folleto y los últimos informes financieros anuales y semestrales pueden obtenerse gratuitamente del emisor en la dirección abajo indicada, o en las oficinas de Allianz Global Investors GmbH, Sucursal en España en Serrano 49, 28001 Madrid, en las oficinas de cualquier distribuidor española o en regulatory.allianzgi.com. Lea con atención estos documentos, que son vinculantes, antes de invertir. Esto es material publicitario emitido por Allianz Global Investors GmbH, www.allianzgi.com, con domicilio social en Bockenheimer Landstrasse 42-44, 60323 Fráncfort/M, supervisada por la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. El Resumen de los derechos de los inversores está disponible en inglés, francés, alemán, italiano y español en <https://regulatory.allianzgi.com/en/investors-rights> Allianz Global Investors GmbH tiene una Sucursal en España, con domicilio en Serrano 49, 28001 Madrid que está inscrita en el Registro de la Comisión Nacional del Mercado de Valores con el número 10. Marzo de 2022. AdMaster: 2094544.

5/7

Este número es indicativo
del riesgo/rentabilidad
del producto, siendo 1/7
el menor y 7/7 el mayor

XXXIII
**Premios
Fondos**
2022
Expansión | allfunds



**“Esto es una comunicación
publicitaria. Consulte el
folleto informativo del
fondo y el documento de
datos fundamentales para
el inversor (DFI) antes de
tomar una decisión final de
inversión”**

Allianz 
Global Investors

Florence Bindelle

SECRETARIA GENERAL
DE EUROPEAN ISSUERS (EI)

“El atractivo de los mercados de capitales de la UE puede verse afectado negativamente por los excesivos costes y requisitos”

La principal organización europea de representación de los emisores, aboga por una intensa mejora en las condiciones en que cotizan, o aspiran a hacerlo, las empresas en unas bolsas que presentan una acusada tendencia declinante en la eurozona, frente a otras opciones –técnicas o, directamente, geográficas– de financiación que se muestran cada vez más competitivas.

TEXTO Fernando Rodríguez

FOTOS Jesús Umbría

Florence Bindelle organiza y coordina la cargada agenda de European Issuers (EI) en Bruselas, el centro neurálgico de la UE. La mayor organización paneuropea de emisores representa los intereses de alrededor de 8.000 compañías cotizadas en Europa y de sus respectivas organizaciones nacionales en 15 países –en España, Emisores Españoles–. La capitalización bursátil de este colectivo empresarial en su conjunto suma más de 7,5 billones de euros, el equivalente a algo más de seis veces el PIB español anual.

European Issuers (EI) revela en su documento Visión Estratégica 2019-2024 que en los últimos cinco años el número de empresas cotizadas ha descendido un 3% y las IPOs un 40% en Europa. ¿Por qué?

Los recientes acontecimientos políticos, que crean más incertidumbre, no animan a las empresas a entrar en los mercados cotizados de la UE ni a seguir cotizando en ellos. Desde la crisis financiera, la carga regulatoria para acceder y operar a la bolsa no ha dejado de aumentar. Además, hay una gran cantidad de financiación disponible de *private equity*. Las empresas pueden preferir recurrir al capital privado para financiar sus operaciones.

EI asegura que esos crecientes requisitos crean inseguridad jurídica y costes para las empresas. ¿Qué debería hacerse en este ámbito?

Varios informes, como el de Oxera, han señalado recientemente los riesgos macroeconómicos para las economías europeas creados por la pérdida de atractivo de los mercados cotizados como fuente de financiación. Además, varios grupos de expertos, como el TESS sobre las PYME y el HLF de la CMU, han desarrollado ideas orientativas sobre cómo invertir esa tendencia. Una sugerencia común a todos estos informes es que el marco regulador de las empresas cotizadas debe reequilibrarse para reflejar mejor la perspectiva y las necesidades de las empresas. Es necesaria una estrategia política de la UE para la recapitalización de las empresas europeas. Es necesario reducir el nivel y la intensidad general de la regulación y hacerla más asequible para las empresas cotizadas de todos los tamaños. Esto podría hacerse sin poner en peligro la protección de los inversores. Más bien lo contrario, ya que una regulación muy detallada puede conducir a una sobrecarga de información para los inversores y los inversores pueden más bien pasar por alto información importante.

¿Hasta qué punto este contexto puede perjudicar la competitividad de las empresas europeas respecto a las de Gran Bretaña y Estados Unidos?

Hay que asegurarse de que se adopta un enfoque holístico teniendo en cuenta la evolución que se está produciendo en EE.UU. y el Reino Unido, ya que las empresas operan en todo el mundo. El atractivo de los mercados de capitales de la UE puede verse afectado negativamente por los excesivos costes de los informes financieros y no financieros, por los requisitos desproporcionados para los consejos de administración en términos de gobierno corporativo, y si las finanzas sostenibles y, en particular, la taxonomía de la UE, acaban por excluir a las empresas en lugar de permitirles financiar su transición. Esto es tanto más cierto en cuanto que otros países como los citados ya adaptan sus normas para atraer cotizadas y para mejorar su posición en la competencia mundial por el capital.

Hay un aspecto específico relacionado con esta realidad y es la regulación para las pequeñas y medianas empresas cotizadas y la cotización de las PYMES. ¿Cree que en este caso debería acelerarse la proyectada Ley de Cotización?

“

“El marco regulador de las empresas cotizadas debe reequilibrarse para reflejar mejor la perspectiva y las necesidades de las empresas”

¿Cuáles deberían ser los principales objetivos de esa ley?

EI apoya plenamente la iniciativa de la Comisión Europea sobre una Ley de Cotización de la UE, que debería facilitar a las pyme, y entre ellas, las de nueva creación, el uso de los mercados de capitales. Esto puede abordarse en parte mediante un nivel de regulación generalmente más bajo, como ya he dicho. Entre otras cosas, debería ser más fácil pasar de los mercados de crecimiento a los mercados regulados. Y para las posteriores emisiones, el folleto informativo puede limitarse sólo a la información que necesitan los inversores y garantizar que las referencias cruzadas funcionen en la práctica, ya que ya publican información material periódica y continua. Nos parece bien que la consulta pública del proyecto plantee aspectos muy relevantes para las Pyme como la falta de cobertura de análisis, los requisitos de cotización excesivamente restrictivos y la aplicación en toda la UE de

los derechos de voto múltiples, pero otros puntos de interés no se reflejan plenamente, como el umbral que las define o las posibles ventajas de un periodo de transición tras una OPV antes de que se aplique el conjunto completo de la normativa.

EI tiene la idea de que las autoridades tienden a desarrollar políticas que transfieren más responsabilidades de los Estados a las empresas y que imponen obligaciones desproporcionadas para lograr objetivos políticos que no son ni el propósito principal ni el cometido de las empresas. ¿Cómo sería posible corregir o minimizar esta tendencia?

Las empresas europeas llevan muchos años dedicándose a situar la conducta empresarial responsable en el centro de sus estrategias y operaciones y los emisores tienen un papel destacado en la transición hacia la sostenibilidad, ya que son los impulsores del cambio. Las empresas se interesan por cuestiones sociales más amplias, en lugar de limitarse a las que sólo afectan a los márgenes de beneficio. A medida que las empresas se globalizan, sus procesos operativos se vuelven más complejos. Para cap-



“Hay políticas europeas que imponen obligaciones desproporcionadas para alcanzar objetivos políticos que no son ni el propósito principal ni el cometido de las empresas”

“

tar esta evolución, las autoridades tienden a desarrollar políticas que trasladan más responsabilidades de los Estados a las empresas. Esas políticas imponen obligaciones desproporcionadas para alcanzar objetivos políticos que no son ni el propósito principal ni el cometido de las empresas. Las empresas sustituyen a los Estados o a la cooperación entre Estados en algunas de sus responsabilidades que forman parte de su papel hacia los ciudadanos y el medio ambiente a falta de una solución política a nivel europeo o internacional. En consecuencia, esto puede perjudicar la competitividad de las empresas europeas en los mercados internacionales y, a su vez, afectar también a la riqueza pública. Creemos que las obligaciones deberían calibrarse y reequilibrarse mejor.

En general, la EI quiere que los responsables de la toma de decisiones de la UE se centren en la aplicación de la legislación existente en lugar de en la elaboración de nuevas normas relacionadas con los mercados financieros. ¿Cómo puede hacerse en el actual marco legal sobre regulado?

Antes de emprender una nueva acción política, debe realizarse una evaluación de las disposiciones y buenas prácticas que ya existen en los Estados miembros. Dicha evaluación permitirá a los responsables políticos de la UE decidir si hay pruebas de fracaso y necesidad de actuar. Además, la CE debería garantizar una aplicación más armonizada por parte de las autoridades nacionales competentes. Creemos que la legislación blanda suele ser más eficaz que la dura y que deberían favorecerse los códigos de conducta y las mejores prácticas. Alternativamente, puede ser beneficiosa una mezcla inteligente entre el *hard law* y el *soft law*. Para garantizar un diálogo adecuado con todas las partes interesadas, creemos que los intereses de las empresas deberían estar mejor representados a la hora de formular consejos y recomendaciones, en todas las fases del proceso, incluidos los grupos de expertos y las audiencias públicas. En cuanto a la mejora de la legislación que implica el principio de proporcionalidad, nos preocupa la introducción de un mecanismo de recurso colectivo en los Estados miembros en relación con las violaciones de los derechos otorgados por la legislación de la UE. Se corre el riesgo de exponer de forma desproporcionada a las empresas de la UE a reclamaciones abusivas, que se enfrentarían, según la propuesta de la UE, a un entorno aún más restrictivo que en Estados Unidos y el resto del mundo.

Usted cree que a través de una mayor educación financiera de los inversores se lograría la protección que necesitan en lugar de aumentar los requisitos de divulgación para las empresas. ¿Cómo es esto?

La protección de los inversores debería centrarse en permitirles tomar decisiones de inversión sólidas bajo su propia responsabilidad. Ya en la actualidad, las diversas obligaciones de documentación, así como las cuestiones de responsabilidad derivadas de estas obligaciones, tienen la consecuencia negativa de influir en quienes prestan

“

“No es necesario aclarar las normas según las cuales se espera que los consejeros actúen en interés de la empresa a largo plazo y desarrollar una legislación al respecto”

asesoramiento en materia de inversión para que se retiren cada vez más del mercado. Esta evolución significa que los mercados de capitales son propensos a recibir cada vez menos inversiones de los inversores minoristas. Además, con la agenda verde, existe una importante necesidad de educar y proporcionar conocimientos a las empresas y a los inversores o partes interesadas en materia de sostenibilidad.

EI quiere que la UE llame la atención sobre el aumento del activismo de los accionistas en Europa que, en algunas formas, obliga a los consejos de administración a centrarse excesivamente en los resultados financieros a corto plazo. ¿No es suficiente la SRDII? Usted también está a favor de los llamados “comités de accionistas”.

No creemos que sea necesario aclarar las normas según las cuales se espera que los consejeros actúen en interés de la empresa a largo plazo y desarrollar una legislación al respecto por varias razones. Muchos códigos de gobierno corporativo ya abordan esta cuestión recomendando al consejo de



administración que promueva la creación de valor a largo plazo teniendo en cuenta los aspectos sociales y medioambientales de sus actividades. La flexibilidad a través de la autorregulación es extremadamente importante. Es por naturaleza progresiva, adaptable a las especificidades de las empresas y reactiva; da poder a los actores implicados y el principio de “cumplir o explicar” en el que se basan los códigos de gobierno corporativo permite adaptarse a diversas situaciones.

¿Y los temas de engagement?

Las empresas implican cada vez más a las partes interesadas a través de diferentes formas de diálogo, entre ellas los “comités de partes interesadas”, de composición y objetivos diversos. Este proceso permite a los participantes y a las partes interesadas debatir sobre los nuevos retos a los que se enfrentan las empresas en relación con su política de desarrollo sostenible. Las empresas también cuentan con procedimientos de diligencia debida para comprobar sus cadenas de suministro. Según la Directiva de Información No Financiera (NFRD), las

empresas deben describir estos procedimientos de diligencia debida.

Su organización es contraria a muchos aspectos de la Directiva de Diligencia Debida proyectada en materia de sostenibilidad. ¿Por qué?

El concepto de deber de diligencia es bien conocido en el mundo anglosajón, pero está menos extendido en Europa. Además, cuando existe, suele referirse al deber de los directivos hacia la empresa y no hacia terceros, y ya está integrado en la legislación nacional o en los códigos nacionales de gobierno corporativo. Tampoco vemos por qué se consideran insuficientes las estrategias de sostenibilidad y las prácticas de gestión empresarial existentes en países como Italia, Bélgica, Alemania u Holanda, entre otros. Ni qué tendrían que hacer en la práctica las empresas para contar con prácticas de gobernanza de la sostenibilidad adecuadas.

¿Qué opina de la velocidad o el ritmo de desarrollo del Mercado Único de Capitales (CMU)?

Los mercados de capitales son esenciales para que las empresas puedan invertir en el crecimiento, así como para que los hogares creen riqueza, por ejemplo, para el ahorro para la jubilación. Animamos a los responsables políticos a enfocar las futuras iniciativas desde un ángulo diferente: la creación del CMU debería centrarse mucho más que antes en la perspectiva de la empresa. En última instancia, tiene que ver con la financiación de proyectos emprendidos por las empresas, por lo que éstas deberían situarse en el centro de cualquier iniciativa. El cree que los recientes acontecimientos políticos,

que crean más incertidumbre, no animan a las empresas a entrar en los mercados públicos de la UE ni a seguir cotizando en ellos. Como he dicho antes, desde la crisis financiera, la carga normativa para acceder y operar en los mercados públicos no ha dejado de aumentar.

¿Cuáles son las exigencias de EI en relación con el sistema fiscal de la UE?

