emisores

▪ NÚMERO 1 / JULIO 2021 ▪

IOSCO abre consulta pública

LOS REGULADORES preparan un estándar internacional de reporte ESG

MERCADOS

Las Spacs inician la caza en Europa

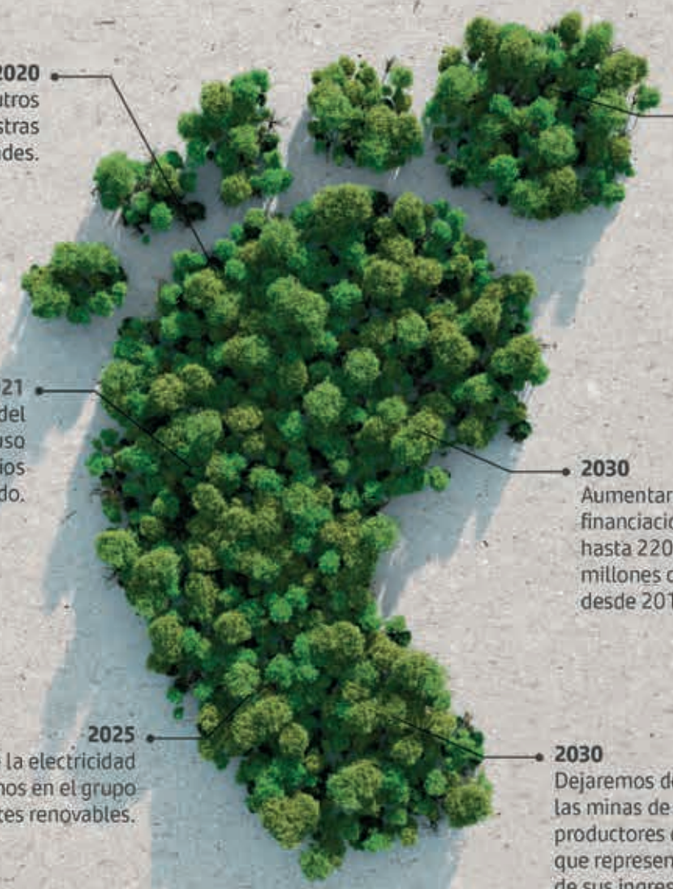
ANÁLISIS

La Sociedad Cotizada en la reforma del mercado de valores

Por Alberto Alonso Ureba

Nuestra ambición: alcanzar cero emisiones netas en 2050

Paso a paso



2020
Ya somos 100% neutros en carbono en nuestras propias actividades.

2021
Eliminación del plástico de un solo uso en todos los edificios Santander del mundo.

2025
El 100% de la electricidad que consumimos en el grupo vendrá de fuentes renovables.

2030
Aumentar la financiación verde hasta 220.000 millones de euros desde 2019.

2030
Dejaremos de financiar a las minas de carbón y a los productores de energía para los que represente más de un 10% de sus ingresos y alinearemos nuestra cartera de producción de energía eléctrica.

2050
Alcanzar cero emisiones de carbono en todo el grupo para apoyar los objetivos del Acuerdo de París.

Esto es parte de nuestro compromiso con la protección del medio ambiente. Seguiremos contribuyendo al progreso de las personas y las empresas de forma responsable. Y lo hacemos con paso firme. Entre todos **podemos construir un mundo mejor.**

#TheRightWay

santander.com

Santander

UN PROYECTO NUEVO Y NOVEDOSO PARA LA COMUNIDAD DE EMISORES

Emisores nace como una revista semestral del Grupo Consejeros dirigida a informar, analizar e interpretar, con la ayuda de organizaciones, empresas y profesionales, los temas esenciales que ocupan y preocupan al mundo IS –Servicios a Emisores–, un sector que se ha desarrollado y sofisticado en España los últimos 15 años, alcanzando un gran nivel de especialización y profesionalización.

FERNANDO RODRÍGUEZ • DIRECTOR DE EMISORES

Han pasado dos meses desde que el Gobierno emprendió el proceso de reforma de la Ley del Mercado de Valores de 1988. Desde aquel año lejano han pasado más de tres décadas. Un plazo quizá pequeño para la consolidación de cualquier mercado, pero indudablemente vertiginoso si se revisan los muchos cambios que han sufrido la operativa y los operadores, los medios técnicos, los emisores, los inversores o los productos y servicios disponibles.

En aquel año, del siglo pasado ya, los periodistas acudían a diario al parqué de la Bolsa de Madrid en busca de noticias. Se dirigían sin demasiados problemas a alguno de los tenderetes con lámpara exterior situados en un patio adornado por pilas de títulos-valores, a visitar a según qué apoderado de banco con buena información. El apoderado contaba lo que sabía –órdenes, operaciones corporativas en marcha…– mientras seguía amasando las hojas de compraventa de acciones. Esa figura y los títulos y órdenes físicos desparecieron hace tiempo a manos de los sistemas electrónicos y las anotaciones en cuenta, pero está claro que el apoderado en cuestión tendría hoy graves problemas por difundir información privilegiada.

Un mundo frenético

Identificar la complejidad y celeridad de los cambios que ha sufrido el mundo de los emisores estos años es una tarea difícil y, sobre todo, estéril. Para cuando los operadores, los mercados, el regulador o el legislador creen estar preparados para asumirlos ya han llegado otros nuevos que requieren de nuevas soluciones. A un ritmo frenético. Reporting integrado, identificación de accionistas, asesorías de voto, juntas telemáticas, políticas de ESG, financiación verde, Relaciones con Inversores, inversores institucionales, activismo accionarial y engagement, regulación y compliance, criptodivisas y tokens, fintech, Mifid, Mercado Único de Capitales…

Estas y otras rúbricas del negocio representan en todos y cada uno de los casos grandes retos organizativos y de gestión para los perfiles directivos a los que Emisores quiere dirigirse. Entre otros, los de secretario del consejo de administración, consejero, alto directivo –en especial, CEOs, CFOs y Directores de IR–, responsables de Asesorías Jurídicas, Compliance, Reporting y ESG, asesores de voto, consultores, intermediarios e inversores institucionales o gestores, profesionales del derecho, miembros de una organización o institución sectorial, escuelas de negocios y proveedores de productos y servicios relacionados.

15 años de servicio público

La revista Consejeros cumplió en diciembre pasado 15 años desde la edición de su primer número, que nació, lo que son las cosas, para cubrir el hueco informativo existente en temas de buen gobierno y responsabilidad corporativa. Desde entonces, ya como Grupo, Consejeros ha constituido diversas sociedades independientes para desarrollar nuevos proyectos dedicados a atender, con la misma vocación fundacional de servicio público, nuevos aspectos de la realidad económica y financiera que requiriesen de una información independiente y de calidad. Para la comunidad bursátil –Consenso del Mercado–, para la inversión extranjera –The Corner, con información en inglés–, para la industria de la inversión Colectiva –Gestores– o para el mundo de las Fundaciones. En papel y en web. Con llegada a una audiencia potencial conjunta de 60.000 usuarios de perfil muy especializado y una distribución segmentada. Renunciando deliberadamente desde el principio al habitual 'postureo' y al publirreportaje encubierto.

Y desde esta posición lanzamos ahora Emisores. Inicialmente, va a ser una publicación de periodicidad semestral en papel distribuida conjuntamente con la revista Consejeros, pero el proyecto cuenta con apoyo informativo regular en el periodo intermedio en las webs del Grupo –The Corner.eu; Consenso del Mercado.com y la propia de Consejeros– y en los próximos meses sumará nuevas iniciativas que mejoren su cantidad y calidad informativa y su presencia institucional.

Agradecemos expresamente el apoyo de los 'partners' que han confiado en nosotros en estos siempre arduos inicios y lo han hecho sólo por lo que somos y por lo que representamos: Banco Santander, BME, Computershare (Georgeson), Header y A&G.

Seguimos en contacto.

Emisores cuenta con apoyo informativo regular en las webs del Grupo: Consejeros, The Corner, Consenso del Mercado y Las Fundaciones.

sumario

PORTADA

Los reguladores preparan un estándar internacional de reporte ESG

IOSCO abre consulta pública hasta el 15 de agosto

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 de Saá
Directora de Publicidad: Lorena Sarmiento.

ESCRIBEN EN ESTE NÚMERO: Javier Zapata, Carlos Sáez Gallego, Julián Romero, Juan Carlos Villanueva, Pedro de Saá, Alberto Alonso Ureba, Javier Arce y Fernando Rodríguez.

FOTOGRAFÍA: Adobe Stock, Jesús Umbría, 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.

ANÁLISIS

La Sociedad Cotizada en la reforma en curso de la legislación societaria y del mercado de valores

ALBERTO ALONSO UREBA
Catedrático de Derecho Mercantil
Miembro Nato de la Comisión General de Codificación del Ministerio de Justicia

CARTA DEL DIRECTOR

03 **Un proyecto nuevo y novedoso para la Comunidad de Emisores /** Fernando Rodríguez. Director de Emisores.

REPORTAJES

14 **Las Spacs inician la caza en Europa /** La Spac, un vehículo financiero cotizado que funciona como una firma de capital-riesgo, ha llegado a España.

24 **Informes trimestrales: sin novedad en el frente /** La opción de no publicar información financiera trimestral, vigente desde abril de este año, está siendo poco utilizada.

26 **Corporate-Access con apoyo del mercado /** En el último año, el programa de Corporate Access de BME ha facilitado miles de contactos con inversores institucionales de todo el mundo.

28 **Emisores en la web /** Nuestras noticias destacadas en la web de Consenso del Mercado.

32 **Última hora sobre la taxonomía europea /** La taxonomía europea traerá obligaciones para compañías y sectores en 2021 y 2023.