La situación actual, en la que coexisten diferentes sistemas fiscales nacionales, se considera globalmente compleja y genera elevados costes administrativos en su apli-



“Nos parece bien que el proyecto europeo de Ley de Cotización plantee aspectos muy relevantes para las Pyme como la falta de cobertura de análisis, los requisitos de cotización excesivamente restrictivos y la aplicación en toda la UE de los derechos de voto múltiples”

cación. Lleva a la competencia fiscal entre países. Somos conscientes de que el camino hacia un sistema ideal con un sistema fiscal básico unificado de la UE, basado en definiciones homogéneas subyacentes y, en su caso, combinado con una fiscalidad local limitada complementaria a discreción del país. Es un proceso a largo plazo antes de que pueda aplicar. Por tanto, proponemos crear un sistema intermedio opcional de armonización fiscal para las empresas de la UE que creará más seguridad y evitará la carga de tener que cumplir con cada uno de los regímenes nacionales mientras se opera en la UE.

Otra de las tareas pendientes en la UE es la distinta consideración jurídica del concepto de “accionista” entre los diferentes países. ¿Qué se puede hacer para homogeneizarlo en Europa?

Los problemas relacionados con el ejercicio entre países de los derechos de propiedad suelen disuadir a los inversores de invertir de forma transfronteriza. Esto se debe a la falta de armonización y normalización en los Estados miembros de las normas que rigen la atribución de derechos y el ejercicio de los derechos de voto de los accionistas. Impide que los inversores transfronterizos participen efectiva y plenamente en decisiones importantes como el pago de dividendos o las fusiones y adquisiciones. La gestión de los complejos y divergentes procesos de acción corporativa en los Estados miembros también sigue siendo ineficiente y costosa. El uso de las nuevas tecnologías tiene el potencial de mejorar la eficiencia en toda la cadena de valor y facilitar el ejercicio de los derechos de los accionistas en un contexto transfronterizo. Para fomentar un mayor compromiso de los inversores y la inversión transfronteriza, las soluciones ofrecidas por el uso de las nuevas tecnologías necesitan definiciones y procesos armonizados. En especial, para identificar a los accionistas, facilitar la votación utilizando medios digitales y una mayor seguridad jurídica en lo que respecta a la tenencia y circulación de los registros de accionistas.

Entonces, ¿qué recomienda en este punto?

Abogamos por que la CE presente una propuesta de reglamento sobre los derechos de los accionistas que proporcione una definición armonizada de “accionista” y que modifique la legislación sobre los derechos de los accionistas para aclarar y armonizar la interacción entre los inversores, los intermediarios y los emisores con respecto al ejercicio de los derechos de voto y la tramitación de las acciones corporativas. Por último, creemos que, en cooperación con las autoridades nacionales competentes, la CE debe facilitar el uso de la tecnología para permitir una mayor participación de los inversores, gracias a un ejercicio más fácil de los derechos de los accionistas, y para hacer más eficientes los procesos de acción corporativa. ○

Juntas 2022: ¿la vida sigue igual?

Los temas y el funcionamiento de las juntas de accionistas en España siguen convergiendo tímidamente con los modelos europeos y anglosajones más avanzados, donde la variedad de puntos a tratar y la facilidad de introducirlos en el orden del día, la intensidad de la conversación con accionistas e inversores y las exigencias a los consejos pueden ser elevadas.

TEXTO emisores



Las juntas de accionistas en España se asemejan formalmente a las de otros entornos o países, pero las especialidades del mercado nacional siguen vigentes. “La primera diferencia radica en que en los Estados Unidos las propuestas de acuerdo en el ámbito social y ambiental son algo más habitual que en España. Además la diversidad de estos asuntos es mucho mayor si lo comparamos con el mercado español. Mientras en España necesitas el 3% de una compañía para poder incluir un punto adicional en el orden del día, en Estados Unidos puede hacerlo un accionista si ha tenido accio-

nes por 25.000 dólares durante un año o un paquete de 2.000 dólares si ha permanecido en el capital más de tres años”, explica Carlos Sáez, *Country Head* de la oficina en Madrid del *proxy solicitor* Georgeson.

Más participación

La pandemia del Covid 19 y su final han generado, no obstante, mejoras en el acceso de accionistas e inversores a la participación, al menos formal, en las juntas. “Para este 2022, se han desarrollado modelos híbridos o mixtos de celebración de juntas, donde se han ofrecido a los accionistas juntas con aforos más limitados y con la opción de participar presencial o telemáti-

camente. Hemos notado más participación en las plataformas telemáticas, los accionistas van habituándose a estos modelos, aunque en algunos casos depende de la compañía y sus accionistas. Incluso algunas compañías han vuelto al modelo pre-pandemia, es decir, con juntas solo presenciales, y sin opciones a retransmisión, pero la gran mayoría ha mantenido el modelo de junta híbrido”, señala Daniel Xaubet, director ejecutivo de Header.

La entrada en vigor de la directiva SRDII, o de fomento de la inversión a largo plazo, que introduce nuevas exigencias en la participación de los inversores en la vida de las empresas y facilita algunos aspectos,

tos técnicos del voto, también ha influido en mayor o menor medida en las juntas celebradas en Europa. “Desde la entrada en vigor de la SRDII en 2020, el volumen de intermediarios que ofrecen servicios de delegación de voto ha crecido significativamente, particularmente en el sector *retail*”, apunta Michael McPolin, *Managing Director of Market Advocacy* de la empresa de servicios financieros y tecnología Broadrige, quien cuantifica en “6 millones los votos adicionales incorporados desde la entrada en vigor de la directiva.”

En línea con esta opinión, Dean Little, CEO de Proximity, cree que la SRDII “ha tenido consecuencias positivas en el número de inversores y emisores” que ha accedido a nuevas posibilidades de voto electrónico y que “los niveles de transparencia son ahora mucho mayores en Europa que en Estados Unidos”. Sin embargo, indica como “área clave” pendiente de mejora la de la confirmación de voto, donde los niveles de adopción de la directiva “son bajos entre los emisores.”

Retribuciones y Diversidad

Puesto que sigue siendo difícil incluir nuevas temáticas en el orden del día de las cotizadas españolas, las retribuciones y la diversidad de los consejos se mantienen como los asuntos más sometidos al escrutinio accionista en nuestro país. “Son materias que siempre destacan en el orden del día de las juntas, pero este año ha coincidido con la entrada en vigor de la ley de sociedades de capital, que recoge algunas novedades en materia de retribuciones, entre otras muchas, y la aplicación de la recomendación quince del código de buen gobierno, que sugiere que el número de consejeras suponga, al menos, el 40 % de los miembros del consejo de administración antes de que finalice 2022”, indica Javier Zapata, secretario general de Emisores Españoles. “Este año ha habido una renovación de los consejos, con el nombramiento de nuevas consejeras, aunque se ha buscado la diversidad no sólo en relación con el género, sino también con el origen geográfico, la nacionalidad, los conocimientos o la experiencia de los nuevos miembros del consejo”, añade.

Siquiera simbólicamente, la oposición crece en las juntas cuando se trata de aprobar iniciativas relacionadas con estas dos áreas. “Estamos observando una mayor partici-

pación en las juntas y más oposición a las propuestas. Siguiendo la tendencia del año pasado, los puntos tradicionalmente más contestados, planes de remuneración, están recibiendo, en algunos casos, votos en contra superiores al 30-40%, sea el informe anual o la política. También se observa oposición al nombramiento y reelección de algunos consejeros, a las ampliaciones de capital y, como novedad, a los planes de acción climática que están presentando algunas compañías”, explica Alicia Prieto, *Corporate Governance Analyst* del *proxi advisor* Corporance.

Este aumento de las exigencias en materia de transparencia y *disclosure*, debido en parte a la entrada da en vigor de la directiva SRDII, también es corroborado por el

“En España, los emisores tratan de controlar el debate y, aunque a veces hay intervenciones polémicas, la respuesta del Consejo no suele ser muy detallada”, dice Alicia Prieto, de Corporance

portavoz de Georgeson: “Además, muchos inversores han intensificado su presión a la hora de analizar el *pay for performance* de las compañías, la inclusión de criterios ESG en la definición de la retribución variable a corto y largo plazo y *el disclosure* en el nivel de cumplimiento de objetivos. Esto ha motivado que el promedio de votos en contra en este ámbito se haya incrementado respecto a la temporada de juntas 2021.”

España es uno de los países donde las remuneraciones tienen un mayor nivel de oposición, mientras que en países como Francia, Reino Unido, Suiza o Alemania son los consejeros los más contestados. “Aquí tenemos la particularidad (“eñes”) del Presidente ejecutivo, *Typical Spanish*, mientras que en otros países no hay tantos consejeros dominicales y existe la figura de consejeros representantes de los empleados. Sin embargo, es cierto que vamos por delante en cuanto a transparencia en los informes anuales de remuneración y en la obligatoriedad de presentar en un punto

“Las campañas activistas en España han bajado a 1 de cada 65 en Europa”

Rich Thomas,
Managing Director
y Head of European
Shareholder
Advisory de Lazard



¿Qué le parece más destacable en la temporada AGM 2022 en España?

Aunque las cuestiones en materia de ESG parecen ocupar más protagonismo en las prioridades empresariales, la voluntad de los inversores de utilizar el voto para cambiar el comportamiento en este terreno sigue siendo limitada.

¿Qué diferencias encuentra en la presencia y operaciones de los fondos activistas en el mercado español respecto a otros europeos y anglosajones?

España se vio especialmente afectada por el COVID, y con la caída del mercado, los activistas han puesto su foco en otros países de Europa. De 2015 a 2019, España representó aproximadamente 1 de cada 20 campañas europeas. Pero desde 2020, las campañas de España han disminuido a menos de 1 de cada 65 campañas. Sin embargo, en mi opinión esta tendencia no es más que una reacción a la inestabilidad del mercado, y espero una reversión a niveles más altos en el medio plazo.

¿Qué es esperable del activismo en España a medio y largo plazo y por qué?

Los inversores activistas de todo tipo son cada vez más presentes y agresivos. Ponen el foco en la creación de valor y están dispuestos a desafiar y presionar los consejos de administración. El panorama del activismo accionarial sigue aumentando a medida que más accionistas institucionales lo ejercen para lograr sus objetivos de creación de valor. Además, las tácticas activistas se están diversificando. Se esperan campañas mediáticas agresivas, fuertes críticas a los planes ESG, ataques a los consejos de administración y quizás incluso puede que las luchas en las Juntas Generales de Accionistas se vuelvan más comunes. ○

“La diversidad de los asuntos es mucho mayor en Estados Unidos si la comparamos con el mercado español”, apunta Carlos Sáez, de Georgeson

aparte la información sostenible (ASG), debido a su anticipada regulación en nuestro mercado, cuya calidad ha mejorado considerablemente en los últimos años”, opina Alicia Prieto, de Corporance.

En cuanto a los temas de diversidad, algunas compañías cotizadas españolas siguen estando por debajo del 30% o el 40% de mujeres en el Consejo, que suelen ser los umbrales exigidos por *proxy advisors* e inversores institucionales. “Estamos viendo como algunos inversores institucionales y *proxy advisors* se están oponiendo a la reelección de los Presidentes de las Comisiones de Nombramientos o incluso de los miembros de estas comisiones en el caso de que el Presidente de la citada comisión no vaya a reelección”, añade Sáez.

Activismo

La analista de Corporance cree que “otro cambio muy notable este año es la mayor participación de los inversores institucionales españoles en las juntas, como parte de sus actividades de implicación con los emisores. Estos últimos, ya acostumbrados al activismo de los extranjeros, se preparan para un diálogo más local y cercano”, aunque “en España, los emisores tratan de controlar este debate y, aunque a veces hay intervenciones polémicas, la respuesta del Consejo no suele ser muy detallada.”

En efecto, el nivel de activismo en nuestro país está, hoy por hoy, por debajo de mínimos respecto al estándar europeo. “De 2015 a 2019, España representó aproximadamente 1 de cada 20 campañas europeas. Pero desde 2020, las campañas de España han disminuido a menos de 1 de cada 65

“La confirmación de voto es un problema por incapacidad o desconocimiento”

Michael McPolin,
Managing Director
of Market Advocacy
de Broadridge



¿Cómo ha impactado la SRDII en el voto en juntas? ¿Se ha ejercido mucho el derecho a la confirmación del voto?

Podríamos decir que la directiva ha sido mayoritariamente exitosa en su objetivo de aumentar significativamente la democracia accionarial, con 6 millones de votos más desde su aparición, pero quedan un buen número de elementos por cumplir en la industria y una oportunidad de armonización no completada. Sin esta armonización en el ecosistema de intermediarios, los beneficios respecto a los costes operativos y el ahorro de riesgos que pretendía la SRDII no se alcanzarán jamás. Por ejemplo, las confirmaciones de voto siguen siendo un problema porque muchos intermediarios son incapaces o reacios a enviarlas y los que lo hacen a menudo tienen insuficiente información para pedirlo.

¿Cuáles son los desafíos u obstáculos que persisten en el voto de emisores e inversores en Europa?

Habría varios respecto a la SRDII, y el menor no es que sea una directiva y no una regulación, de modo que cada estado europeo tenía que transponerla a sus leyes locales, lo que ha acabado en diferencias de interpretación. La definición de accionista no fue armonizada. Reino Unido, Irlanda, Malta y España definen al accionista como el nombre que figura en el registro o depósito, y no como el inversor final que preveía la directiva. Esto impacta en la disponibilidad de la delegación de voto del inversor final y en la transparencia respecto a las obligaciones de *disclosure* de los emisores respecto a ellos. También hay muchas inconsistencias y variedad en los requerimientos de *reporting*, lo que hace muy retadora la vida de las instituciones financieras globales y de los inversores.

¿Destacaría algo más respecto al mercado español en cuanto al voto?