33 **La pandemia acelera la digitalización de los Consejos /** El Covid 19 ha acelerado la digitalización de los Consejos de Administración, pero queda pendiente una segunda transición.

ENTREVISTA

11 **Ángel Martínez-Aldama /** Presidente de Inverco: “Ahora, el activismo de las gestoras puede ser no tener activismo, y explicarlo”

TRIBUNA

06 **Emisores Españoles: una apretada agenda de cuestiones en las que trabajar /** Por Javier Zapata. Secretario general de Emisores Españoles.

16 **El “Say on Climate” se abre paso en las juntas en Europa /** Por Carlos Sáez Gallego. Country Head of Spain. Georgeson.

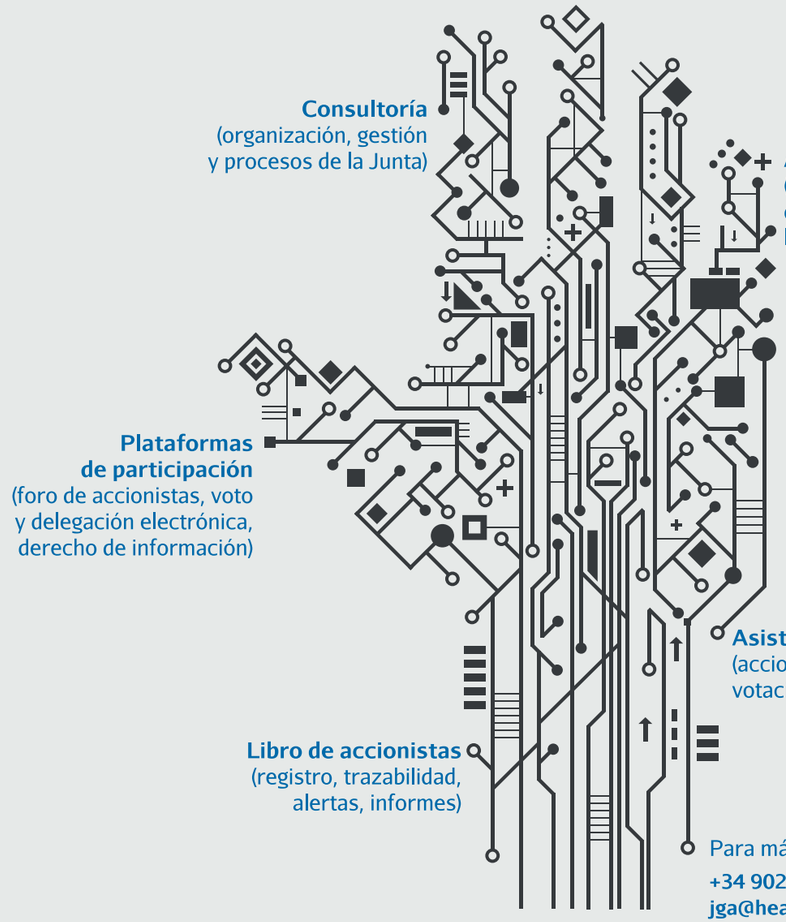
30 **El camino hacia la financiación sostenible /** Por Julián Romero, Presidente de OFISO, y Juan Carlos Villanueva, Secretario General de OFISO.

34 **El mecanismo de identificación de accionistas comienza a funcionar pese a los obstáculos /** Por Pedro de Saá. Managing Director Computershare Spain & Portugal.

SU JUNTA GENERAL DE ACCIONISTAS, EN BUENAS MANOS.

Una Junta de Accionistas es un evento complejo que requiere exactitud en todas las acciones, profesionalidad y, sin duda alguna, mucha preparación.

Por eso, desde **HEADER**, le ofrecemos una solución «llave en mano» que le incluye desde:



Para más información:
+34 902 360586
jga@header.net
header.net

HEADER
active services
+ de 25 años nos avalan

EMISORES ESPAÑOLES: UNA APRETADA AGENDA DE CUESTIONES EN LAS QUE TRABAJAR

Javier Zapata
Secretario general
de Emisores Españoles

La visibilidad pública que el acceso a los mercados financieros impone y ofrece a las compañías emisoras, implica también una responsabilidad reforzada ante la sociedad. Podemos resaltar la creciente atención de las compañías a las expectativas de sus grupos de interés. Pero el emisor se ocupa en otras muchas áreas de interés.

Desde Emisores Españoles celebramos la iniciativa del Grupo Consejeros de lanzar la publicación de la revista semestral "Emisores", dentro de un proyecto que incluirá nuevos desarrollos informativos e institucionales para desarrollar este espacio propio y especializado, y agradecemos la oportunidad de escribir en su primer número.

Es, sin duda, un recurso adecuado para difundir periódicamente los temas que interesan a las cotizadas y a los demás emisores de valores. Entre ellos, los que consideramos nuestros objetivos fundamentales, como la mejora de la comunicación entre las sociedades y sus accionistas, el desarrollo de niveles elevados de buen gobierno corporativo y el reforzamiento de la seguridad jurídica en relación con la emisión, negociación, liquidación, compensación, custodia y registro de los valores. En este aspecto, nos ha preocupado la identificación de los accionistas, en la que, aunque se han dado pasos muy importantes, siguen existiendo dificultades para la determinación del inversor que puso su dinero en la compañía y que está al final de la cadena de custodios.

A lo largo de estos años, la asociación ha experimentado un incremento notable, tanto en el número de miembros, como en el alcance de sus trabajos y actividades. Asimismo, ha crecido su presencia fuera de nuestras fronteras, a través de su participación en distintos grupos de trabajo de ESMA y como miembros de *European Issuers*, que representa a las sociedades cotizadas europeas. Además, mantiene una relación de diálogo y cooperación con la Administración y, en especial, con la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), de cuyo Comité consultivo forma parte. Alcanzar mejoras, resolver ineficiencias y lograr avances en los mercados financieros exigen una colaboración constante entre la industria y el supervisor.

Esa colaboración se ha hecho aún más necesaria en la crisis provocada por la COVID-19, que ha puesto a prueba muchas de nuestras certezas y seguridades, y ha demostrado la utilidad de este tipo de foros de participación. La experiencia ha sido satisfactoria, tanto en el ámbito interno de la asociación, como en la relación con la CNMV y el Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital, con los que hemos mantenido una comunicación aún más fluida para enfrentar los desafíos planteados.

La pandemia, desde el punto de vista de las compañías cotizadas y emisoras, ha acelerado algunas de las cuestiones pendientes. Entre ellas, podemos resaltar la creciente atención de las compañías a las expectativas de sus grupos de interés. La visibilidad pública que el acceso a los mercados financieros impone y ofrece a las compañías emisoras, implica también una responsabilidad reforzada ante la sociedad. En esa línea, como quedó patente en la última redacción del Código de Buen Gobierno de junio de 2020, se exige una singular atención a la gestión de los riesgos no solo financieros.

Se aprecia una mejora general en la aplicación de los estándares de gobierno corporativo, que sigue siendo esencial para mantener la confianza de los inversores, institucionales y también minoristas. Las evaluaciones de la composición y funcionamiento de los consejos y sus comisiones se han profesionalizado y generalizado en todas las compañías. Las explicaciones sobre el seguimiento de las recomendaciones, en aplicación del *comply or explain*, también han mejorado en los últimos años.

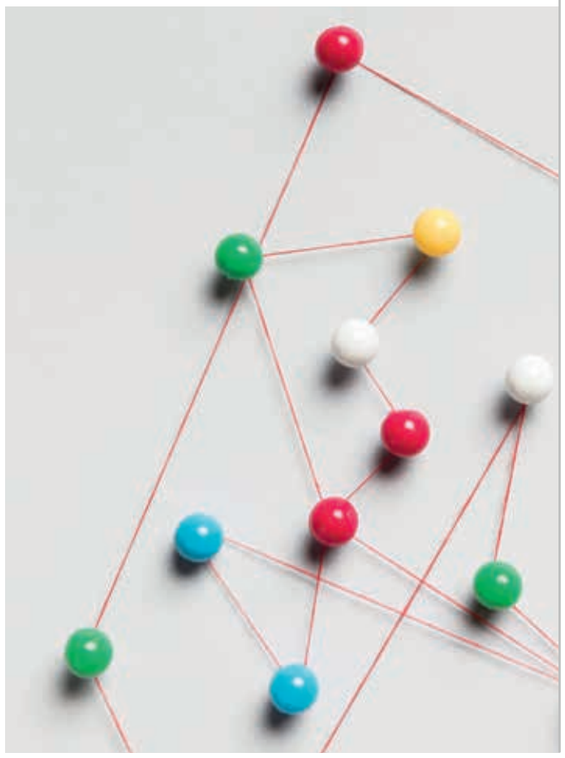
La nueva Ley de Sociedades de Capital y otras cuestiones

Sin duda, las cuestiones sociales, de organización o relativas a las condiciones laborales han cobrado nueva importancia. Así también, las referidas a los temas medioambientales y de gobernanza. En las compañías y en sus grupos de interés se ha extendido la conciencia de la responsabilidad ante el cambio climático, que afecta a su actividad, sus planes de negocio, y a sus obligaciones de información no financiera. Además, estamos en una fase de enorme crecimiento de las finanzas sostenibles.

Desde el Comité internacional de Emisores, seguimos con mucho interés los trabajos sobre la *Corporate Sustainability Reporting Directive*. Importa en particular, y entre otros aspectos, el alcance de la información a publicar, la fijación de un estándar en la Unión Europea para la información sobre ESG, la exigencia o no de un mayor detalle en determinadas obligaciones de información, la verificación de la información por un auditor y la digitalización de la información.