El mercado español tiene una singularidad porque la transposición legal de la SRDII en los que respecta a la intención de delegar el voto considera como accionista a quien aparece con tal nombre en el registro oficial. De modo que en la delegación de voto no se requiere identificar los detalles del propietario cuando vota como en otros mercados europeos. ○

PANORAMA GLOBAL DE LAS JUNTAS DE ACCIONISTAS

Si bien el año 2021 trajo una temporada de juntas de transición tras el impacto de la pandemia y la adopción de nuevas formas de juntas virtuales y voto telemático de los accionistas, la presente temporada 2022 está suponiendo la consolidación de éstas y otras tendencias y realidades incipientes, deparando un nuevo paisaje en las relaciones de gobernanza entre las empresas cotizadas en bolsa y sus accionistas.



Eduardo Sancho
Corporate Governance Manager
de Morrow Sodali

A nivel global, en un mercado cada vez más integrado y tecnológicamente interconectado entre sí, los grandes inversores institucionales son ya capaces de apoyar, coordinar y promover activamente grandes iniciativas transversales a nivel mundial. Estas acciones suelen alinearse con sus agendas a largo plazo en materia ASG (ambiental, social y de gobernanza), creando una nueva realidad: la junta de accionistas se ha convertido en el verdadero foro de discusión, enfrentamiento y decisión de las grandes líneas estratégicas.

En este contexto, y desde su irrupción en 2020, en todos los grandes mercados occidentales han proliferado como nunca los puntos del orden del día que abordan la estrategia climática a largo plazo de las empresas cotizadas en bolsa (el denominado *Say on Climate*). Cuestiones como la fijación de objetivos para la reducción de las emisiones contaminantes, la definición de un horizonte de neutralidad en carbono, la verificación científica de dichas metas, el reporte periódico del avance de estos compromisos, o la responsabilidad directa del consejo de administración en su implementación, han revolucionado la realidad de las juntas, donde las decisiones sobre la realidad contable-financiera de la empresa comparten ya protagonismo con aquellas que abordan su rendimiento ASG-financiero.

Su implementación está siendo homogénea, con pequeñas diferencias temporales: mientras que mercados como el estadounidense, el británico o el australiano han visto como el *Say on Climate* se ha instalado en sus juntas desde 2020, en mercados como el alemán han afrontado por primera vez en 2022 sus primeras resoluciones sobre el clima.

España

Respecto a España, las cotizadas españolas han ocupado un lugar de especial importancia en lo referente al *Say on Climate*. Compañías como AENA SME fueron de las primeras empresas en el mundo objeto de una campaña activa global sobre el clima por parte de un institucional activista (TCI en 2020), mientras que otras cotizadas españolas en sectores intensivos en carbón fueron proponiendo proactivamente sus propias

estrategias climáticas desde el Consejo, algunas de ellas adquiriendo incluso compromisos anuales de reporte acerca de la consecución de estos objetivos.

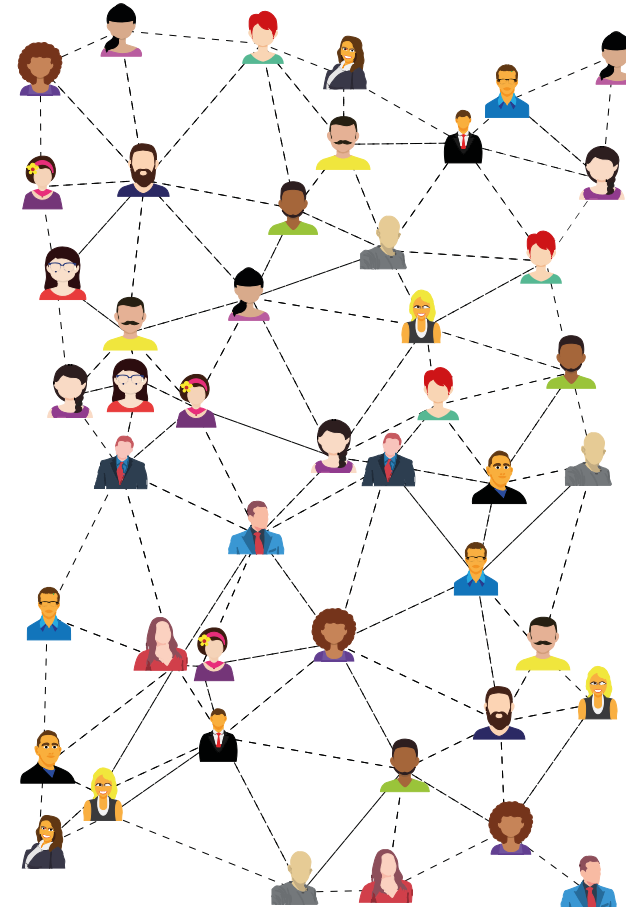
Las cotizadas españolas siguen asimismo afrontando ciertos problemas en remuneraciones muy localizados. La adopción de ciertas prácticas inusuales que se salen de los estándares remunerativos del mercado, la cuantía de los emolumentos percibidos por los consejeros ejecutivos, y ciertas deficiencias en la transparencia de la información suelen ser las grandes áreas de desacuerdo que los emisores españoles tienen con los agentes del mercado.

A nivel global la junta de accionistas se ha convertido en el verdadero foro de discusión, enfrentamiento y decisión de las grandes líneas estratégicas.

Europa

Y no solo en España, sino en Europa en su conjunto, se han afianzado de manera generalizadas dos grandes tendencias en gobierno corporativo específicas. Por un lado, el castigo a los/as presidentes/as de los comités que se presentan a la reelección como consejeros/as y no han desempeñado una labor acorde a las expectativas del mercado liderando sus comités.

Empresas con prácticas remunerativas deficientes han visto como el castigo de los agentes de mercado ya no solo se limita a sancionar desfavorablemente los puntos del orden del día relacionados con la compensación, sino que han escalado su descontento hasta los consejeros que tienen la máxima responsabilidad en la materia. Igualmente, los consejeros que presiden los comités de nombramientos, auditoría o sostenibilidad son ya objetivo de los inversores descontentos con, por ejemplo, la composición de los consejos, la rotación de los auditores externos, o el contenido de los planes en sostenibilidad (o su ausencia) que proponga la empresa. En ese sentido, mercados como el suizo.



Por otro lado, los niveles de diversidad de género en el consejo de administración se están asentando en 2022 en torno a una cifra mínima de consenso para una gran mayoría de los agentes del mercado. Así, aquellos consejos que no lleguen a tener al menos un 30% del género menos representado, se exponen a la censura de los inversores y *proxy advisors* en torno a los candidatos/as del género sobrerrepresentado y los/as presidentes/as del comité encargado de proponer los nombramientos al consejo. Mercados como el suizo, tradicionalmente rezagados en cuestiones de diversidad de género en el seno del consejo, han sido especialmente afectados por este umbral.

Estados Unidos

En Estados Unidos, en esta temporada de juntas 2022, el activismo accionarial sigue siendo una constante que no solo ha añadido el elemento del clima como novedad, sino que además ha empezado a actuar de manera opaca e inadvertida a través de las *exempt solicitations*, que son solicitudes hechas antes de la convocatoria de la junta y que escapan del control regulatorio

Dada la interconectividad de los mercados, hoy más que nunca los leves rumores y ecos del gobierno corporativo en nuestras antípodas bien pueden convertirse en fulgurantes realidades en España y en Europa en cuestión de semanas.

Las cotizadas españolas siguen afrontando ciertos problemas en remuneraciones, muy localizados.

por el escaso peso de los solicitantes en el capital social y el perfil bajo de su contenido. Después, los proponentes buscan apoyos entre otros inversores con escaso interés en la gobernanza de la empresa (*hedge funds* por ejemplo) promoviendo resoluciones distintas de las originalmente propuestas.

Adicionalmente, en Estados Unidos está siendo también novedoso el cuello de botella que se está produciendo en el *engagement* con los inversores institucionales, que acaban por conminar a los emisores a entablar sus diálogos fuera de la temporada de junta, cuando las grandes decisiones de la empresa están todavía poco maduras.

Otros mercados

En mercados más lejanos al español y al europeo, como el de Corea del Sur, tendencias similares a las anteriores se repiten en 2022, sobre todo en cuanto a la incidencia del activismo, que sin embargo no suele llegar a progresar debido a que la mayoría de los emisores coreanos están altamente controlados por un gran accionista (que tiene en sus manos paquetes de al menos un 20% del capital social). Análogamente, la diversidad de género en el consejo de administración será garantizada por ley en un mercado donde abundan las empresas que solo tienen hombres en el consejo, si bien solo un 19% de las empresas coreanas están sujetas a ser reguladas por esta ley.

Por su lado, en Japón, la temporada de juntas 2022 ha sido testigo de la restructuración de la Bolsa de Tokio, que ha deparado que los emisores en el *Prime Market* tengan que elevar el número de consejeros/as independientes en el Consejo. También la diversidad de género es una constante entre las tendencias novedosas en 2022, ya que algunos agentes del mercado (principalmente los *proxy advisors* ISS y Glass Lewis) están demandando que los consejos de los emisores japoneses incluyan al menos una mujer entre sus miembros. A la vez, las resoluciones relacionadas con el clima se abren paso también en Japón, en este caso promovidas por ONGs locales y extranjeras, que piden la descarbonización de la economía, incluso para emisores que no se enmarcan dentro de los sectores más intensivos en el consumo de carbón, tales como los financieros y los de comercio online. ○



CNMV COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES

La CNMV advierte una posible “falta de consistencia temporal” en el marco legal de sostenibilidad

emisores | “En algunos ámbitos puede existir falta de consistencia temporal en la regulación: al establecerse requisitos de transparencia cuando aún no tenemos, por ejemplo, un marco de estándares homogéneo sobre el que reportar o desarrollos normativos que nos detallen los criterios técnicos para determinados objetivos medioambientales. Esto puede generar inconsistencias...” +

La guerra en Ucrania ralentiza el activismo en Europa

emisores | El activismo en Europa disminuyó en marzo de este año el 38% por la retirada de los fondos no europeos debido al momento de incertidumbres que vive el continente, según el informe trimestral sobre inversores activistas Q1 2022 Review of Shareholder Activism elaborado por la firma financiera Lazard. “Históricamente, los activistas no europeos han puesto en marcha el 41% de la campañas dirigidas en empresas europeas.” +



El *stewardship code* británico alcanza los 200 firmantes

emisores | El Financial Reporting Council (FRC) ha aprobado la incorporación de 199 firmantes al renovado en 2020 *stewardship code* británico, después de analizar 105 peticiones realizadas hasta octubre del año pasado.

El 29,5% de las solicitudes -31 de ellas- ha sido rechazado, pero en la nómina de las aprobadas se encuentran firmas como Rothschild, Schroders, Tesco, Goldman Sachs o Baring. La próxima actualización de firmantes se realizará en abril de este año. +

Computershare

Georgeson

Computershare Ownership Intelligence Solutions



De acuerdo con la revisión de la Directiva de Derechos de los Accionistas (“SRD II” por sus siglas en inglés), los emisores tienen derecho a saber quiénes son sus beneficiarios finales.

La nueva plataforma Computershare Ownership Intelligence Solutions ayuda a los emisores europeos a sacar el máximo partido a la nueva regulación, para obtener toda la información posible sobre sus accionistas, los intermediarios y los beneficiarios finales, desglosando incluso nuevos inversores que antes no eran identificables. Computershare resuelve el problema de agregar y manipular grandes cantidades de datos procedentes de múltiples sistemas, proporcionando una fuente segura y transparente de información actualizada y precisa sobre la titularidad real del capital, ofreciendo la visión más completa hasta el momento.

Averigua quiénes son los beneficiarios finales que desconocías de tu accionariado. Para más información info@computershare.es.



“Nuestras noticias destacadas en la web de Consenso del Mercado, para seguir el día a día y profundizar en la realidad del mundo de los Emisores”

200 IR españoles presentan junto con IEAF una nueva agrupación profesional



El 89% de los altos directivos cree que sobra alguien en el Consejo de Administración

BlackRock lideró la inversión de ICC españolas en 2021, con 17.285 millones y una cuota del 15,4%



La mitad de los accionistas de cotizadas británicas y norteamericanas tiene menos de 40 años

Gonzalo Gómez Retuerto

DIRECTOR GENERAL DE BME RENTA FIJA.

“La bajada de comisiones ha atraído 10.000 millones al mercado de renta fija”

Los diferentes mercados de renta fija de BME prosiguen su desarrollo adaptándose a un contexto macroeconómico y monetario complejo para los esquemas de financiación de las empresas.

TEXTO F. Rodríguez

FOTOS Jesús Umbría

La incertidumbre geopolítica, la retirada gradual de estímulos monetarios de los bancos centrales y la corriente alcista de tipos de interés han sido tres factores que han tensionado los mercados de renta fija en todo el mundo. ¿Qué impacto están teniendo estos elementos en la oferta y la demanda de renta fija en España?

Los mercados de renta fija venían de un periodo expansivo inusualmente largo y se están adaptando a las nuevas condiciones monetarias que han impuesto los elevados niveles de inflación actuales, por un lado, y las subidas de tipos de interés de la FED y del Banco de Inglaterra, por otro. Las rentabilidades de los bonos en Europa están

reflejando una posible subida de tipos en la Eurozona y esta situación supone un encarecimiento de los costes de financiación de empresas y estados. Por la parte del inversor, sin embargo, ese plus de rentabilidad aumenta el atractivo de la renta fija. Indudablemente, todos los inversores globales tienen y seguirán teniendo activos de renta fija en sus carteras.

¿Y qué diferencia al momento actual de los anteriores?

Lo que lo diferencia es que las empresas han diversificado enormemente sus fuentes de financiación, lo que ha consolidado la posición de la renta fija en las decisiones de los directores financieros de las com-

pañías. Con todo ello, entendemos que los mercados de renta fija seguirán desempeñando un papel fundamental como mecanismo de financiación para entidades públicas y privadas, y seguirá siendo una clase de activo de referencia para inversores y gestores.

Por otro lado, las compañías españolas han optado por emitir más en España que en el extranjero en los últimos años. ¿Cuáles son las razones para que esto haya sido así?