Advertimos la necesidad de seguir eliminando eñes en nuestro mercado, en la expresión conocida del anterior Presidente de la CNMV, Sebastián Albella. Es imprescindible avanzar en la integración de los mercados europeos, para lo que existen todavía barreras importantes, más allá del ámbito estricto del mercado financiero. El tamaño de las compañías en España sigue pesando en la salida de las compañías al mercado bursátil.

> Hay que seguir eliminando 'eñes' de nuestro mercado. España debería mantener el 'level playing field' de las Spacs en otras jurisdicciones de la UE



En estos tiempos se ha hecho más evidente la necesidad de adaptación para la supervivencia de las empresas. La innovación no es sólo una moda, sino que se ha comprobado que debe formar parte de los planes de negocio y la cultura de las compañías.

La aplicación de la Ley de Sociedades de Capital, que además de transponer la Directiva de derechos de los accionistas, incluye algunos otros aspectos novedosos en nuestro ordenamiento, exigirá un esfuerzo de interpretación en la práctica. En general, nos parece un texto apreciable y bien elaborado, que tiene una indudable trascendencia en nuestra vida corporativa y del mercado de capitales. La ley ha incorporado a nuestro Derecho las acciones de lealtad, cuya aplicación y oportunidad tendremos ocasión de comprobar a partir de ahora. También es muy destacable la nueva regulación de las operaciones vinculadas, que es una cuestión central del gobierno corporativo, así como las novedades que incorpora en el ámbito de la identificación de accionistas por parte de las compañías emisoras, que pueden facilitar una mayor relación entre las compañías y sus propietarios.

El foco en la Unión de Mercado de Capitales

Asimismo, en estos años, hemos analizado, comentado y debatido los Códigos de buen gobierno de las sociedades cotizadas y sus modificaciones, así como las guías técnicas de la CNMV, en particular, en las del principio cumple o explica, la de la comisión de auditoría y la de comisiones de Nombramientos y Retribuciones. La página web de la asociación recoge con detalle las publicaciones y trabajos de la asociación.

Últimamente hemos participado en la consulta pública sobre el nuevo texto de la Ley del Mercado de Valores y los Reales Decretos de desarrollo. Entre otros temas, interesa el régimen aplicable a las SPACs como vehículo para facilitar la captación de recursos en los mercados de valores. En este punto, la norma española debería mantener el *"level playing field"* de las SPACs, con la mismas regulación, ventajas y flexibilidad que se les reconoce en otras jurisdicciones de la Unión Europea.

Desde el punto de vista de las prioridades de Política Regulatoria de este año, resultan prioritarias y urgentes en el ámbito de la economía sostenible, el desarrollo de las normas de nivel II de la Taxonomía y la revisión de la Directiva de información no financiera.

Asimismo, no podemos perder el foco de la Unión de Mercado de Capitales. En este proyecto, son urgentes las medidas que puedan facilitar el acceso a los mercados de las pequeñas y medianas empresas. Se trata de una asignatura pendiente de los mercados europeos. Para ello, resulta necesario revisar y adaptar los requisitos y condiciones exigidos para ajustarlos a las características de esas compañías. Así por ejemplo, en lo que hace a la simplificación del régimen de Abuso de Mercado, la revisión de los requisitos de salida a Bolsa bajo el Reglamento de Folletos o la simplificación de los requisitos de reporte de información.

Las compañías comparten la preocupación por la recuperación, a corto y medio plazo, de la crisis de la Covid, para lo que, sin dejar de defender la imprescindible estabilidad regulatoria, es preciso que se sigan desarrollando medidas que faciliten la recapitalización de las empresas. ○

IOSCO abre consulta pública hasta el 15 de agosto

Los reguladores preparan un estándar internacional de reporte ESG

Las CNMV de todo el mundo, reunidas en IOSCO, ultiman un estándar de reporte internacional para los emisores de valores que pueda entrar en vigor en junio de 2022. Y abren consulta pública para perfilar otro estándar de reporte no financiero, el de los gestores de activos, que ayude a acabar con el "lavado verde" que sufren los mercados.

TEXTO Javier Arce

"Las áreas clave identificadas se basan en los pilares del marco TCFD (Task Force for Climate-related Financial Disclosures) ¿Está de acuerdo con este enfoque?. ¿Debería aplicarse esta recomendación a todos los gestores de activos o solo a aquellos que tengan en cuenta la sostenibilidad, con sus riesgos y oportunidades, en su proceso de inversión?"... De este tenor es la docena larga de preguntas que IOSCO, el organismo internacional que reúne a la mayoría de las "CNMV" del mundo, ha formulado, en consulta pública, el pasado 1 de julio. Los interesados pueden enviar sus comentarios a: consultation-01-2021@iosco.org

La idea es tener abierta la consulta hasta el 15 de agosto, para poder elaborar un prototipo de "estándar de reporte no financiero de los gestores de activos" que se pueda llevar en noviembre a la cumbre del clima de Glasgow. Un paso adelante para alinear los mercados de valores con el gran reto al que el mundo se ha comprometido.

Dos días antes, el lunes 28 de junio, en otro informe prolijo, IOSCO había explicado en qué punto se encuentra el otro "estándar de reporte internacional" en el que se trabaja, el de los emisores de valores cotizados. Una tarea que IOSCO ha acometido de la mano de la IFRS Foundation, los creadores de las Normas Internacionales de Información Financiera.

Consejo de Normas sobre Sotenibilidad

"Dada la velocidad con la que el cambio climático está afectando a la sociedad, a la economía mundial y al medio ambiente, el proyecto de IFRS se centrará en primer lugar en el clima" explica Ashley Alder, presidente de IOSCO y de la "Securities and Futures Commission" de Hong Kong. IOSCO e IFRS quieren crear un Consejo Internacional de Normas sobre Sostenibilidad, "posiblemente antes de la reunión del COP 26, en noviembre, que emita normas sobre el clima ya a mediados de 2022". La idea es que ese Consejo fije los estándares internacionales de reporte no financiero para que estos resulten, por fin, "consistentes, homogéneos y comparables".

La IFRS Foundation dispone ya de un prototipo de estándar –para el reporte no financiero de los emisores– con ese enfoque prioritario en el clima y basado en los principios TCFD y sus "qué pasa si...". El del TCFD es el marco impulsado por el Financial Stability Board (FSB) y es utilizado ya en el mundo por más de 4.900 empresas de medio centenar de países. Pero los reguladores reunidos en IOSCO le han pedido varias mejoras antes de poder recomendarlo como "estándar de reporte internacional". Con la idea, por supuesto, de que las CNMV del mundo lo conviertan rápidamente en obligatorio.

Con la premura propia de quien sabe que llega muy justo a la fecha de entrega de los trabajos, casi tarde, el sanedrín del G20 quiere llegar a la COP26 de Glasgow con los deberes hechos, y esos dos estándares internacionales de reporte –el de los emisores de valores y el de los gestores de activos, dos caras de la misma moneda– ya encauzados. Y en ello trabajan no solo IOSCO, también el FSB, NGFS, IAIS, OCDE, FMI, el Banco Mundial...

Hay un consenso claro en que los emisores deben comenzar por reportar las cuestiones relacionadas con el cambio climático, empezando por su "huella de carbono", en un modelo estándar, construido por bloques, al que luego se le puedan ir añadiendo reportes sobre cuestión ambientales, sociales, de gobierno corporativo... "Cuando nos referimos a una construcción de bloques nos referimos a facilitar la flexibilidad para permitir la interoperabilidad con los requisitos de información que las jurisdicciones individuales pueden establecer, más allá de la línea de base. Si IOSCO aboga por este enfoque es para permitir a las jurisdicciones ir más lejos y más rápido sin perder la comparabilidad" explica Alder.

Pero la pregunta por contestar sigue siendo ¿Qué información no financiera debe exigirse, y de qué forma? ¿Qué parámetros deben medirse, con qué métricas, en qué escenarios, con qué mezcla de números y literatura...? ¿ Y cómo establecer un estándar internacional para que los inversores conozcan, de un lado, los riesgos financieros que el cambio climático y su combate pueden suponer –al emisor o al gestor de

> Se creará un Consejo de Normas de Sostenibilidad "antes del COP26, en noviembre, que emita normas sobre el clima ya a mediados de 2022" explica el presidente de IOSCO

LA UE, UN REGULADOR REGULAR

Desde marzo, los gestores de activos de la UE deben presentar, a nivel de entidad y de producto, información sobre los impactos de sus decisiones en los factores de sostenibilidad. Aunque hasta 2022 no habrá obligación de hacer reportes periódicos... para dar tiempo a que Bruselas elabore las normas técnicas que concreten qué y cómo se debe reportar.

Así que desde ahora oirán hablar constantemente de "Fondos del Artículo 8" (los que "promueven" la sostenibilidad) y "Fondos del Artículo 9" (que declaran un objetivo sostenible cuantificable). Lo exige el Reglamento sobre "divulgación de la sostenibilidad" (2019), que establece 18 parámetros ESG obligatorios.

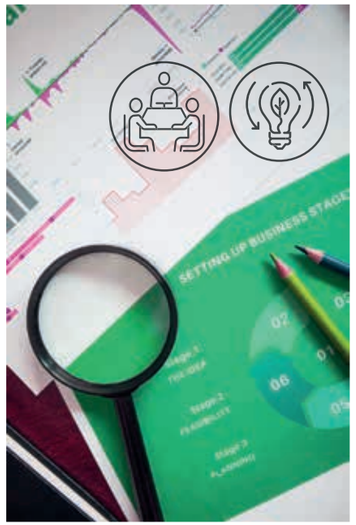
Hasta ahora, gestores de activos y emisores de valores se inclinaban mayoritariamente por aplicar las 11 recomendaciones de divulgación del TCFD, que abarcan cuatro pilares: gobernanza, estrategia, gestión de riesgos y parámetros y objetivos. Las recomendaciones de la TCFD, de 2017, fueron incorporadas ese mismo año por la UE en su reglamento de divulgación empresarial de información no financiera.

Consciente de que el grado de exigencia al respecto no deja de aumentar, la UE publicó después el reglamento de 2019 para los gestores de activos y, el pasado 21 de abril, una nueva propuesta de directiva (de Información sobre Sostenibilidad Corporativa) que busca extender las obligaciones de divulgación de información no financiera a todas las empresas cotizadas y a que esa información sea auditada.

Según el mandato de Bruselas, el EFRAG –el Grupo Consultivo Europeo– debe desarrollar un primer conjunto de normas técnicas antes de octubre de 2022. Y esas normas "deberían tener como objetivo incorporar los elementos esenciales de las normas mundialmente aceptadas actualmente en desarrollo". Esas en las que actualmente trabajan la IFRS Fundation e IOSCO.

fondos– y, del otro, las políticas y las concretas medidas que ese emisor o ese gestor de fondos tienen respecto a las denominadas cuestiones ESG?.

Los dos informes publicados por IOSCO dejan ver a las claras la necesidad de acabar con esa sensación de engaño que cualquier inversor puede tener hoy, al comprender la magnitud del "greenwashing" que sufren los mercados. Según Morningstar, los activos ESG captaron 152.000 millones de dólares –el 88% del flujo de inversión– en el último trimestre de 2020, que asistió a la emisión de 196 ofertas de nuevos activos ESG. Bloomberg Intelligence asegura que los activos ESG superarán los $53 tn en 2025, cuando representarán más de un tercio del total. Otras fuentes, más estrictas, rebajan esas cifras. Según *Sebastian Zank, de Scope Rating* "en lo que va de año, las emisiones vinculadas a factores medioambientales, sociales y de gobernanza (ASG) representan alrededor del 18% del volumen, una proporción todavía modesta del mercado global, pero que duplica con creces el 8% de todas las emisiones de bonos corporativos no financieros que se emitieron en 2020 con una etiqueta verde, social y de sostenibilidad. Hay demanda y esperamos que el impulso continúe, y que a finales de 2021 la cuota de bonos vinculados a la ESG supere fácilmente el 25% del total".



Sin embargo, para alguien que conoce bien el negocio, el ex CIO de BlackRock, Tariq Fancy, "es todo marketing"; e insta a los reguladores a actuar. El problema es que aún no está lista la "caja de herramientas" y las métricas disponibles se limitan a unos pocos temas seleccionados: métricas de gases de efecto invernadero, métricas para la gestión de la energía, los residuos y el agua, estadísticas de empleo… Y tanto emisores como gestores de activos han utilizado, hasta ahora, los que les parecían más convenientes para obtener un buen retrato. Una debilidad de los reportes, incluso en los casos de aquellos emisores que han ido por delante en este camino, los Air Liquide, BASF, Imerys…

A la IFRS Foundation –que elaboró las NIIF– le piden los reguladores varias mejoras en el prototipo presentado, incluida la de "el marco conceptual que vincula los informes de sostenibilidad con los estados financieros".

Así que el pasado 5 de junio, en su declaración final, el G7 declaraba la necesidad de disponer de "una norma global de referencia para la información sobre sostenibilidad, que las jurisdicciones puedan complementar". Una norma basada en la idea de "el clima primero" y en los principios del TCFD. Y expresaba su satisfacción por el programa de trabajo que desarrolla la Fundación IFRS, que con el apoyo de IOSCO espera tener operativa esa "norma global de referencia" en menos de un año, en junio de 2022.

¿Quién certifica al certificador?

Además de los principios del TCFD, la Fundación IFRS ha tenido en cuenta el prototipo de reporte planteado en diciembre del año pasado por "La Alianza" de organizaciones líderes en el reporte no financiero, que incluye el Climate Disclosure Standards Board (CDSB); la Global Reporting Initiative (GRI); el Consejo Internacional de Informes Integrados (IIRC), el Consejo de Normas de Contabilidad (IIRC) y el Consejo de Normas de Contabilidad de la Sostenibilidad (SASB). Pero aún pretende mejorar cuestiones tan esenciales como "el marco conceptual que vincula los informes de sostenibilidad con los estados financieros".

Cuando concluyan los trabajos y finalmente se disponga de un estándar internacional de reporte no financiero, tanto para los emisores de valores como para los gestores de activos, IOSCO aún deberá rematar la tarea en un tercer frente: poner orden en el universo de los calificadores ESG, creadores de índices ESG… Ya en 2005, con el primer número de Consejeros, abordamos el asunto en un amplio reportaje –"¿Quién le pone la etiqueta a los Fondos?"– que venía a explicar la proliferación de certificadores dispuestos a "aceptar pulpo como animal de compañía". Es este un universo ya superpoblado y al que no dejan de llegar nuevos actores, para certificar, elaborar "ratings" y otorgar premios sobre cualesquiera de los factores inscribibles hoy en el apartado ESG, desde las emisiones de CO2 hasta la ética. Un magnífico negocio que sin duda debe ayudar a acelerar este proceso de des carbonización en el que ha tenido que embarcarse la economía mundial. ○

Ángel Martínez-Aldama
PRESIDENTE DE INVERCO

"Ahora, el activismo de las gestoras puede ser no tener activismo, y explicarlo"

La transposición de la directiva SRDII a España incluye nuevas obligaciones para la inversión colectiva local, poco posicionada en bolsa y menos acostumbrada aún a implicarse y a informar al partícipe sobre su política en las compañías en las que invierte.

TEXTO Fernando Rodriguez
FOTOS Jesús Umbría

La reciente transposición a España de la directiva SRDII de Fomento de la Inversión a Largo Plazo afecta a la inversión colectiva. ¿Qué aspectos le parecen más relevantes?

Para las gestoras hay dos obligaciones. En primer lugar, la exigencia de tener una política de implicación, con todas las derivadas que eso conlleva en cuanto a diálogos con las empresas, cómo se ejerce, transparencia sobre esa política de inversión en la página web y otras cuestiones. Y hay otras exigencias adicionales para las que están gestionando servicios para aseguradoras y fondos de pensiones de empleo. Tradicionalmente, en España, las gestoras ya tenían obligaciones en cuanto al ejercicio del derecho de voto a partir de cierto porcentaje de capital. Pero, en comparación con Europa, la inversión en renta variable de los fondos ha sido escasa y no hace más que reflejar las preferencias de los ahorradores, pues ésta también ha sido escasa. Aunque hemos transitado desde una industria prácticamente centrada en la renta fija hace 15 o

20 años a una industria donde hoy el 30% de los fondos están posicionados con algo de renta variable o mixta de renta variable. Eso, lógicamente, les da un cierto mayor protagonismo a las gestoras en cuanto invierten en el capital de las sociedades. Pero en el caso de España, como digo, este papel ha sido poco relevante. Primero, porque nuestros partícipes no han demandado productos de renta variable y, por lo tanto, el peso en el capital de las gestoras españolas no ha sido muy alto o, más bien, escaso. Y segundo, porque no tenemos un sector institucional como tienen Holanda, Suiza, Alemania, Países Bajos, Inglaterra o Países Nórdicos, ya sea en el ámbito asegurador, ya sea en grandes fondos de pensiones. En definitiva, sí que hay un cambio sustancial y es que ahora la gestora tiene que tener una política de implicación, donde prima el principio de cumplir o explicar. Tu política de implicación puede ser perfectamente no implicarte, pero tienes que explicar por qué no lo haces.

De modo que una gestora puede no ser activa en las compañías en las que invierte.
Bueno, de alguna manera, tu activismo en ese caso es no tener activismo.

¿Esa es la postura más general en España? Algunos asesores de voto a veces señalan que el activísimo es escaso aquí respecto a otros países donde hay más intensidad.
Eso es verdad y enlaza con lo que decía. En España tenemos 118.000 millones en fondos de pensiones, un 9% del PIB, cuando la media en la OCDE tiene el 36%. Entonces, ha habido poco activismo, no ha habido esa cultura, porque no ha habido ese desarrollo o ese peso del sector institucional. Porque el activismo viene de los inversores institucionales, que son los que demandan mejor gestión en las empresas en las que invierten.

¿Habrá ahora más activismo de la inversión colectiva española?
Creo que sí. Que esta es una tendencia. Claramente, la directiva comunitaria va a subir el estándar que había hasta ahora. También tienes la capacidad de delegar estas tareas en un asesor de voto, que es otra novedad que introduce nuestra normativa, y creo que la industria va a tener un desarrollo en este segmento. Ojalá españolicemos un poco este sector, por ejemplo, en el campo de los asesores de voto, dominado por las grandes entidades, que está bien que existan...

Según la nueva normativa de capitales, los fondos pueden delegar en un asesor de voto y creo que la industria va a tener un desarrollo en este segmento

El mercado de capitales español todavía tiene sus particularidades locales.
Los grandes asesores de voto controlan un universo de entre 200 y 500 empresas en todo el mundo, pero también las entidades locales tienen capacidad de llegar a segmentos quizá no tan rentables para ellos. Esa experiencia suya puede ser buena para las empresas cotizadas que no están en el Ibex, para el resto del Mercado Continuo.

Los grandes asesores de voto también prestan servicios de consultoría a las empresas sobre las que emiten recomendaciones.
Es verdad. Los poderes públicos tienen que vigilar los conflictos de interés en la consultoría y el asesoramiento. Ya pasó con las agencias de rating. Es bueno que haya claridad, no tanto ausencia de conflictos de interés, porque yo creo que todo el mundo... Como dicen los ingleses, 'we are conflicted'. Pero hay que dar transparencia a esos conflictos y a los procedimientos que cada uno establece para manejarlos.