Con el *boom* de las emisiones de renta fija a mediados de la década anterior algunos mercados europeos flexibilizaron sus requerimientos de emisión para hacerlos más atractivos. En 2018, BME se sumó a esta estrategia rebajando las comisiones y facilitando las gestiones y procedimientos para el registro de las operaciones en el mercado español. Ya son más de 10.000 millones de euros los que se han “recuperado” gracias a las medidas adoptadas y seguimos trabajando en esta línea.

También se observa cierta inercia –o resistencia al cambio– en las compañías que emiten fuera, más allá incluso de la consideración técnica de las condiciones de emisión que se ofrecen en España. ¿Cuál es la estrategia de BME para revertir la tendencia?

En BME nos tomamos muy en serio esta estrategia de “recuperación” de emisores y tenemos una actividad constante con distintos interlocutores –empresas, bancos, colocadores, abogados u otros– para seguir incorporando repatriaciones que se canalicen a los mercados de BME. Por ejemplo, gracias a este apoyo, hemos visto como en los últimos tiempos REE ha registrado en AIAF su programa de pagarés y Euskaltel y Sacyr han traído al MARF los suyos. A estas compañías se sumaban de años anteriores las emisiones de Colonial, Endesa, AENA o ADIF. En lo que se refiere a nuevas empresas que acceden al mercado de renta fija por primera vez, el MARF está teniendo un papel protagonista y prácticamente todos los nuevos emisores nos eligen para registrar sus emisiones debido a las facilidades que este mercado les ofrece.

El MARF es probablemente el segmento de mercado de renta fija de BME de mejor proyección tanto cuantitativa como

“

“Empresas como Colonial, Endesa, AENA, Euskaltel, Sacyr o ADIF nos han traído sus programas de pagarés”

“El Marf ha financiado recurrentemente a más de 120 empresas en menos de diez años”

cualitativamente en los últimos trimestres, con la llegada de nuevos emisores y tipos de emisiones. ¿Qué balance puede hacer sobre su desarrollo y evolución?

El MARF se creó para facilitar una alternativa de financiación complementaria a la bancaria, y su flexibilidad y gran capacidad de colocación entre los inversores ha hecho posible el acceso a los mercados de capitales a compañías de cualquier tamaño, incluidas las más pequeñas. Desde su constitución, a finales de 2013, el MARF ha facilitado financiación recurrente a más de 120 empresas de todos los sectores económicos, con un nivel de sofisticación que va en aumento. Aparte de las emisiones de renta fija más tradicionales, en los últimos

tiempos hemos visto operaciones de titulización, bonos de proyecto, bonos verdes o sostenibles y también refinanciaciones, lo que demuestra que las empresas que se estrenan en este mercado repiten. Su saldo vivo supera actualmente los 10.000 millones de euros.

Por la parte de la demanda, ¿cómo evoluciona el MARF?

Creo que es también interesante destacar el enorme interés de los inversores por este segmento, que les da acceso y capacidad de invertir en nuevas compañías que hasta su llegada al MARF no tenían representación en los mercados, que tienen modelos de negocio de alto crecimiento y desarrollan sus actividades a lo largo de toda la geografía española. En los últimos tiempos, además, hemos asistido a la internacionalización de este mercado de BME. Entre esos más de 120 emisores ya tenemos 7 compañías con sede en Portugal, dos en Reino Unido, una holandesa, otra de Canadá y, finalmente, otra entidad domiciliada en Irlanda. El hecho de que el 10% de los emisores provenga de fuera de nuestras fronteras demuestra la capacidad de atracción de este mercado y nos marca el camino de nuestra estrategia de cara a los próximos años.

Actualmente hay tres SOC autorizadas a negociar renta fija en España. ¿Qué impacto ha tenido su aparición sobre el mercado y qué puntos diferencian a BME Renta Fija respecto a esas opciones?

A pesar de los esfuerzos de los legisladores para facilitar que la negociación de renta fija tenga lugar en los mercados multilaterales y sea más transparente, la normativa no ha tenido los efectos previstos y la operativa continúa desarrollándose de forma bilateral mayoritariamente. Los SOC que operan en España son herederos de los *brokers* que venían desarrollando su actividad en los mercados de renta fija con anterioridad a la entrada en vigor de MiFID II y que adaptaron su estructura jurídica y sus procedimientos a la nueva regulación. La distribución de la actividad y el “statu quo” se han mantenido. Por esta razón, las plataformas alternativas de negociación de renta fija no han conseguido obtener una cuota de negocio adicional en España y su impacto en los mercados secundarios de BME es neutro.



cuenta con 11 emisiones o programas ESG. Cada vez un número mayor de empresas e inversores institucionales reconocen los riesgos que plantea el cambio climático y exigen una acción decidida en favor del medioambiente y la descarbonización de la economía. La economía verde representa ya el 6% de la capitalización de mercado de las empresas cotizadas a nivel mundial, aproximadamente 4 billones de dólares, y se estima que actualmente hay cerca de 30 billones de dólares invertidos en fondos de inversión, fondos de pensiones, inversores especializados, etc. que integran estrategias de inversión sostenible en sus políticas. En general, los inversores están cada vez más concienciados sobre la importancia de las finanzas sostenibles, como demuestra el hecho de que las grandes gestoras hayan priorizado los criterios ASG a la hora de componer sus carteras.

Pero las emisiones verdes se han ralentizado.

Como ha ocurrido en el mercado de bonos, en general, y debido a la inestabilidad que comentaba antes, en lo que llevamos de 2022 las emisiones sostenibles han bajado su actividad frente al año pasado, pero creemos que esta situación es coyuntural y la presencia de emisiones de renta fija con algún tipo de requisito de sostenibilidad va a continuar siendo importante en el futuro.

¿Qué objetivos y proyectos baraja BME Renta Fija a medio y largo plazo?

Una parte relevante de nuestro trabajo en el día a día tiene que ver con la integración de los sistemas de BME en los de SIX y con la nueva oferta de servicios que este proceso de fusión nos va a proporcionar. Estamos analizando la extensión al mercado español y europeo de productos y sistemas que actualmente tiene SIX, como Connexor, y, en sentido contrario, el desarrollo de mercados de renta fija para emisores medianos en Suiza o la oferta conjunta de valores entre las dos jurisdicciones. Formar parte de un grupo de mayor tamaño como es SIX, la tercera infraestructura europea por volúmenes operados, nos da una oportunidad inmejorable para seguir ofreciendo a nuestros clientes, ya sean emisores, miembros del mercado, intermediarios o inversores, de una gama más amplia de soluciones tecnológicas y operativas. ○

“En 2021 registramos 11 emisiones sostenibles por valor de 12.260 millones de euros”

El *Private Equity* y otras herramientas alternativas ganan terreno respecto a la bolsa y a los préstamos bancarios en la estructura de la financiación corporativa. ¿Cómo está afectando todo esto al equilibrio en la financiación de las empresas y, en especial, al papel de la renta fija en el esquema general de obtención de recursos?

El perfil de la financiación de la empresa española ha cambiado de forma muy importante en los últimos años, con mayor acceso por parte de las compañías a los mercados de capitales y a nuevos financiadores. Pensamos que este cambio es sano, estructural y ha venido para quedarse, ya que, además, estamos alineándonos como país con las demandas de favorecer y diversificar la financiación de las empresas que tradicionalmente nos han hecho distintos organismos internacionales: Unión Europea, BCE, OCDE... En BME trabajamos para potenciar esta diversidad financiera, que las empresas tengan más oportunidades, y entendemos que las diferentes alternativas de financiación son necesarias y complementarias, pues todas ellas ofrecen características y tienen singularidades que ofrecen

valor para una gestión financiera eficiente y dinámica. También defendemos una regulación que facilite el acceso a los mercados de capitales en igualdad de condiciones para todos los posibles emisores y el apoyo a las pequeñas y medianas compañías, que representan el 95% del modelo productivo en España y son, a su vez, las que más invierten en I+D+I.

Una de las grandes macrotendencias en los últimos años ha sido la financiación ESG, con la mirada en los próximos meses... ¿Qué podemos esperar en materia de financiación sostenible?

El año pasado fue récord para este tipo de emisiones en todo el mundo y España se mantiene en una posición privilegiada como mercado de referencia en financiación sostenible. El conjunto de los mercados y plataformas de renta fija de BME registraron en 2021 emisiones de renta fija de este tipo por un importe de 12.260 millones de euros. Es muy destacable ver como estas emisiones se han llevado a cabo tanto por emisores públicos como privados y, entre éstos últimos, compañías de todos los tamaños, ya que el MARF

Generación Z: el accionista que viene

Tienen menos de 24 años, votan masivamente en las juntas de accionistas y les gusta ser tratados en las mismas condiciones que si fueran miembros de un club privado. Así son los accionistas más jóvenes, cada vez con mayor presencia en las compañías cotizadas.

TEXTO emisores

El 50% de todos los accionistas de las compañías cotizadas de gran Bretaña y Estados Unidos tiene entre 18 y 49 años, y el 18% de esta franja pertenece a la denominada Generación Z, que integra población entre los 18 y los 24 años de edad, según el informe *Shareholder Voice* 2021 elaborado por la firma de servicios a emisores Equiniti (EQ).

Según este informe, la Generación Z, que actualmente abarca el 20% de la población total en el mundo, prefiere en el mercado norteamericano –ver gráfico adjunto– en un 64% las acciones *value*, y después, las de crecimiento –con un 57%-. En contra de algunas de las tendencias inversoras más en boga, la lista de las acciones menos preferidas por los menores de 24 años la encabezan las *spacs* y los *blue chips* –con sendos 19%- y los valores ESG, que concitan un limitado 30% de apetito inversor. Respecto a la escasa popularidad de las acciones ESG entre los más jóvenes, tampoco cabe llamarse a engaño: el 85% de los accionistas británicos y el 82% de los norteamericanos en la franja de edad más joven “han experimentado frustración cuando una compañía de la que poseen acciones ha actuado de una manera que consideran no ética.”

Plataformas de trading

“La eclosión de plataformas de trading como Robinhood en Estados Unidos ha ayudado a la gente más joven a acceder más fácilmente a las acciones, incluyendo a los que negocian frecuentemente”, pero además, el informe de EQ muestra que el 80% de los accionistas de la Generación Z “ya ha votado en las juntas de accionistas, el más alto porcentaje de cualquier generación de inversores. Es más, un 9% adicional

dice que le gustaría votar”, lo que sugiere que “la mayoría están comprometidos y son inversores a largo plazo.”

Sheryl Cuisia, presidenta de la *UK Individual Shareholder Society* (ShareSoc), indica en el informe de EQ que “en Estados Unidos en particular, al igual que en los países nórdicos, los accionistas individuales están comenzando a ser percibidos como jóvenes, *cool* y relevantes.”

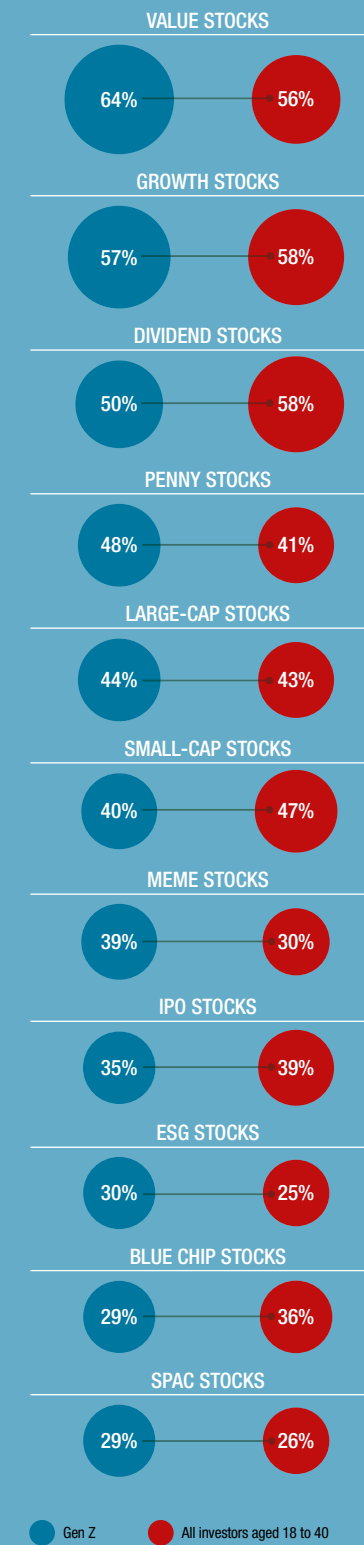
El 80% de los accionistas más jóvenes ya ha votado en juntas de accionistas

Por su parte, el analista de la plataforma de inversión británica Hargreaves Lansdown, Nathan Long, apunta que “en la medida en que los inversores minoristas más jóvenes se van haciendo cargo de sus propias finanzas, van entendiendo cómo funcionan las compañías y cómo crecerán”, lo que “podría ser beneficioso para estas, particularmente, las que están enfocadas al consumidor y pueden construir una lealtad de marca a través de la propiedad de sus acciones.” De hecho, el 37% de los accionistas de la Generación Z que poseen acciones en Estados Unidos asegura que ser uno de sus consumidores de estas compañías es una de las razones principales para comprar sus acciones; una vez más, el porcentaje más alto de cualquier generación de inversores.

Por último, adicionalmente al retorno financiero, lo que busca la nueva generación de accionistas a cambio de su *engagement* con las compañías es “el mismo valor ofrecido por la pertenencia a un club, como formación, eventos, descuentos, *network* y experiencias.” ○

LO QUE QUIERE EL INVERSOR MÁS JOVEN*

* % de valores preferidos por el accionista norteamericano entre 18 y 40 años de edad





ESG también ligado a las retribuciones

Las exigencias ESG se abren camino imparables hacia nuevas facetas estratégicas u operativas de las compañías cotizadas. También están llegando a las retribuciones variables de consejeros y ejecutivos. Como en otros ámbitos, el campo de juego todavía no está claro ni es homogéneo, aunque `proxys´ e inversores afilan sus criterios.