¿Cuánto más activos sean los inversores institucionales más lo serán las gestoras?
Cuando gestionen más volumen tendrán más capacidad de ser más activos. Lamentablemente, no tenemos grandes transatlánticos en la gestión, ni comparándonos a nivel europeo. Y la política de implicación, siquiera delegada, supone un coste. A lo mejor el peso de tu fondo en renta variable, o en las compañías en las que inviertes, es tan mínimo que tu política de implicación es 'no me puedo implicar'.

¿Hay presión de los partícipes para que haya más activismo en las gestoras en España?
Nosotros lo que hemos notado es que hay más presión de los inversores institucionales. Como gestora, cuando tienes un mandato de un institucional para gestionar su cartera de renta variable, hay más presión.

O sea, que hay más presión de los institucionales dentro de las gestoras, que de los minoristas.
Absolutamente.

¿El ritmo al que aumente en España la política de implicación de la industria de la inversión colectiva va a depender entonces del ritmo que imponga el inversor institucional?
Sí. Como en muchas otras cosas, 'Spain is different', y el peso de nuestros partícipes minoristas es más o menos del 75-80% frente al porcentaje de institucionales, que es el resto. Pero la media en Europa es justamente la inversa; en las gestoras francesas, alemanas y suizas, el 80% de sus clientes son institucionales. No podemos compararnos con ellos. La presión que tienes de tus inversores institucionales para que gestiones de una determinada manera es muy distinta de la que tienes de los minoristas. Otra cosa es que tú, voluntariamente o porque la norma te establece un suelo, asumas unos parámetros, unos estándares. Lo que no podemos pretender es pasar del cero al infinito. Los procesos requieren un tránsito, un cambio, una adaptación. Lo que sí vemos claramente es que estamos ya en una sociedad donde la exigencia de transparencia, de principios, de estándares, ya sea por la vía voluntaria, ya sea por la vía legislativa, nos están llevando claramente a unos mayores compromisos de las entidades intermediarias, en este caso gestoras del dinero, por cuenta de sus partícipes. En Inverco trabajamos para que las normas sean claras y que se traspongan con un calendario lógico. A veces se establecen obligaciones cuando todavía no se han regulado las normas, y eso no es bueno para las entidades, ni, sobre todo, para los partícipes.

Los gestores tienen la obligación de informar sobre compromisos y exigencias en sostenibilidad cuando las empresas no disponen de esa información

¿Qué papel puede jugar el código de 'stewardship' que está desarrollando la CNMV para todas estas cuestiones?
Los códigos están bien cuando no hay obligaciones. En España, al final, por la vía de "cumplir o explicar", se han acabado por convertir en normas. Los códigos han sido el preludio de una norma. Creo que tampoco está mal que estas normas blandas vayan generando una especie de caldo de cultivo, de comportamientos, porque luego imponer todo esto de la noche al día no es fácil. En esto, como en todo, hay que hacer las cosas de una manera razonable. Por ejemplo, en ESG, no puedes pasar de ser una empresa que contamina al 100% al cero en el año que viene. Hay que ayudar a las empresas en la transición, porque hay modelos, hay industrias, que son contaminantes 'per se' y no pueden desaparecer de la noche a la mañana.

Algunas gestoras han indicado que no disponen muchas veces de la información de las empresas en que invierten sobre esos aspectos de ESG para poderlos transmitir a los inversores o para incluirlos en los folletos de los productos y los servicios.
Sin duda, este es uno de los retos con la famosa directiva de información no financiera. Mientras tanto, los gestores tienen la obligación de informar sobre cuáles son sus compromisos y sus exigencias en sostenibilidad, cuando las empresas o no disponen de esa información o solo están obligadas en una parte pequeña a facilitarla o esta información no fluye de manera estandarizada. A esto me refería cuando decía que a veces el calendario no está ordenado cronológicamente; los gestores no pueden decir cuánto de sostenibles son sus fondos si no tienen esa información de las empresas en las que invierten. Lo que estamos demandando es un "single acces point", para que a través de una página web esté toda la información disponible y exigible a las empresas en materia de sostenibilidad y en un formato estandarizado. Y claro, ya hay muchas empresas, muchas consultoras, muchas entidades, que lo que están viendo es que aquí hay un negocio. El negocio de los datos siempre ha existido, cada vez más, y lo que queremos evitar es que, teniendo en cuenta que hay una serie de exigencias en materia de sostenibilidad, esto no se convierta en un negocio que vayan a pagar al final los partícipes. A nivel europeo, la industria de inversión colectiva ya ha dado un aviso a la Comisión Europea para que esto no sea así y exista ese punto de acceso único, donde toda esa información esté disponible.

¿Ese interés, en general, por las inversiones sostenibles puede también impulsar la inversión en bolsa?
La taxonomía europea va a venir bien para separar el grano de la paja. Es decir, el 'greenwashing'. Nosotros no hemos querido entrar en la dinámica de dar cifras de inversión ESG. Ahora hay muy pocos fondos que tengan entre sus objetivos las inversiones sostenibles o que las promuevan, que son las dos categorías que establece la legislación. Pero puedes invertir en una empresa que sea sostenible bien en su renta fija o en su renta variable. ○

Las Spacs inician la caza en Europa

La Spac, un vehículo financiero cotizado que funciona como una firma de capital-riesgo, ha llegado a España. Las 'start-up' nacionales Wallbox y Codere cotizan ya en el Nasdaq subidas en uno de ellos. Los promotores norteamericanos disponen de liquidez y prisas para colocarlas, pero el paraguas legal no está listo en nuestro país.

TEXTO **Fernando Rodriguez**

El despacho de Baker McKenzie en Madrid ha sido una de las paradas de las Spacs norteamericanas en su búsqueda de objetivos de inversión en Europa. "Un 'sponsor' que nos visitó quería montar 5 Spacs a las vez, aunque con una sola que le funcione ya le saldría rentable para los inversores. Las Spacs tienen una presión importante, porque normalmente tienen entre 18 y 24 meses para invertir el dinero de su constitución, a riesgo de tenerlo que devolver al 'partícipe' y asumir los gastos de constitución y funcionamiento", comenta Enrique Valera, socio de esta firma legal en el área de M&A y Mercado de Capitales. "Su target es el mismo que el de algunas firmas de 'Private Equity', es decir, compañías super 'high growth', en busca de financiación, con un producto bueno y en un sector en boga como el de las renovables. En España ya hay fondos senior poniendo en contacto a empresas con Spacs", añade.

Ya ha habido dos compañías nacionales con prisas que se han dejado absorber por Spacs que cotizan en el Nasdaq norteamericano: la start-up que hace enchufes para vehículos eléctricos Wallbox y la compañía de apuestas Codere que han accedido al olimpo de Wall Street con valoraciones bursátiles que producen cierto vértigo. Pere Kirchner, socio de Cuatrecasas, ha participado en la operación de Wallbox. "El de las Spacs es un 'boom' de hace año y medio que ha aterrizado con fuerza en Europa, ya que han acumulado una cantidad de dinero muy importante para invertir y en el mercado norteamericano escasean los objetivos", dice. Para este experto, las ventajas de este tipo de estructuras para las empresas son que "representan una vía más fácil y rápida para salir a bolsa y que permiten fijar mejor y de antemano el valor de una compañía antes de que salga al mercado."

Los 'sponsors' o promotores norteamericanos ya buscan en España y el resto de Europa donde colocar a corto plazo 150.000 millones de dólares de liquidez

Con una burbuja de por medio

Para Javier Amo, director del Máster en Bolsa y Mercados Financieros del IEB, la Spac es "un instrumento fenomenal de las bolsas para competir con el capital-riesgo y una herramienta interesante, como cuando aparecieron las socimis." Algunos expertos consideran que es un producto de mucho riesgo para el pequeño inversor, pero Amo discrepa: "la legislación española protege mucho al minorista, y lo peor que puede pasarle es que le devuelvan el dinero si no hay inversiones transcurrido el plazo para hacerlas."

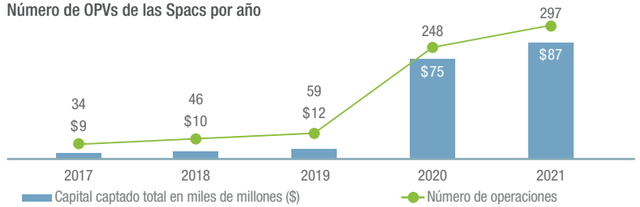
Las Spacs viven un momento cercano a la burbuja y el regulador norteamericano –la SEC– mira de reojo qué hacen y qué piensan hacer los 'sponsors' para colocar a corto plazo los 150.000 millones de dólares que se estima que el sector tiene pendientes de destino. "Es un elemento de innovación y esto siempre es bienvenido, pero siempre que no genere inestabilidad financiera como ocurrió con las SPVs que originaron la crisis financiera de 2008", advierte Javier Méndez, secretario general de la Fundación de Estudios Financieros-IEF.

Holanda y Luxemburgo, con regulaciones legales más laxas para un modelo como el de las Spacs, han sido los países europeos más rápidos en desarrollar esta figura financiera. Para España será diferente. "La introducción de las Spacs en España y parte del resto de Europa va a ser bastante compleja porque, para que funcione el esquema, tienes que copiar el modelo norteamericano y la regulación en materia de sociedades y de mercado de capitales no es tan flexible aquí", apunta Enrique Carretero, socio de Baker McKenzie Madrid. En efecto, el futuro marco legal de este nuevo instrumento financiero en España, que forma parte del paquete legislativo ahora en tramitación para configurar la nueva Ley del Mercado de Valores que sustituirá a la vieja norma de 1989, ha aflorado no pocas cuestiones peliagudas en el periodo de consulta pública. El derecho de separación del inversor, la normativa sobre Opas o la fiscalidad son algunos de los temas que necesitarán una revisión legal, tanto para la propia figura de la Spac como para el estatus de las compañías adquiridas o integradas por este vehículo inversor, en la medida en que estas pasan al ámbito de la sociedad cotizada.

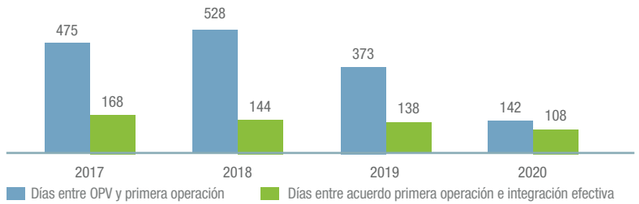
En todo caso, como señala Pere Kirchner, de Cuatrecasas, España debe contar con este instrumento porque "a nivel europeo, hay jurisdicciones que se están posicionado muy rápido. No es recomendable inventar y hay experiencias de las que copiar las cosas buenas, incluyendo el modelo norteamericano." ○

El mercado de las Spacs

Número de OPVs de las Spacs por año



Media de días trancurridos dede la OPV hasta la primera operación



Fuente: Deal Point Data y PrivateRaise. Datos a 9 de abril de 2021.

UN MERCADO BURBUJEANTE

El mercado de las Spacs registró en Estados Unidos 297 salidas a bolsa de vehículos de inversión en el primer trimestre de este año, captando 87.000 millones de dólares –casi 78.000 millones de euros–. Esta cifra supera con creces las 248 OPVs del sector en 2020, que movilizaron 75.000 millones de dólares en capital, una cifra que multiplicó por 6 veces la de un año antes.

Las Spacs consumen cada vez menos tiempo entre la constitución del vehículo y el primer acuerdo de compra y también en lo que tardan en integrar operativamente la primera compañía en su cartera de inversión. En 2020, tardaron 142 días desde la constitución de la spac a la firma del primer `deal´ y 108 días más para completar efectivamente esta primera operación. Casi la mitad de tiempo que un año antes.

EL "SAY ON CLIMATE" SE ABRE PASO EN LAS JUNTAS EN EUROPA

Aena, Ferrovial e Iberdrola se han situado entre la decena de compañías europeas pioneras en presentar a la aprobación de sus juntas de accionistas de 2021 resoluciones sobre diferentes aspectos de sus políticas climáticas. Pero algunos inversores y 'proxys'no son favorables a estas iniciativas.

CARLOS SÁEZ GALLEGO
Country Head of Spain.
Georgeson

El cambio climático se ha convertido en uno de los hot topics en la temporada de Juntas del año 2021. Existe un consenso generalizado entre la comunidad de los grandes inversores institucionales en que el cambio climático tendrá un impacto directo no sólo en el medio ambiente si no en los mercados financieros mundiales. En este sentido se han declarado inversores como Amundi,Blackrock, State Street, Vanguard o The Children's Investment Fund Foundation (TCI), entre otros, anticipando lo que veremos en las próximas temporadas de Juntas en relación a las propuestas relativas a Cambio Climático que se someterán a aprobación en las juntas de accionistas de todo el mundo.

Un nuevo movimiento denominado "Say on Climate", que guarda algunas similitudes con el "Say on Pay", ha llegado para quedarse, y promete añadir más presión a las compañías. Las votaciones de "Say on Climate" tienen un potencial similar al de las de "Say on Pay" ya que, si los accionistas votan con frecuencia sobre propuestas climáticas, ello acabará por desencadenar mejores prácticas y más transparencia y rendición de cuentas sobre los planes climáticos de las empresas. En este sentido, un número creciente de inversores está integrando la sostenibilidad en sus estrategias de inversión bajo la premisa de que el cambio climático presenta elevados riesgos financieros para las compañías si estos no se gestionan de manera adecuada. Sin embargo, aunque es evidente que la iniciativa "Say on Climate", puede mejorar la rendición de cuentas de una empresa sobre el cambio climático, no todo el mundo está a favor de este nuevo tipo de votaciones. Algunos inversores y proxy advisors alegan que estas votaciones impiden que los directivos introduzcan más cambios en materia climática cuando son necesarios, o incluso que los accionistas serán responsables del cambio climático si aprueban este tipo de planes.

En general, los inversores que apoyan estas propuestas consideran que estas deben satisfacer una serie de criterios, como por ejemplo, si la empresa se ha fijado un objetivo de cero emisiones netas y si ha presentado planes para lograrlo estableciendo objetivos concretos. Asimismo, algunos inversores exigen que la propuesta se base en un análisis de escenarios armonizado por ejemplo con el Acuerdo de París y que se comuniquen los avances logrados conforme al marco del Grupo de Trabajo sobre Divulgación de Información Financiera relacionada con el Clima (TCFD).

Aena, en vanguardia del "Say on Climate"

Las propuestas de "Say on Climate" se presentaron por primera vez a nivel europeo en el Junta Ordinaria de Accionistas 2020 de Aena, convirtiéndose en la primera empresa comprometida con incluir la aprobación de su estrategia climática en el orden del día de su Junta General de Accionistas. Este movimiento había sido impulsado por The Children's Investment Fund Foundation (TCI), que posee alrededor del 4% de la compañía. El fondo de Christopher Hohn presentó dos resoluciones la Junta de Accionistas del año 2020 para solicitar cambios en el plan climático de Aena así como la introducción de una votación consultiva anual sobre este asunto. A pesar de la inicial oposición de la empresa, la dirección de la compañía planteó finalmente cumplir con una propuesta que solicite la "aprobación, en su caso, de los principios para la acción contra el cambio climático y la gobernanza ambiental". La propuesta fue apoyada por TCI y la junta dio luz verde a la misma. Maurici Lucena, presidente y consejero delegado de Aena más tarde dio la bienvenida a los resultados de la Junta y agradeció a Christopher Hohn el estímulo que dio a la empresa durante los meses de la pandemia. En 2021, Aena presentó un voto consultivo sobre el Plan de Acción Climática que recibió un apoyo del 95,6%.

Siguiendo el hito marcado por Aena, desde principios de año hemos sido testigos de la proliferación de propuestas de "Say on Climate" en las agendas de las juntas de accionistas europeas. En general, parece que las juntas de accionistas se inclinan más a presentar de manera proactiva tal voto a los accionistas que a recibir una propuesta externa de ellos.

En Europa, más de diez empresas han presentado resoluciones de asesoramiento promovidas por el consejo sobre sus divulgaciones y planes de acción en materia de cambio climático en sus Juntas Generales del año 2021. Desde el mes de enero de este año, todas las resoluciones han sido aprobadas con un apoyo promedio del 96%. Hasta la fecha en Europa, todos los votos de "Say on Climate" se han limitado a propuestas de gestión. Por otro lado, se han presentado otras cinco propuestas relacionadas con el clima promovidas por accionistas que obtuvieron más del 5% de apoyo. Una resolución propuesta por Akademiker Pension y LD Fonde en DSV Panalpina, la cual se aprobó con el 98,75% de los votos; en este caso, la junta apoyó públicamente la propuesta en convocatoria de la Junta. Las cuatro propuestas restantes no fueron aprobadas: entre ellas, encontramos tres resoluciones presentadas por el activista climático "Follow This" (en Equinor, BP y Royal Dutch Shell), y una resolución presentada en la Junta General de Barclays por un grupo de accionistas coordinado por "Market Forces".

De las juntas a la Ley

La primera votación de "Say on Climate" promovida por el Consejo de Administración en una Junta de Accionista en España fue Ferrovial. En este caso, TCI es también uno de los accionistas de referencia en esta compañía. En la Junta se sometió a aprobación con voto consultivo la estrategia climática y el informe de emisiones de gases de efecto invernadero. La compañía recibió un respaldo de más del 96% en ambas resoluciones a pesar de las recomendaciones en contra y abstenciones del proxy advisor Glass Lewis en estos dos puntos del orden del día. Iberdrola ha sido otra de las compañías del Ibex35 que ha sometido a votación consultiva una propuesta relativa a cambio climático. Más concretamente, la compañía sometió a aprobación su política de acción climática, establece el objetivo a largo plazo de neutralidad en emisiones de gases de efecto invernadero, así como los grandes principios y posicionamientos de la Sociedad en esta materia. Esta propuesta recibió el apoyo del 99,97% del capital que votó en la Junta General de Accionistas del pasado 18 de junio.

> Algunos inversores y 'proxy' advisors alegan que las propuestas de 'Say on Climate' impiden que los directivos introduzcan más cambios en materia climática, cuando son necesarios.

Por último, la presión ejercida por los inversores institucionales en relación a una mayor transparencia y rendición de cuentas en materia de cambio climático se va a ver trasladada también en el ámbito regulatorio en los próximos años en nuestro país. Así, la recientemente aprobada Ley de Cambio Climático y Transición Energética en España, cuyo objetivo es ayudar a España a cumplir con sus compromisos internacionales en la lucha contra el cambio climático para alcanzar antes de 2050 la denominada neutralidad climática, traerá consigo algunas obligaciones en materia de reporting de información en esta materia. La más importante será que las grandes empresas —el Gobierno definirá en un plazo de un año qué tipo de compañías deberán hacerlo— deberán realizar un cálculo de las emisiones que genera su actividad, y tendrán que elaborar y publicar un plan de reducción de emisiones de gases de efecto invernadero con objetivos cada cinco años. ○

ANÁLISIS

La Sociedad Cotizada en la reforma en curso de la legislación societaria y del mercado de valores

El autor propone que la supervisión de los mercados se extienda ahora desde el buen gobierno corporativo de las sociedades al buen gobierno de la inversión institucional y sus grandes gestoras de activos, creando "un nuevo marco normativo y de recomendaciones que permita establecer una base sobre la que impulsar y supervisar la gobenanza de la inversión institucional."