TEXTO emisores

“ Nuestra interpretación es que los inversores están de acuerdo en que el *engagement* sigue siendo clave en esta área y que hasta la fecha

la mayor parte de ellos no han sido activos votando en contra de compañías con pobres métricas ESG o métricas difíciles de entender. Creemos que es una área que el inversor revisará más de cerca en 2022 y muchos realizarán un análisis profundo para determinar qué métricas son las más apropiadas. A las métricas ESG les queda un largo viaje, pero son un importante mecanismo para guiar la sostenibilidad”. Esta es la conclusión del ultimo informe *Georgeson’s Institutional Investor Survey* que ofrece un “chequeo de la temperatura” de las expectativas de los inversores respecto a ESG realizado a partir de un variado colectivo de responsables de equipos de *stewardship* internacionales.

El 90% de los encuestados asume el concepto de que las métricas ESG deben incorporarse a las retribuciones y reconoce los beneficios que pueden generar a largo plazo, aunque la mayoría también cree que su introducción “está en camino” y tiene claras las “limitaciones actuales asociadas a las métricas y a los *rankings* de terceras partes”.

Cuándo y cómo

El 85% de la muestra consultada por Georgeson considera que las métricas ESG debe tener un peso entre el 10 y el 20% de las retribuciones de los ejecutivos y, aunque el 50% es favorable a considerar los *rankings* de firmas *third party* como sistema de medición, otro 20% de los responsables de equipos de *stewardship* son directamente contrarios a este mecanismo de cálculo.

El estudio *Paying well by paying for good 2021*, elaborado por la London Business School, el Centre for Corporate Governance y PwC sobre el FTSE 100 británico indica que el 45% de sus compañías incorpora al menos una métrica ESG en el sistema de retribuciones, que el 37% lo hace a corto plazo y que la mayoría están referidas a indicadores sociales, de diversidad e inclusión, de seguridad y salud, y de desarrollo del talento, entre otras. En cuanto a las métricas estrictamente ambientales, las utilizan preferentemente a largo plazo y en la remuneración plurianual el 19% de las compañías incluidas en este indicador bursátil; en este caso, ligadas a

El porcentaje de compañías que incluyen al menos una métrica ESG para la remuneración de sus consejeros ejecutivos ha subido al 18,7% en 2021



indicadores de reducción de emisiones de carbono, plásticos o consumo de energía, entre otras.

Un estudio reciente de la Harvard Law School Forum on Corporate Governance sobre incentivos ESG en las cotizadas del índice bursátil S&P 500 concluye que el 57% usa métricas a corto plazo, frente al limitado 5% que lo hace a largo plazo.

El porcentaje de compañías que incluyen al menos una métrica ESG para la remuneración de sus consejeros ejecutivos (consejeros delegados, en particular) ha aumentado desde 2014 -7,1%-, principalmente en 2019 -18,9%- y 2020 -18,7%-, según la comparative global basada en el estudio *White Paper Series - Navigating ESG in 2021 de ISS ESG*, publicada por la consultora KPMG en su reciente informe *Métricas ESG en los Sistemas de Remuneración. Sociedades Cotizadas Españolas*.

España

A partir de el trabajo de ISS ESG, el estudio de KPMG concluye que España “figuraría en segundo lugar en la inclusion de métricas ESG” en los sistemas retributivos, con un 48%, solo por detrás de Francia y superando a compañías de mercados como Gran Bretaña o Estados Unidos. ISS ESG solo contabiliza los datos de 17 compañías del Ibex-35, de modo que la conclusión no es representativa.

Sí es precisa la información contenida en el propio informe de KPMG sobre las cotizadas españolas, realizado sobre 129 empresas: únicamente un tercio cuenta con

métricas ESG en los planes de remuneración variable de los consejeros ejecutivos, incluyendo tanto la remuneración a corto como a largo plazo.

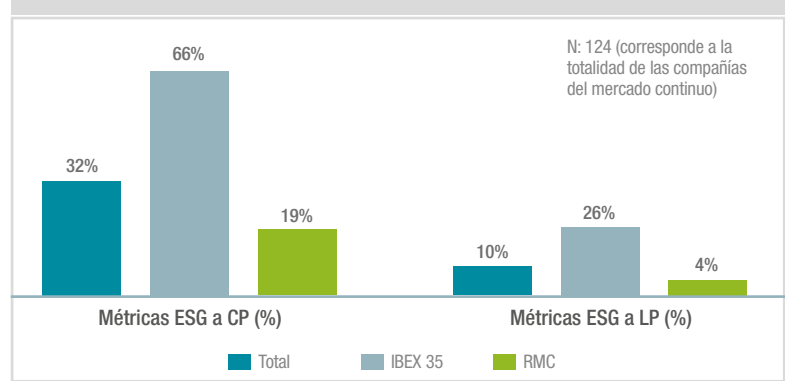
Las compañías incluyen con más frecuencia métricas ESG vinculadas con la remuneración variable a corto plazo (32%) que a largo plazo (10%).

La diferencia en el número de métricas identificadas en las empresas del IBEX 35 frente al resto del mercado continuo (RMC) es significativa. A corto plazo, el 66% de las empresas del IBEX 35 incluye métricas ESG, frente al 19% del resto del Continuo.

En cuanto al largo plazo, un 26% de las compañías del IBEX 35 incorpora estos incentivos, frente a un 4% de las empresas que no pertenecen al índice.

A corto plazo, predominan las métricas ESG de carácter cualitativo, mientras que a largo plazo predominan las cuantitativas. “La remuneración variable ESG de los consejeros ejecutivos generalmente está ligada a objetivos, pero no siempre se informa públicamente acerca de cuáles son las métricas ESG concretas con las que valorar el desempeño respecto a esos objetivos. Existe una proporción considerable de empresas que mencionan los objetivos ESG ligados a la remuneración variable anual, pero que no especifican las métricas utilizadas. No obstante, en términos generales, existe una preferencia por el uso de métricas cualitativas, lo que podría dificultar el seguimiento del progreso de las compañías”, dice el informe de KPMG. O

Métricas ESG – IBEX 35 vs. resto de mercado continuo (RMC)



*Fuente: “Métricas ESG en los Sistemas de Remuneración. Sociedades Cotizadas Españolas”. KPMG. Diciembre de 2021.

LO QUE DEMANDAN LOS PROXYS*

- ISS analiza, entre otros aspectos, la integración de objetivos de desempeño en materia de sostenibilidad en la remuneración variable de los altos ejecutivos de la compañía.
- Glass Lewis analiza la política de remuneraciones de los consejeros de la compañía, la publicación y explicación de todos los aspectos de la remuneración de los consejeros ejecutivos o la vinculación de la remuneración de los consejeros ejecutivos con el desempeño, además de otras cuestiones.

LO QUE REVISAN LOS FONDOS*

- BlackRock evalúa el vínculo entre remuneración y desempeño y busca una explicación convincente de las políticas utilizadas y una comprensión clara de cómo la remuneración respalda la estrategia de la compañía. Además, espera que las compañías informen públicamente al respecto.
- Amundi advierte de que las remuneraciones variables deben estar vinculadas explícitamente a criterios ESG.

*Fuente: “Métricas ESG en los Sistemas de Remuneración. Sociedades Cotizadas Españolas”. KPMG. Diciembre de 2021.

LAS EMPRESAS, LOS SERVICIOS FINANCIEROS Y LOS FONDOS ESG

Parece que todo es sostenible porque no hay evento donde no se pronuncie esta palabra unos minutos después de su inicio. De la misma forma que se ha deformado la palabra “economía”. Pero, ¿qué entidad, universitaria o no, tiene hoy la autoridad para certificar a las personas que van a proceder a auditar los informes sociales, medioambientales y financieros de las empresas que puedan formar parte de los fondos de inversión ESG?



Francisco Álvarez
Colaborador de EFRAG y ESMA
en representación de Economía
del Bien Común

Si preguntamos ¿qué es una empresa?, la mayoría de las respuestas serán: “una empresa es una empresaria o empresario y un conjunto de trabajadoras y trabajadores”. Sin embargo, si preguntamos ¿puede existir una empresa sin clientes?, la respuesta será NO. Si preguntamos ¿puede existir una empresa sin proveedores?, la respuesta será NO. Si preguntamos ¿puede existir una empresa sin financiadores, independientemente de quienes sean?, la respuesta será NO. Si preguntamos, ¿tiene una empresa un impacto social y medioambiental según el lugar donde esté físicamente ubicada y los productos o servicios que proponga? La respuesta será SI.

En función de lo anteriormente descrito parece evidente que una empresa es un conjunto de actores y que forma parte de la misma el impacto que la empresa tiene en la sociedad, pero hubo que esperar a 1984 para que R. Edward Freeman propusiese el término *stakeholder* y demostrase la importancia que tiene para los negocios, y para la sociedad, la toma de conciencia sobre todos los actores que hacen que una empresa exista.

Un poco de más de historia

Las grandes empresas en general, y las de servicios financieros en particular, reaccionaron poco a poco ante este término y empezaron a aparecer los conceptos de RSC o RSE, así como directivas europeas como la MiFID, generándose diversas metodologías de evaluación no siempre muy claras, ni tampoco aplicadas de una forma estándar por todos los implicados.

Por otro lado, en 1986, el término “sostenibilidad” fue introducido en la ONU tras el informe Brundtland y, hoy en día, parece que todo es sostenible porque no hay evento donde no se pronuncie esta palabra unos minutos después de su inicio. De la misma forma que se ha deformado la palabra “economía”, que viene del griego *oikos nemein* y que significa la gestión de la casa, se ha deformado la palabra “sostenibilidad”, que es la intersección de tres esferas, la económica, la social y la medioambiental. Esto quiere decir que, antes de tomar una decisión en una de estas tres esferas es obligatorio analizar el impacto que dicha decisión puede tener en las otras dos. Si no se hace este ejercicio no se puede utilizar la palabra sostenibilidad, sabiendo también que, con el auge del movimiento relativo al cambio climático, se dice que algo es sostenible cuando se analiza únicamente la huella del CO2... El hecho es que han

aparecido en Bolsa los conocidos índices de sostenibilidad, y en muchos de ellos hay empresas que, de sostenibles, tienen lo que yo tengo de ruso. Por ejemplo, la empresa X forma parte de uno de esos índices, pero resulta que su actividad principal se encuentra en la compraventa de productos fósiles generadores de energía... No pasa nada... la empresa X es sostenible porque compra emisiones de CO2... que compensan las emisiones que sus productos generan...

¿Cómo se mide la ética?

Finalmente, aunque se aplicó por ciertos colectivos con principios religiosos desde el siglo XX, otro término que empezó a tener cierto eco en la sociedad ha sido “ético”. Una empresa ética tiene un plus con respecto a la que no lo es... pero ¿Cómo se mide la ética? Una vez más, sobre todo en el sector de servicios financieros vía los fondos de inversión, han aparecido índices diferentes y variados, cada uno de su padre y de su madre, que hace difícil determinar qué fondo es, o no es, ético. Por ejemplo, el banco Y forma parte de un fondo de inversión al que se le ha otorgado el label “ético” ... pero resulta que dicho banco financia a empresas que se encuentran en el sector de fabricación de armamentos...

Lo anteriormente descrito nos lleva, en el sector de servicios financieros, a los productos conocidos por la sigla ESG, que tienen un formidable auge en la actualidad. E por *Environmental*, S por *Social* y G por *Governance*, que “hacen referencia a los factores que convierten a una compañía en sostenible a través de su compromiso social, ambiental y de buen gobierno, sin descuidar nunca los aspectos financieros”. He puesto entre comillas el texto que se utiliza generalmente para definir estos productos que hace pensar en la definición de la sostenibilidad del informe Brundtland que he citado con anterioridad. Bien. Pero, ¿qué norma o metodología certifica que las empresas que forman parte de los fondos con marca ESG responden a qué principios? ¿Qué entidad, universitaria o no, tiene hoy la autoridad, para certificar a las personas que van a proceder a auditar los informes sociales, medioambientales y financieros de las empresas que puedan formar parte de los fondos de inversión ESG? En lo que concierne las auditorias de los informes financieros no hay problemas, ya está establecido y aceptado desde hace décadas, pero, ¿En que estado se encuentran las



La petición “somos mayores, pero no tontos” ha hecho rectificar a los bancos. Pues bien, pienso que con los fondos ESG va a pasar algo parecido: habrá muchos que hoy tienen esa característica (“yo me lo guiso y yo me lo como”) y que no lo serán cuando algunas directivas europeas en marcha estén en vigor.

normas para los otros dos informes? Este es uno de los problemas espinosos al que todavía no se ha encontrado una solución en los foros de la Unión Europea en los que se están renovando directivas existentes, y en los que se están pergeñando también nuevas directivas. Me refiero a la directiva NFRD (Non Financial Report Directive) que cambia su nombre por CSRD (Corporate Sustainability Reporting Directive), a la directiva CSDD (Corporate Sustainability Due Diligence Directive) y a la directiva TRD (Taxonomy Regulation Directive).

El futuro de la ESG

Se están dando pasos para llegar a un acuerdo, con la participación activa de organismos como EFRAG y ESMA, pero aún no hay nada definitivo. Mientras tanto, he asistido a múltiples reuniones en las que se habla de ESG como si todo estuviese ya acordado y definido... ¿En función de qué criterios?... pues el único que me viene a la mente es ese de “yo me lo guiso y yo me lo como”. No es nuevo en el sector de servicios financieros, pero tampoco es serio. Esto tiene un cierto paralelismo con la digitalización de los servicios financieros, que ha dado lugar a la supresión de miles de puestos de trabajo y de sucursales, dejando de lado a los clientes en general, y los clientes mayores en particular que, con la petición “Somos mayores, pero no tontos”, han hecho rectificar a los bancos. Pues bien, pienso que con los fondos ESG va a pasar algo parecido, habrá muchos que hoy tienen esa característica (“yo me lo guiso y yo me lo como”) y que no lo serán cuando las directivas europeas citadas estén en vigor.