TEXTO ALBERTO ALONSO UREBA

Catedrático de Derecho Mercantil
Miembro Nato de la Comisión General de Codificación
del Ministerio de Justicia

El desarrollo de los mercados de capitales de la mano de la inversión institucional como factor de transformación radical de la estructura accionarial de las grandes sociedades cotizadas.

- En distintos trabajos publicados en estos últimos años me he pronunciado reiteradamente sobre la necesidad de contemplar la sociedad anónima cotizada como un tipo nuevo y específico de sociedad cuyo contorno emerge ligado a la profunda transformación y desarrollo en estas últimas décadas de los mercados de capitales como consecuencia de los procesos de privatización de las grandes empresas públicas europeas a finales del XX y unido a ello, el desarrollo de una nueva industria financiera a través de los inversores institucionales que sustituirán progresivamente al accionista tradicional (profesionales, grupos familiares, banca industrial…), dando lugar a una transformación esencial de la estructura accionarial de las sociedades cotizadas. Los mercados de capitales se globalizan de la mano de la inversión institucional transfronteriza, se multiplica la cadena de intermediaros financieros entre el inversor último y el titular formal de la posición de socio, introduciéndose además por las instituciones de inversión colectiva una gestión de las carteras de valores en renta variable a través de las llamadas sociedades gestoras de activos, centradas esencialmente en la rentabilidad, comúnmente a corto plazo, como factor cuasi exclusivo para decidir la inversión o desinversión.

  En este nuevo contexto, la gran anónima cotizada, como expresión de un conglomerado de distintas actividades empresariales bajo una estructura de grupo multijurisdiccional y comúnmente descentralizado, se singulariza por su especial vinculación y dependencia de los mercados de capitales, lo que hemos identificado como su «bursatilidad», factor determinante de las especialidades de su régimen jurídico, las cuales encuentran acomodo en sedes o fuentes normativas de naturaleza aparentemente diversa, como sucede con la legislación societaria y la del mercado de valores.

- Esta relevancia de los mercados de capitales para la estabilidad económica y financiera y, por tanto, la existencia de un interés público en la «eficiencia» de los mismos, dará lugar a una nueva normativa calificada «de los mercados de valores», cuyo exponente en nuestro país ha sido la Ley del Mercado de Valores (LMV) de 1988 que continúa su desarrollo y adaptación a través, entre otras disposiciones, de la Ley 35/2003 de instituciones de inversión colectiva, la Ley 22/2014, por la que se regulan las entidades de capital riesgo, el texto refundido de la LMV de 2015, la reforma parcial del mismo de 2021 a través de la Ley 5/2021 y ahora, la **transformación en curso de la LMV en una Ley Marco con desarrollos en distintos Decretos Ley a partir del Anteproyecto de Ley del Mercado de Valores y de los Servicios de Inversión** por el que se trasponen distintas Directivas comunitarias, que se ha sometido a información pública hasta el pasado 25 de mayo de 2021.

  Esta legislación del mercado de valores, dentro de su pluridisciplinariedad (organización de los mercados, supervisión de los operadores, régimen sancionador…), responde también en parte muy esencial a una política jurídica que no es extrasocietaria por referencia a los mercados, sino plenamente societaria, si bien **contemplando a la sociedad no como asociación sino como «emisora de valores» y a los accionistas no como socios sino como «inversores», concurriendo una y otros en unos mercados organizados/supervisados**.

Una reforma de la legislación del mercado de valores basada en la normativa de la Unión Europea y orientada esencialmente a la eficiencia y desarrollo de los mercados financieros.

- No es objeto de esta breve reflexión hacer un resumen de los distintos temas que aborda el Anteproyecto trasponiendo a nuestro ordenamiento distintas Directivas comunitarias y transformando la LMV en una Ley Marco de Valores, cuyo desarrollo corresponde a los tres proyectos de Decretos Ley que, a su vez, tendrán su posterior desarrollo reglamentario. Sí lo es, en cambio, resaltar la orientación de la reforma, lógica en cualquier caso y propiciada desde la Unión Europea, no siendo otra que el desarrollo de los mercados de capitales sin detrimento de la seguridad jurídica y la protección de los consumidores de productos financieros. **Trasparencia y eficiencia son** en este contexto **los principios en los que se inspira la política jurídica en materia de mercado de valores**, persiguiendo impulsar el traspaso de los recursos/ahorro financieros a los distintos sectores económicos, abriendo además los mercados de capitales al exterior dada la integración a nivel internacional de los flujos financieros y comerciales, **jugando los organismos supervisores**, nuestra CNMV, **la función esencial de proteger a los inversores en cuanto consumidores de productos financieros**.

  La transposición de las Directivas comunitarias al derecho español a través del Anteproyecto se enmarca, a su vez, en el *Plan de Acción de la Comisión sobre una Unión de los Mercados de Capitales para las personas y las empresas* presentado en septiembre de 2020 en el ámbito de las instituciones Europeas.

- Sin ánimo de ser exhaustivo y haciendo un recorrido por el Anteproyecto y los tres proyectos de Decretos Ley, cabría destacar las siguientes materias: **se recoge en un único texto normativo el régimen aplicable a las entidades que prestan servicios de inversión** (empresas de servicios de inversión y sus agentes, entidades de crédito y sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva), **flexibilizándose el régimen de supervisión** sobre las mismas **en función de sus niveles de activos**, potenciándose de esta manera la competitividad de las estructuras de mercado sin merma del necesario marco de transparencia y protección del inversor en los mercados de instrumentos financieros conforme al espíritu de la MiFID II; **se agilizan los procedimientos de emisión de valores de renta fija** eliminándose alguna de las obligaciones de información que se aplican a los participantes en los procesos de compensación y liquidación de valores, reduciéndose la carga regulatoria y facilitándose así este mecanismo de financiación empresarial; **se simplifica también el régimen de las infraestructuras de post-contratación** y, en particular, de las entidades de contrapartida central y de los depositarios centrales de valores; y **se modifican ciertos límites respecto de la posición de derivados** con la finalidad de estimular la competitividad de dichos mercados en Europa.

  En otros ámbitos, a través de modificaciones puntuales, **se adapta la normativa española a la comunitaria sobre el régimen del folleto** en los supuestos de oferta pública o admisión de cotización de valores en un mercado regulado elevando el importe de las ofertas a partir del cual es obligatorio la elaboración y publicación del folleto, **adaptándose igualmente el régimen de titulizaciones**. Asimismo, se aborda el régimen de **autorización y supervisión de determinados proveedores de servicios de suministro de datos**. Y a su vez, y esto sí tiene mayor significación y debe ser objeto de un análisis específico, **se pretende simplificar el régimen sancionador** de los operadores en los mercados de valores si bien, tras una primera y rápida lectura, con cierta inseguridad en la medida que se producen remisiones a otras normas para la tipificación de las conductas infractoras con sus correspondientes sanciones.

Conexiones entre la reforma de la normativa del mercado de valores y la societaria desde la perspectiva de la eficiencia de los mercados.

- Prescindiendo de los aspectos jurídicos y desde una perspectiva estrictamente de mercados, considero conveniente llamar la atención en particular sobre dos temas respecto de los que se pone de manifiesto la necesidad de coordinar la reforma en curso del mercado de valores y la reforma cuasi en paralelo de la legislación societaria en lo que afecta a las sociedades anónimas cotizadas.

  – En primer lugar, **la traslación a los mercados de valores de la tecnología de registro distribuido (DLT), base del blockchain**, que permite guardar información de forma descentralizada, **de manera que puedan emitirse valores negociables**, contratos de opciones, futuros o permutas, acciones o participaciones en instituciones de inversión colectiva, **utilizando dicha tecnología**, **lo que permitirá** un ahorro de costes, el desarrollo de nuevos productos y, muy especialmente, **la eliminación en gran parte de la cadena de intermediarios o terceras partes que en la actualidad están detrás de estos valores**. En definitiva, se trata de que las Empresas de Servicios de Inversión (ESIs), Centros de Negociación como los Mercados Regulados, los Sistemas Multilaterales de Negociación (SMN) y los Sistemas Organizados de Contratación (SOC) puedan acudir a esta tecnología emitiendo y gestionando valores e instrumentos financieros configurados como Tokens.

  En el ámbito de la sociedad cotizada ello significará que los Tokens puedan pasar a ser el correlativo digital de la actual acción representada en anotaciones en cuenta y, en la medida que incorporen la posición de socio y por tanto el ejercicio del derecho de voto, **se facilitará el ejercicio directo del voto por el inversor último (beneficial owner)** evitando las actuales cadenas de delegaciones/intermediarios.

  Este aspecto esencial de la reforma del mercado de valores que implica un **cambio en el concepto mismo de instrumento financiero**, se vincula a los dos proyectos europeos en materia de estrategia financiera que se desarrollarán a través de los correspondientes reglamentos sobre la normativa de mercados de criptoactivos (MICA) y sobre el régimen temporal de infraestruc-

turas de mercado basadas en la tecnología de registro distribuido, **conjunto normativo que en última instancia persigue la organización de un mercado secundario de activos financieros tokenizados**, pretendiéndose el desarrollo de las infraestructura DLT en el área de contratación y postcontratación de valores. En el fondo esta reforma, desde la perspectiva del desarrollo de los mercados, lo que pretende es facilitar la internacionalización de los mismos, sin bien la cuestión es como compatibilizar esta tecnología al servicio de las finanzas con la sociedad anónima como estructura asociativa: ¿permitirá realmente esta tokenización avanzar en la identificación de los accionistas y, por tanto, en las relaciones entre la sociedad y los mismos como factor de buen gobierno?.