Le preguntaron al gran matemático persa Al-Jarismi sobre el valor del ser humano, y este respondió: Si tiene ética entonces su valor es igual a 1. Si además es inteligente, añádale un cero y su valor será igual a 10. Si también es rico, súmele otro cero y su valor será igual a 100. Si sobre todo eso es además una persona de bello aspecto, agréguele otro cero y su valor será igual a 1.000. Pero si pierde el 1, que corresponde a la ética, perderá todo su valor, porque solo le quedarán los ceros. Así de sencillo, sin valores éticos, ni principios sólidos, lo único que queda son delincuentes, corruptos y personas que no valen nada.

Pues eso...

Salud y Bien Común ○



LUISA FLOREZ

Head of Responsible Finance Research.
OFI Asset Management.

CÓMO MEDIR UNA INVERSIÓN SOSTENIBLE EN 7 PASOS

Demostrar que se produce de forma sostenible o que se es elegible como una compañía que pertenece a esta categoría según la triple vertiente ESG no es fácil dada la exhuberancia de los estándares que se utilizan para la medición o la toma de decisiones de inversión. La autora explica la filosofía y política de inversión de ACT 4, una gama de fondos de inversión encuadrada en la categoría máxima de sostenibilidad –9– fijada por la normativa europea.

El año 2022 quedará grabado en el mundo de la inversión sostenible y de impacto por varias razones: primero, porque el conflicto en Ucrania ha puesto la seguridad energética por encima del cambio climático; segundo, por que los temas sociales, a menudo olvidados por los mercados financieros, comienzan a generar repercusiones en el valor de las inversiones después del escándalo de las residencias para ancianos Orpea; por último, porque el reglamento de divulgación en materia de finanzas sostenibles de la Unión Europea (SFDR) le está dando un vuelco a la manera de crear y vender estrategias de inversión.

Todos estos eventos insisten una vez más en la necesidad de pensar los mercados financieros, no como un instrumento que genera rentabilidad para algunos ahorradores privilegiados, sino como un vector que permitirá financiar la economía del mañana. O más bien la economía de hoy: porque la búsqueda de bienestar, de salud y de una ciudad en la que las temperaturas no excedan de 50 grados, son necesidades de hoy.

1. UN MARCO LEGAL EN EL QUE ACTUAR

Incluso los últimos reglamentos de la Unión Europea SFDR y MIFID II refuerzan la necesidad de hacer del mercado de capitales un instrumento efectivo para aumentar el impacto social y medio ambiental en la economía y la sociedad. Estos reglamentos tienen dos objetivos mayores: 1) Aumentar la transparencia de las inversiones sostenibles y de impacto para evitar que las promesas no se realicen; y 2) Incitar de manera concreta a los mercados de capitales a tomar en cuenta las dimensiones sociales y medio ambientales.

Por un lado, el nuevo reglamento de MIFID II, que entra en vigor en Agosto 2022, obligará a todo inversor a preguntarle a sus clientes si a través de su dinero desean contribuir a resolver problemáticas sociales y ambientales mientras su rendimiento y riesgo se mantengan constantes. Seguramente, una parte importante de clientes responderá de manera afirmativa a esta pregunta, lo que implica que cada vez más las inversiones de impacto se deberán formalizar y estructurar para responder a la demanda.

Hemos evaluado 350 modelos de empresas y hemos calificado sus intenciones de generar impacto con respecto a los 230 indicadores que componen los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) de Naciones Unidas.

Por otro lado, el reglamento SFDR ofrece un marco a inversores para responder a la demanda de fondos sostenibles y de impacto. La noción de *inversión durable* aparece por primera vez en el escenario de la inversión. Aun si, el reglamento deja a la libertad a cada inversor determinar qué es una inversión durable. Cada cartera de inversión o portafolio clasificado como sostenible y de impacto deberá ser explícito en cómo promueve estos temas, en qué porcentaje y en cómo maneja las externalidades negativas. En fin, la nueva reglamentación europea es ambiciosa e incita a proponer cada vez mas estrategias sostenibles y de impacto bien estructuradas, exigentes y transparentes.

2. UN ENFOQUE DE INVERSIÓN SOSTENIBLE

Estos tres objetivos fueron los cimientos de la estrategia de renta variable lanzada por OFI Asset Management hace 5 años llamada *ACT 4 Positive Economy*.

La metodología que se desarrolló se basó en esa época en los principios de economía del bienestar de Amartya Sen y en el reporte de Joseph Stiglitz, de Amartya Sen y de Jean Paul Fitoussi sobre indicadores económicos que integraban nociones de bienestar y de sostenibilidad.

La estrategia de inversión persigue dos objetivos: generar impacto a través de indicadores sociales y medio ambientales y generar una rentabilidad a largo plazo.

El portafolio responde a 4 desafíos mayores que constituyen, según OFI, los pilares de la *economía positiva*: la transición energética, la preservación de recursos naturales, la salud y el bienestar, y por, último la inclusión social, considerado este último como el desarrollo de productos y servicios que den acceso a servicios y productos de primera necesidad.

3. LO QUE ESPERAMOS DE LAS EMPRESAS

Mas allá de querer generar impacto, cada empresa elegida en nuestro portafolio de inversión debe a la vez manejar sus externalidades negativas generadas a partir de su actividad principal, como por ejemplo, reducir las emisiones de carbono, los residuos tóxicos, la protección de derechos humanos o la gestión de recursos humanos de sus empleados y proveedores, entre otros. Al final, la integración de estos indicadores permite al gestor mejorar su perfil de riesgo y, en paralelo, aumentar la contribución positiva gracias a la selección de empresas que responden a uno de los 4 desafíos.

4. UNA METODOLOGÍA PROPIA

La metodología de *impact investing* que se desarrolló por OFI AM para el portafolio de inversión fue inspirada a la vez en la *Teoría del Cambio* y en los 17 Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) de Naciones Unidas. Luego, se utilizaron los principios básicos del *impact investing* es decir, la intención explícita de generar un impacto ya sea por la empresa o por el gestor, la voluntad de medirlo a través de un indicador y, por último, la capacidad de generar adicionalidad (*intentionality, measurement and additionality*). En aquella época, ACT 4 Positive Economy se dirigía a un segmento reducido de inversores que buscaban generar impacto e ir más lejos de la integración ASG. Cinco años más tarde, la noción de impacto se convierte en una tendencia de fondo y ACT 4 Positive Economy en una respuesta innovadora y concreta.

Para saber si el impacto ocurre realmente, OFI AM ha desarrollado una metodología exigente, ambiciosa y específica para los emisores de renta variable. Vale la pena recalcar que es una metodología innovadora puesto que el *impact investing* se ha desarrollado sobre todo para activos menos líquidos, ya sea de deuda privada o para bonos de renta fija como los *green* y *social bonds*. Por tal razón, el equipo de OFI AM adaptó todas las características necesarias para generar impacto; sobre todo, indicadores específicos para asegurarnos de que las actividades de las empresas que se negocian en mercados más líquidos pueden generar impacto.

5. EL ANÁLISIS

El análisis y la construcción del portafolio está compuesto de tres etapas esenciales. La primera etapa, consiste en evaluar la cadena de impacto como se expone en el gráfico 1.

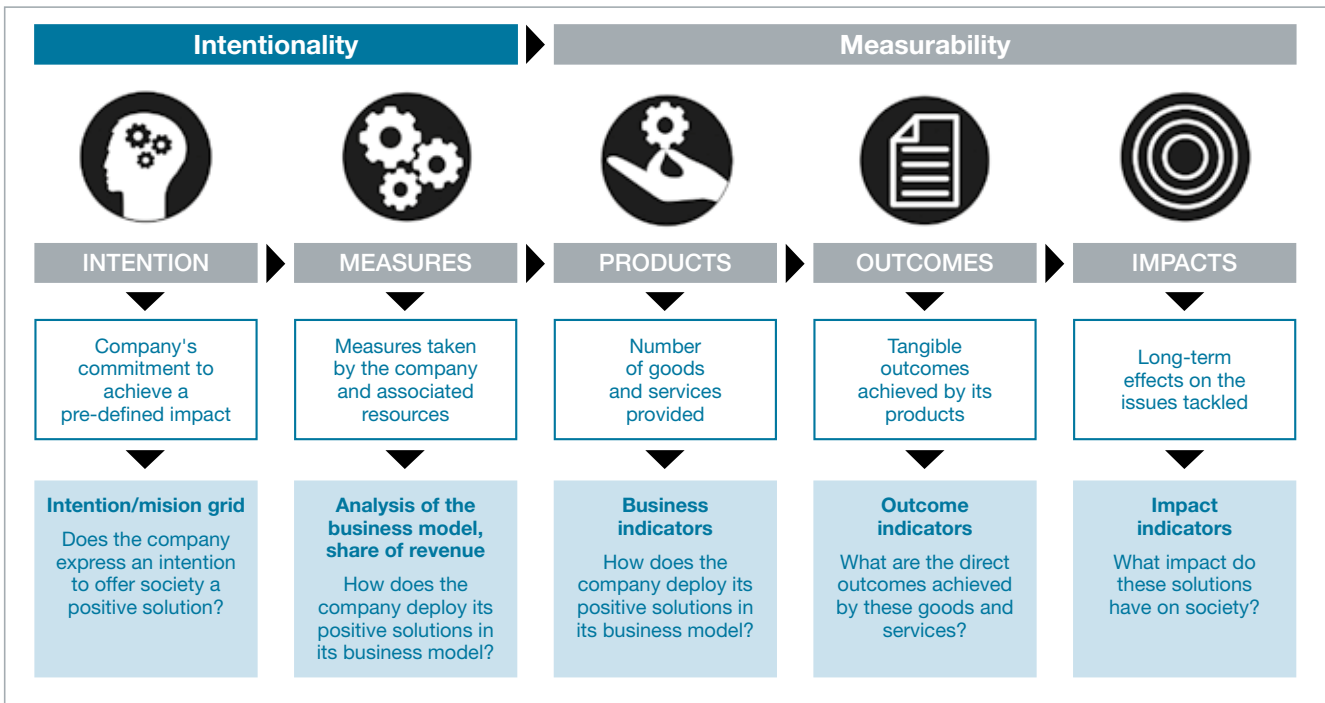


Gráfico 1

El desempeño financiero de la empresa es el factor que confirma la decisión de inversión. Es decir, que buscamos empresas que se inscriban en una tendencia de crecimiento sostenible con una valoración razonable.

La cadena de impacto se construye de dos maneras sucesivas: primero, se mide la ambición de generar impacto por la empresa, se verifican los objetivos fijados y se validan los recursos destinados a generar impacto. Dentro de los recursos nos referimos al monto de las inversiones (CaPex), a monto destinado a la innovación, o al tipo de licencias o patentes obtenidos.

Luego, se identifican los indicadores que materializan los avances sociales o ambientales. Tres tipos de indicadores se buscan: ¿qué productos y servicios comercializados por las empresas generan un impacto social o medio ambiental?; ¿qué resultados han generado esos productos y servicios?; ¿y qué transformaciones han generado esos productos o servicios en las partes interesadas o en el planeta a largo plazo? Muchas empresas pueden generar impacto social o

medio ambiental sin que éste sea el objetivo principal de su actividad económica. Por tal razón es necesario evaluar toda la cadena de impacto de cada actor económico y asegurarnos que es una intención explícita de la empresa.

6. EL SEGUIMIENTO Y LA MEDICIÓN

Estos indicadores se ponen al día anualmente ligados en plazo con nuestras inversiones. Nuestro objetivo es reportar de manera objetiva qué impactos se generan en el periodo en el que las inversiones fueron realizadas. Por tal razón, no reportamos indicadores de años anteriores a nuestras inversiones. De la misma manera, para determinar un impacto siempre buscamos comparar el evento con respecto a una situación inicial. Por ejemplo, puede ser la última tecnología desarrollada por la empresa. Conscientes que el mercado todavía no responde a este objetivo, siempre dirigimos esta pregunta a las empresas para asegurarnos de que hay un valor agregado en la cadena de impacto. A día de hoy hemos evaluado 350 modelos de empresas y hemos calificado sus intenciones de generar impacto con respecto a los 230 indicadores que componen los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) de Naciones Unidas. Posteriormente, se define un indicador de impacto para cada actividad económica. Por ejemplo, en el caso de la energía renovable o para la valorización de desechos, hemos uti-

lizado un indicador de emisiones de CO2 evitadas. En el área social, se evalúa por ejemplo el número de beneficiarios de una estrategia, o el número de personas que han encontrado un techo. En el reporte anual del portafolio se presentan cada uno de estos indicadores con su medida y la evolución. A la vez, cada empresa del portafolio está ligada a un Objetivo Sostenible de Desarrollo y esto es comunicado de manera transparente –ver gráfico 2–.

Una segunda etapa consiste en analizar las externalidades negativas de las empresas para asegurarnos que el impacto social o medioambiental no deja de lado otros riesgos sociales, medio ambientales o de gobierno corporativo. Para ello, un análisis ASG basado en un

Muchas empresas no están listas para producir un impacto explícito y deseado, por lo que nuestro análisis se completa con una fase de engagement o de dialogo que nos permite incentivarlas para mejorar sus estándares y sus intenciones de generar impacto.

análisis explícito de las diferentes partes interesadas se realiza de manera sistemática. Adicionalmente, se verifica que la empresa no esté asociada a una violación de principios del Pacto Global o que esté vinculada a un escándalo con cualquier parte interesada.

7. CRITERIOS DE INVERSIÓN Y CATEGORÍAS DE EMPRESAS SOSTENIBLES

Al final de este análisis, se clasifican las empresas en cinco categorías según el nivel de madurez de su procedimiento ASG: líder, implicada, seguidora, incierta o bajo vigilancia.

Por último, el desempeño financiero de la empresa es el factor que confirma la decisión de inversión. Es decir, que buscamos empresas que se inscriban en una tendencia de crecimiento sostenible con una valoración razonable. Ahora bien, alcanzar un objetivo de valoración no es una razón suficiente para vender el título en portafolio. Solo razones fundamentales relacionadas pueden conducir a vender el título, como por ejemplo: una degradación de las condiciones ASG, la materialización de un riesgo o la degradación de condiciones estructurales de la empresa, entre otros.

Estas tres etapas completan nuestro análisis 3D, pues cubrimos las dimensiones de impacto, de ASG y las metas financieras de cada empresa en el portafolio. Como es de esperar, muchas empresas de estos mercados no están listas para producir un impacto explícito y deseado, por lo que nuestro análisis se completa con una fase de engagement o de dialogo que nos permite incentivar a las empresas a mejorar sus estándares y sus intenciones de generar impacto. Este dialogo consiste en fijar metas realizables por la empresa, y de asegurarnos que se obtienen en el medio/largo plazo.

En el reporte anual de ACT 4 Positive Economy se presenta el reparto del fondo según los 4 desafíos identificados como pilares de la economía positiva: el 38% de las empresas responden a la transición energética, el 22% a la preservación de recursos naturales, el 21% están ligadas a la inclusión social, y por último, el 19% contribuyen a los desafíos ligados a la salud y al bienestar. ○

EL CASO DE ACCIONA



Acciona Energía ha sido analizada y forma parte de nuestras principales ideas en el portafolio por que es una empresa de referencia en la producción de energías limpias. La empresa ha comunicado sus intenciones explícitas de doblar su capacidad instalada de energía renovable de aquí al año 2025 gracias al desarrollo que será realizado en otros países fuera de España para alcanzar 20 GW de potencia instalada. Por tal razón, 100% de su actividad responde al Objetivo 7 de Desarrollo Sostenible de Naciones Unidas pues busca aumentar sustancialmente el porcentaje de renovables en el mix energético mundial. En el año 2022, la empresa se fija el reto de invertir al menos un 95% del CapEx en actividades sostenibles según la taxonomía europea. Hoy en día con los 551 MW de capacidad instalada ha evitado 873.688 toneladas de emisiones CO2. En el portafolio de ACT 4 Positive Economy, las empresas que son elegidas en el área de la energía renovable pueden ser de tres tipos: las que producen electricidad a partir de fuentes limpias, empresas que producen equipo destinado a ello o constructoras de infraestructuras.

Desde un punto de vista ASG, Acciona ha publicado recientemente su Memoria de Sostenibilidad del año 2021. En este documento encontramos una parte importante de elementos que nos permiten evaluar su estado de madurez y aplicar nuestro análisis de la cadena de impacto. Sin embargo, para completar nuestra evaluación, los equipos de OFI han dialogado varias veces con los directivos y otros representantes de la empresa. Por último, la valorización de la empresa es también atractiva y a pesar de las dificultades actuales de los mercados financieros y de las perspectivas de recesión en Europa, la acción de la empresa progresa un 5,90% contra el índice STOXX600 Europa, que pierde el 9,4% (con datos a 16/05/2022); principalmente, por las tensiones generadas por el conflicto en Ucrania.

Más allá de la promesa de contribuir con una economía sostenible, el alto nivel de transparencia y la capacidad de mostrar trazabilidad en la cadena de impacto son aspectos claves de una estrategia de impacto, tal como la interpreta OFI AM. Así lo está pidiendo la Unión Europea en sus nuevos reglamentos de Finanzas Sostenibles y así debe ser la exigencia y el rigor con el que se responde a los clientes que escogen este tipo de estrategias.

TOTAL IMPACTS GENERATED BY COMPANIES

Stocks held in the fund at 31/12/2020

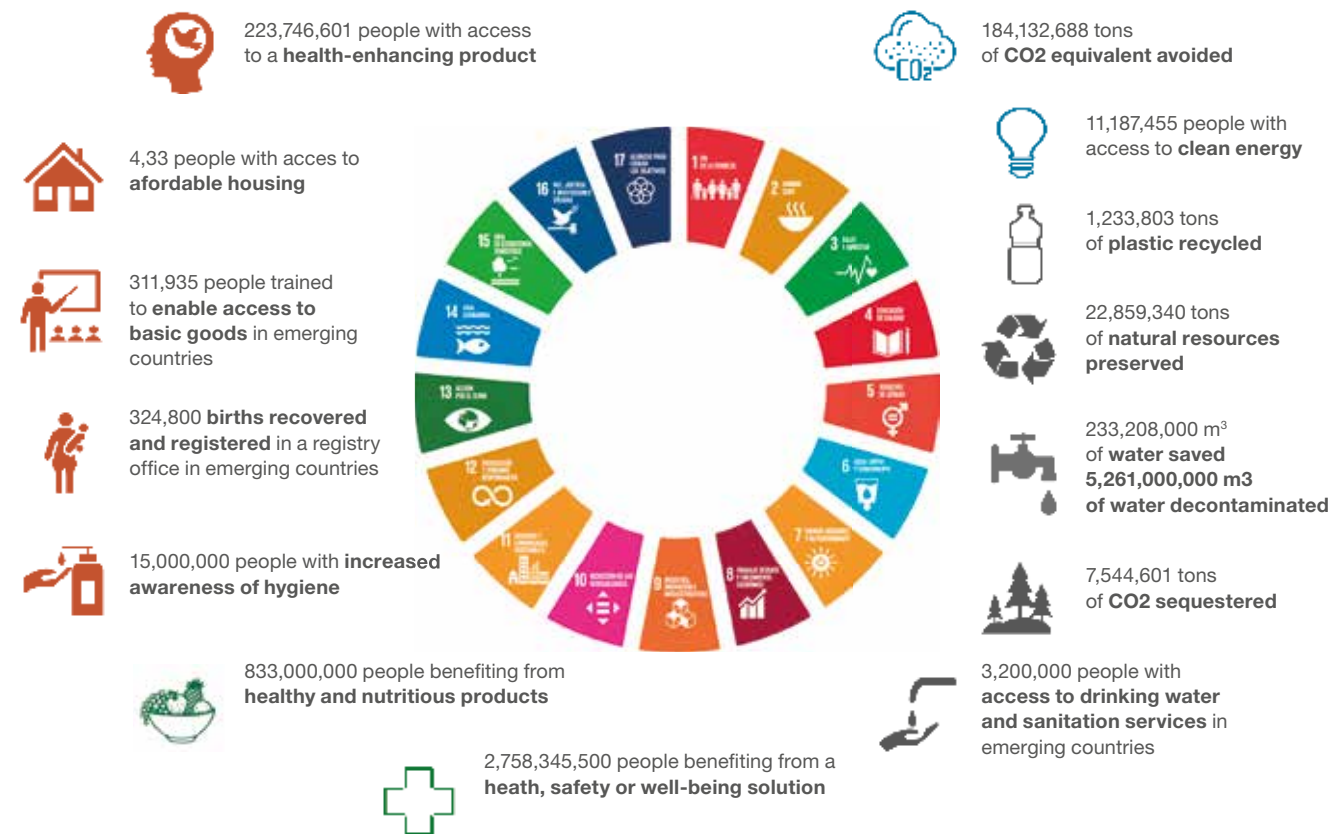


Gráfico 2

LOS CONSEJOS Y LA SOSTENIBILIDAD... DEL LIDERAZGO

La ausencia de planificación de la sucesión de CEOs y altos directivos genera importantes pérdidas de valor bursátil en las compañías cotizadas. Bueno sería que, como ocurre en países más avanzados en la implantación de prácticas de Buen Gobierno, hubiera una recomendación firme, incluso una normativa que “normalizara” la obligación del Consejo de hacer planes de sucesión, como ocurre ya en el sector bancario por la normativa de la EBA.

El 25 de Julio de 2018, Sergio Marchionne, el CEO que había sacado a Fiat de una profunda crisis, falleció a causa de las complicaciones de una intervención quirúrgica para extirparle un sarcoma. La acción de la compañía, que cotizaba a 16,56€ se desplomó un 15,5% hasta los 13,99€ y Fiat no recuperó en los años posteriores la cotización que alcanzó antes de que su CEO falleciese.

Según un estudio publicado en HBR en 2021, cada año se destruye cerca de 1 trillón de dólares de valor en el S&P 1500, es decir, casi un 3% del total de la capitalización bursátil de este índice, a causa de las sucesiones mal planificadas y ejecutadas. Otros estudios apuntan a que el impacto en la cotización generado por los déficits en la sucesión del primer directivo o de los ejecutivos clave supone entre el 7 y el 16% del valor y que la acción tarda entre 14 y 18 meses en recuperarse. Salvo una pandemia global como la que hemos vivido, el ataque a Pearl Harbour y otros pocos sucesos excepcionales, pocos hechos pueden destruir tanto valor -y durante tanto tiempo- como un inadecuado proceso de sucesión.

La Estrategia

Leyendo estos datos, parece evidente que los Consejos tienen que estar prestando una especial atención a los procesos de sucesión en las empresas cuyo buen gobierno se les ha encomendado. Pero, desafortunadamente, no parece ser así. Aunque recientes estudios sitúen el índice de rotación de los CEOs en un 18%, el más alto de la historia, y el de altos directivos -que también tiene un elevado impacto en los mercados y el desempeño de las organizaciones- se encuentre en cifras muy similares, lo cierto es que cerca del 35% de las grandes corporaciones globales están poco satisfechas con sus planes de sucesión, y la mitad de ellas afirma no tener un *pipeline* sólido de talento para sus posiciones clave.

Que no se esté trabajando en establecer planes de sucesión, a pesar de los riesgos evidentes de no hacerlo, tiene que ver, desde mi punto de vista, con la vieja dicotomía “placer vs. dolor”. Es evidente que diseñar y establecer un plan de sucesión no es placentero, pero si bastante molesto. Y no es placentero porque, salvo para las entidades financieras supervisadas, no hay una ley o una norma -más allá de una débil recomendación



Julio Moreno
Senior Partner, Kingsley Gate

de la CNMV- cuyo cumplimiento genere satisfacción, alivio, o seguridad jurídica. Por el contrario, la planificación de la sucesión sitúa a los Consejeros fuera de su zona de confort, por cuanto los ejecutivos tienden a considerar que la decisión sobre su posible sucesor es cosa de ellos y que los Consejos se meten demasiado en “su” terreno... Y no queremos más conflictos entre Consejeros y Ejecutivos. También, porque la palabra “sucesión” genera un miedo atávico en nuestra cultura: miedo por si su mención concita un hecho luctuoso, o genera dudas sobre la capacidad del ocupante de una posición o sobre su continuidad... o miedo a levantar o frustrar expectativas... miedo, mucho miedo. Y, también, porque implica la responsabilidad de iniciar un proceso para el que en muchas ocasiones no nos sentimos preparados; Cómo hacerlo, cómo hacerlo bien, ¿Qué comunicar? ¿Y si nos equivocamos y elegimos a alguien que destruye valor?

La Táctica

Para vencer el desequilibrio entre “placer y dolor” hay que “motivarlo”, es decir, encontrar motivos objetivos que muevan la aguja de la balanza. Bueno sería que, como ocurre en países más avanzados en la implantación de prácticas de Buen Gobierno, hubiera una recomendación firme, incluso una normativa que “normalizara” la obligación del Consejo de hacer planes de sucesión, como ocurre ya en el sector bancario por la normativa de la EBA. Es un primer paso que, aunque imperfecto porque las compañías pueden convertirlo en un trámite de *Tick in the box*, sirve para generar una cultura orientada al compromiso con el Buen Gobierno.

Ayudaría también que los inversores institucionales y los asesores de voto sigan –o eleven– su presión para evitar los riesgos de las sucesiones mal hechas o mal planificadas. Analizar en profundidad los planes de sucesión, incluso certificar su calidad, generaría más beneficios y menos tensión que otros debates fáciles y baldíos.

Pero lo más importante es que los Consejeros entiendan que ésta es SU responsabilidad y que es un ejercicio ineludible para asegurar la “SOSTENIBILIDAD” de la compañía, para preservar los intereses de la propiedad y para salvaguardar muchos puestos de trabajo y, con ello, un mayor bienestar social. Los Consejeros deben construir un “sentido del propósito” en torno

El 35% de las grandes corporaciones globales están poco satisfechas con sus planes de sucesión y la mitad de ellas afirma no tener un *“pipeline”* sólido de talento para sus posiciones clave.



Existen estudios que apuntan a que el impacto en la cotización generado por los déficits en la sucesión del primer directivo o de los ejecutivos clave supone entre el 7% y el 16% del valor de una cotizada y que la acción tarda entre 14 y 18 meses en recuperarse cuando alguno de ellos cesa o desaparece sin recambio.

a la sucesión, entendiéndola como una pieza clave de la sostenibilidad. Estamos muy “verdes” en ESG, y es que nos hemos quedado en la primera letra, y aún no hemos llegado a la G.

Tomar las riendas

Todo esto puede parecer una soflama para avivar las intenciones de los Consejeros en torno a la sucesión y aumentar lo que algunos directivos llaman “su apetito ejecutivo”, pero no es así. Hay un mero hecho que lo representa todo: La sucesión ocurre, es inevitable. Es natural: en menos de 7 años la mayoría de los ocupantes de las posiciones críticas de su organización habrán cedido el testigo. Si no lo hacen con tino y de manera planificada y minuciosa, miles de millones de euros de sus verdaderos “jefes” estarán en riesgo. No pueden ponerse “de perfil” sólo porque el reto sea “incómodo”. Tomen las riendas.

Y si aún tienen dudas, estúdiense el caso de éxito de Satya Nadella, CEO de Microsoft, y cómo desde su llegada a la posición de CEO, la compañía, tras un difícil, pero concienzudo proceso de sucesión, ha crecido más de un 500%. Considere que su mandato como Consejero es crear esa diferencia.

¿Fácil de decir, difícil de hacer? Es cierto, pero hay metodologías y *“best practices”*: Todo empieza por la valentía para tener estas conversaciones que muchos Consejeros definen como “Incómodas”. Después hay que establecer la gobernanza del proceso. Es imprescindible establecer perfiles para el CEO y para los principales ejecutivos y que estos perfiles sean “de futuro”; hay que evitar los “mini-yo”. Hay que hacer un análisis profundo y desapasionado de los posibles candidatos. También hay que “mirar fuera”. Hay que establecer y dar seguimiento a los planes de desarrollo. Y hay que actualizar estos planes periódicamente –el 60% de las empresas norteamericanas no lo hizo durante la pandemia– y, finalmente, cuando el hecho sucesorio está cerca, re-evaluar a los candidatos y asegurar el *“on boarding”* de los elegidos.

¿Mucho trabajo? Cómo nos dijo un CEO que hace unos años nos encargó diseñar un plan de sucesión para su propio puesto: “mi obligación es que la propiedad duerma tranquila”. Usted, como Consejero, tiene esa misma obligación: poner sus mejores capacidades para que aquellos que le han encomendado velar por sus intereses puedan dormir tranquilos. Garantícele la SOSTENIBILIDAD del liderazgo. ○

Mirian Izquierdo

PRESIDENTA DE LA FUNDACIÓN
WOMAN FORWARD

“El consejo está expuesto a varios peligros, algunos ligados a la propia dinámica de equipos, y otros, a la naturaleza del consejo”



Mirian Izquierdo es Presidenta de la Fundación Woman Forward, co-autora del manual ‘Research Handbook on Boards of Directors’ y directora académica del veterano curso para candidatas a ser consejeras –y, desde hace poco, también candidatos– ‘Women Joining Boards’, entre otras ocupaciones. Está investigando sobre la dinámica de los consejos, un aspecto tan importante como poco considerado en la teoría y en la práctica.

TEXTO F. Rodríguez
FOTOS Jesús Umbría

El debate sobre consejos y consejeros está centrado en la selección de perfiles por género, experiencia y conocimientos. O en las matrices de competencias. Pero no se habla de dinámica de funcionamiento del consejo. ¿Qué importancia tiene?

Las dinámicas son especialmente importantes en los grupos que deben tomar decisiones, en particular cuando las decisiones son vitales para crear valor o destruirlo y por eso son una parte esencial del buen gobierno, que va mucho más allá de la selección de consejeros en función de su conocimiento y experiencia, para incluir las características y hasta la personalidad de los miembros que deben componer un consejo, de forma que el mismo sea capaz de evitar dinámicas tóxicas que destruyan valor.

¿Existe evidencia empírica de esto?

Se han realizado numerosos estudios, dinámicas, e incluso desarrollado software y diferentes métodos, que constituyen herramientas fundamentales para una adecuada

selección de los consejeros según los rasgos más característicos de su personalidad y su capacidad de interactuar, en función de ellos, con otros miembros del consejo.

¿Qué problemas hay en la dinámica de un consejo que repercutan en la toma de decisiones?

Un consejo es un órgano colegiado, que, en su correcto funcionamiento, debe tender a tomar decisiones de forma unánime, tras el análisis más profundo posible de todas las derivadas que puede revestir un asunto determinado, bajo toda la gama más amplia de consideraciones posible, en el mayor interés de los diferentes *stakeholders* y la propia sostenibilidad de la compañía. El consejo está expuesto a varios peligros, algunos ligados a la propia dinámica de equipos, y otros, a la naturaleza del consejo. Por ejemplo, que haya personas que quieren imponer una sola visión, o que haya un grupo dominante y aquiescencia del resto a la toma de decisiones de los asuntos del

orden del día, o que se conceda escaso valor de los consejeros que piensen de forma diferente. Entre otros.

Las investigaciones sobre los consejos, y usted misma, ponen el acento en que es fundamental gestionar los conflictos cognitivo y emocional. ¿A qué se refiere?

La investigación ha revelado dos tipos de conflicto en los consejos de administración, con implicaciones muy diferentes para su rendimiento: El conflicto cognitivo y el conflicto afectivo. Para entendernos, el conflicto cognitivo puede sonar como: “No creo que tu idea funcione, tal vez debamos considerarla de otra manera... ¿has pensado en esta implicación?”. Este tipo de conflicto es fundamental para la creación de valor, ya que estimula la conversación sobre temas, promueve el abordaje de ideas o puntos de vista con apertura, para que los consejeros ofrezcan soluciones creativas, innovadoras y que vayan al fondo de las agendas. Sin embargo, el conflicto afectivo sería algo así como: “no creo que tengas buenas ideas y no entiendes el problema”. Este tipo de conflicto destruye cualquier posibilidad de creación de valor, ya que es un ataque personal a las capacidades y la perspectiva del consejero, lo que impide que las personas entablen un diálogo sobre el que se pueda construir y debatir. Además, los consejos que reconocen el conflicto afectivo y lo abordan rápidamente, están asociados a una alta calidad de gobernanza. Las calificaciones altas de gobernanza también son más comunes en los consejos de administración en los que hay consejeros que generan altos niveles de conflicto cognitivo.

Diferentes estudios indican que hasta en un 70%, los consejos funcionan mejor si los miembros no se conocían con antelación. ¿Qué opina?

Cuando los consejeros tiene relaciones anteriores con un consejero recién contratado, se sienten impulsados a mantener una relación agradable con el nuevo incorporado, de no “sacudir el barco” de su relación fuera del consejo de administración. Por el contrario, en el consejo de administración con alta gobernanza, donde los consejeros solo tienen el consejo de administración como contexto de su relación, abordar conflictos cognitivos se torna importante para asegurar que el ambiente de trabajo sea productivo y se despliegue el

máximo valor para la compañía. Cuando la salud de la empresa está en juego, los consejeros que se sienten independientes son capaces de abordar el conflicto cognitivo de frente, sin tener que pagar peajes. La situación en España, aunque está cambiando lentamente en las grandes empresas, es acudir a las redes cercanas y de confianza para la selección de miembros del consejo. En este sentido, los *head-hunters* que han firmado nuestro código voluntario de buenas prácticas para empresas de selección,

“

“Hay que evitar que haya personas que quieren imponer una sola visión, el grupo dominante que impone la aquiescencia del resto en las decisiones o que se conceda escaso valor a los consejeros que piensan de forma diferente”

“

“Las calificaciones altas de gobernanza son más comunes en los consejos de administración en los que hay consejeros que generan altos niveles de conflicto cognitivo”

entre los que se encuentran la mayor parte de las grandes firmas de nuestro país, confirman llevar a cabo sólo entre un 15 y un 20% de las selecciones de consejeros.

A menudo se califica el desempeño de los consejos y los consejeros por su capital profesional, pero no por factores como su comportamiento o su adaptación a la cultura de la empresa o del propio consejo. ¿Es posible, e incluso deseable, lo que podríamos llamar una “auditoría externa de clima laboral” en los consejos?

En realidad, la pregunta debería ser qué impacto tiene la dinámica del consejo de administración en los resultados financieros. Y hay muchos hallazgos para contrastarla. Por ejemplo, se sabe que el consejo de administración que puede funcionar eficazmente como equipo tiene un impacto un 800% mayor en la rentabilidad de la empresa que cualquier consejero bien cualificado. Una investigación aún no publicada muestra que una sola sesión de *coaching* de equipo de cuatro horas diseñada para abordar las brechas identificadas por la evaluación de diagnóstico del consejo puede mejorar las puntuaciones de la dinámica del mismo del 48% al 191% en un mes.

¿Cuál cree que es, en general, la salud de las dinámicas de los consejos en España?

En nuestro país, dado que el reclutamiento se lleva a cabo en general a través de redes conocidas, los consejos con signos de *group thinking* tienen especial peligro, por lo que ampliar la base del talento en los procesos de reclutamiento puede mejorar mucho la dinámica y creación de valor de los consejos, incorporando incluso diferentes habilidades y cocimientos muy útiles para la gestión actual de retos en las empresas. Hay que indicar que en países del entorno esto fue una consecuencia clara de las leyes de cuota de género, que al exigir incorporar muchas mujeres de golpe, obligaron a extender precisamente la base de talento de mujeres a otros grupos diferentes a las ejecutivas de grandes empresas y de multinacionales, como es el foco de la búsqueda en España, para incluir a mujeres empresarias, gestoras de hospitales, universidades o parques tecnológicos, mejorando ostensiblemente el gobierno corporativo de los consejos. Países como Francia, Italia, o Reino Unido gracias a la *Hampton-Alexander Review*, han sido un claro ejemplo de ello. ○

EL PAPEL DEL RETAIL

La creciente transparencia accionarial a nivel europeo está destapando importantes bolsas de accionistas retail en países distintos del de origen, o cotización principal, del emisor. Los nuevos medios de comunicación y redes sociales otorgan a este tipo de inversor una capacidad de influencia no vista hasta ahora.



PEDRO SAÁ
Managing Director Computershare
España y Portugal. Responsable de la
SRDII en Computershare

Una vez me dijo un reputado experto en gobierno corporativo y *engagement* con accionistas que la mejor manera de cubrirse contra los *hedge funds* era con una buena base de accionariado *retail*. De esto han pasado, fácilmente, 15 años.

La presencia del inversor minorista (persona física) en las compañías cotizadas ha crecido de manera progresiva en Estados Unidos en los últimos años y en Europa se ha mantenido estable.

En la pandemia aumentaron significativamente estas bases de accionistas, pero han ido retornando a niveles similares a 2019 a medida que el mercado se restablecía, si bien, no de manera uniforme para todas las compañías en todos los sectores.

Este movimiento se vio sin duda alentado por las pronunciadas caídas en las cotizaciones que generaban potenciales oportunidades de inversión, o como en el caso de Estados Unidos, gracias a la hasta ahora imparable tendencia alcista de las bolsas.

No podemos olvidar, por tanto, que el principal *driver* para la inversión minorista es la rentabilidad económica. En mi experiencia, después de asistir a unas cuantas juntas de accionistas, una de las preguntas más recurrentes -si no la más- entre los accionistas *retail* sigue siendo la posibilidad de incrementar el dividendo.

Aunque bien es cierto que los inversores, sobre todo los nuevos de menor edad, incorporan cada vez mayores exigencias de compromiso social a las compañías en las que depositan sus ahorros.

Tradicionalmente, la influencia del accionista particular se ejercía en las compañías “con los pies”. Si no estaba satisfecho con los resultados, vendía sus acciones y a otra cosa. Por tanto, dado el limitado impacto, no era un foco de interés para el IR en comparación con el inversor institucional.

Los diversos ejercicios de asociacionismo de accionistas minoritarios han funcionado en situaciones específicas, y quizás como plataforma de movilización institucional, pero no parecen haber cuajado como mecanismo ágil de influencia, quizás porque, en cierta medida, no facilitan la manifestación individual.

Por otro lado, hemos visto otros casos de organización más o menos espontánea en redes sociales que han demostrado una enorme capacidad de influir, no ya sólo en el gobierno de la compañía, si no en la cotización.

Las redes sociales y plataformas son evidentemente medios de difusión de información y transmisión de la imagen y los mensajes corporativos, además de canales de interacción entre los accionistas y los emisores, pero también son plataformas que permiten una organización y concertación de intereses en situaciones determina-

das. Estos nuevos medios otorgan al inversor *retail* una capacidad de influencia no vista hasta ahora.

En un contexto en el que se está considerando cada vez más la opinión del inversor particular, no ya necesariamente como accionista, sino como partícipe de un fondo de inversión o de pensiones, todo ello cobra más relevancia. Iniciativas como las puestas en marcha por Legal & General, Fidelity o Aviva, en las que se facilita a sus clientes expresar su opinión en cuanto al sentido en el que deberían votar en las compañías en las que invierten, por ahora como una recomendación; o un BlackRock, que da a ciertos inversores la capacidad de votar en algunas resoluciones de manera independiente, y se ha comprometido a explorar como expandir la opción de voto incluso a inversores *retail* en ETFs y otros fondos, ponen de manifiesto que el peso del ahorrador último –por diferenciarlo de otros términos más legales– es cada vez mayor.

Nos encontramos en un contexto regulatorio en el que las compañías están obligadas a informar, cada vez más y mejor de las cuestiones a dilucidar en la junta de accionistas, y de facilitar el ejercicio de los derechos de voto (mediante juntas virtuales o procesos más eficientes a través de la cadena de custodia, por ejemplo). Por eso es más fácil que la banca minorista ofrezca soluciones prácticas al *retail* para ejercitar sus derechos.

Igualmente, la creciente transparencia accionarial a nivel europeo está destapando importantes bolsas de accionistas retail en países distintos del de origen (o cotización principal) del emisor. Es previsible que, por todo ello, veamos una creciente participación minorista no sólo doméstica.

Es previsible que veamos una creciente participación minorista no sólo doméstica.

Es cierto que se aprecia un mayor interés en las compañías por comunicar mejor con el accionista *retail*, bien por *call-centers*, con campañas de información orientadas al minorista en una junta o una *corporate action*, o con una mayor presencia en redes.

Surgen así varias preguntas: ¿quién tiene que pagar el acceso del minorista al voto? o ¿cómo se vincula esta comunicación con las distintas formas de tenencia de títulos (ejemplo del sistema de registro directo en EEUU)? Pero la gran pregunta, en última instancia, es ¿cuál es la importancia que las compañías dan al componente *retail*? ¿y cuál será la estrategia del IR para llevarla a cabo? Buen verano.



CONSEJEROS

www.revistaconsejeros.com



**Consenso
del Mercado**

www.consensodelmercado.com



**THE
CORNER**

www.thecorner.eu



LAS FUNDACIONES

www.lasfundaciones.com

GRUPO CONSEJEROS



Revista
CONSEJEROS



Revista
GESTORES



Revista
EMISORES



Anuario
101 FUNDACIONES



Capturando los QRs
podrás escuchar
la diversidad sonora
de cada bosque

Más que Banca Privada

es entender que

no hay dos ecosistemas de inversión iguales,
y en A&G sabemos cuál es
el adecuado para ti y tu familia.

a&g

MÁS QUE BANCA PRIVADA