– Y en segundo lugar, **la reforma introduce en la Ley de Sociedades de Capital las denominadas sociedades cotizadas con propósito para la adquisición (SPAC** por sus siglas en inglés). Estas consisten esencialmente en la constitución de una sociedad cotizada que capta inversiones y cuyo objeto social exclusivo es la identificación de una sociedad, generalmente no cotizada y con alto potencial de crecimiento, en un plazo de tiempo determinado y a la que finalmente adquiere mediante una fusión por absorción, presentándose esta figura como una alternativa a la salida a bolsa tradicional.

Constituye un aspecto esencial del régimen de las SPAC, como mecanismo de protección de los inversores (accionistas minoritarios), la obligatoriedad de incorporar alguno de los siguientes mecanismos de reembolso de los accionistas: (i) introducción de un derecho estatutario de separación una vez anunciada la adquisición o fusión proyectada; o (ii) la emisión de acciones rescatables, estableciéndose determinados niveles de protección respecto del valor de reembolso del inversor, previéndose además la posibilidad de que la SPAC reduzca su capital mediante la adquisición de acciones propias como mecanismo de reembolso. Adquiere en todo caso especial relevancia en las SPAC la figura del promotor/fundador como encargado de localizar el objetivo de compra/fusión y de proponerlo a la junta de accionistas para su aprobación.

Partiendo del contexto de estímulos de los bancos centrales, la reducida rentabilidad de la inversión en renta fija y la avidez de los inversores por opciones de alta rentabilidad en el corto plazo, las SPAC se ofrecen como una sociedad vacía, pero con relevantes recursos financieros, a la que se facilita la salida a bolsa para atraer inversores, tanto particulares como institucionales, siendo en el fondo un instrumento de capital riesgo pero con la liquidez inmediata de la bolsa.

Se trata de **otra oportunidad más para que los inversores institucionales y sus gestores de activos se incorporen al proyecto de inversión; en definitiva, otra opción para las grandes gestoras de fondos.** De nuevo aflora la prevalencia de lo financiero pues estamos ante salidas a bolsa en blanco, ciegas, sin proyecto empresarial concreto como subyacente, de forma que lo que prima frente a otros intereses es el criterio de rentabilidad seudoasegurada a través de los compromisos de reembolso a los inversores.

Una encrucijada entre la maximización a corto plazo del beneficio de los inversores institucionales (eficiencia económica) y la sostenibilidad social y económica de la gran empresa a largo plazo (eficiencia institucional).

- **El Anteproyecto** de reforma de la legislación del mercado de valores **ha ido precedido de la Ley 5/2021, que reforma la Ley de Sociedades de Capital e introduce también algunas novedades en el todavía vigente texto refundido de la LMV de 2015**, en ambos casos con origen en la Directiva comunitaria 2017/828, de fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas.

La cuestión en la que pretendo centrar estas líneas es, **dentro de este vaivén legislativo, dónde queda la sociedad cotizada, no como mera emisora de valores** con un accionariado cada vez más reducido en torno a los grandes inversores institucionales con sus gestoras de activos, **sino como empresa de relevancia institucional en el marco de una economía social de mercado sobre la que se vertebró la reconstrucción político-social de la Europa de mitad del siglo XX**.

Los mercados financieros, hoy controlados en gran parte por la inversión institucional internacional y transfronteriza, **han ido introduciendo, al margen de los Parlamentos y por medio de ese instrumento sutil que son las llamadas recomendaciones de buen gobierno, una estructura de la dirección** de la sociedad cotizada **eficiente** y **transparente**, si bien **en el interés de los propios mercados** al que se subordina **la perspectiva institucional de la gran empresa por su relevancia social e incidencia en la misma de múltiples grupos de interés.**

La inversión colectiva cambia de manera sustancial el debate de la «vieja Europa humanista» sobre cómo construir una concepción del interés social en la gran sociedad anónima que integre el interés inversor de los accionistas con los demás intereses plurales presentes en la actividad empresarial, y lo hace también sutilmente a través de la teoría financiera del «shareholder value»**.** La nomenclatura es la misma, interés social como el interés común de los accionistas, pero su significado y alcance se tamiza a su paso por los mercados de capitales y los nuevos accionistas/inversores (los inversores institucionales con sus gestores de carteras de activos), de modo que su protección (vía maximización del valor económico de la empresa) pasa a ser el criterio de actuación de la dirección de la sociedad cotizada en el desarrollo de sus competencias.

El Código de Buen Gobierno (CBG) de 2006 en relación concretamente con los criterios de actuación del consejo de administración en la sociedad cotizada, establecía en su recomendación 7 que es función del consejo promover el interés social, guiándose al respecto por «*el interés de la compañía, entendido como hacer máximo, de forma sostenida, el valor económico de la empresa*», añadiendo en su exposición de motivos que dicha interpretación se considera «*la más adecuada para un ejercicio efectivo y preciso de responsabilidad y la que mejor responde a las expectativas de los inversores*», lo que además «*proporciona al consejo y a las instancias ejecutivas sujetas a su supervisión una directriz clara que facilita la adopción de decisiones y su evaluación*». Esta posición se mantiene en la revisión del CBG de 2015, reiterándose en el párrafo primero de la ahora recomendación 12 que el consejo en el desempeño de sus funciones «*se guíe por el interés social, entendido como la consecución de un negocio rentable y sostenible a largo plazo, que promueva su continuidad y la maximización del valor económico de la empresa*».

Pero **no parece que se trate de la maximización a largo plazo del valor económico de la empresa al servicio de esta como institución socioeconómica,** de modo que la dirección pueda adoptar estrategias basadas en los fundamentos, es decir, inversión en I+D, innovación tecnológica, diversificación de productos…, aspectos en los que emerge la dimensión social y comunitaria de la gran empresa. **Diversamente, se facilita una interpretación acorde con el interés de las grandes gestoras de activos de los inversores institucionales que,** desde estructuras opacas y anónimas, **requieren de una rentabilidad a corto plazo de sus inversiones, lo que opera como un condicionante real que limita la autonomía estratégica de la dirección de las sociedades cotizadas**. Así se hacía expreso en la propuesta de 2014 de revisión de la Directiva de 2007 sobre los derechos de los accionistas en sociedades cotizadas.

- **La cuestión actual no es el buen gobierno de las sociedades cotizadas** cuya mejora es progresiva y patente, **ni tampoco cómo implicar a los accionistas en la gestión** de las sociedades cotizadas, pues estos nuevos accionistas institucionales anónimos tienen poder para, desde los mercados y al margen de las juntas de accionistas, trasladar a la dirección de las sociedades sus propias estrategias de inversión y desinversión vestidas de rotación de activos, para atender así a sus exigencias de rentabilidad cortoplacistas.

Lo relevante y urgente ante esta realidad es cómo abordar el buen gobierno y transparencia de estos nuevos accionistas institucionales que mueven ingentes cantidades de capital desde estructuras internacionales muy poco transparentes. Se plantea en el fondo cómo proteger a la dirección de las empresas, de modo que pueda realmente desarrollar políticas y estrategias sostenibles conforme a una concepción plural del interés social sobre la base de la gran empresa como institución socioeconómica.

No cabe decir, como hace la antes referida recomendación 12 del CBG tras su revisión en 2015, que el consejo de administración en el desempeño de sus funciones **«***se guíe por el interés social, entendiendo como la consecución de un negocio rentable y sostenible a largo plazo***»**, si dentro de esa sostenibilidad se dejan fuera los distintos grupos de interés que son los que reclaman, como parte de la sociedad civil, una sostenibilidad real. De forma muy elocuente la referida recomendación 12 añade en su párrafo segundo que el consejo «*procurará conciliar el propio interés social con los legítimos intereses de sus empleados, sus proveedores, sus clientes y los de los restantes grupos de interés*», considerando así esos otros intereses como intereses de terceros ajenos al interés social, de manera que el consejo sólo podrá actuar conforme al interés de otros *stakeholders* cuando en el largo plazo (sostenibilidad) ello pueda considerarse beneficioso para los accionistas.

Desde esta perspectiva que proponemos, la supervisión de los mercados debería extenderse ahora desde el buen gobierno de las sociedades cotizadas al buen gobierno de la inversión institucional y sus grandes gestoras de activos. Pero para ello **hemos de crear un nuevo marco normativo y de recomendaciones que permita establecer una base sobre la que impulsar y supervisar la gobernanza de la inversión institucional.**

Los primeros pasos: desde la gobernanza de la sociedad al buen gobierno de los nuevos accionistas ligados a la inversión institucional.

- **Hasta ahora la legislación societaria y del mercado de valores han obviado el gobierno corporativo interno de la inversión institucional**. Desde la normativa del mercado de valores ha primado la perspectiva del desarrollo y eficiencia de los mercados de capitales y sobre esa base se ha construido una supervisión protectora del consumidor de productos financieros. A su vez, desde el ámbito societario ha primado la construcción y desarrollo de un buen gobierno corporativo centrado en la estructura, composición, funcionamiento y transparencia de los consejos en el cumplimiento de sus funciones, junto a una normativa que podríamos calificar de defensiva (regulación de los conflictos de interés respecto de accionistas y administradores, así como de personas vinculadas a los mismos, transparencia y control de las operaciones intragrupo…), obviándose las consecuencias que respecto de la estructura accionarial, el funcionamiento real de la junta, la relación entre accionistas y consejo/dirección… se derivan de la concentración de capital y la posición de influencia de la inversión institucional ejercida extrasocietariamente desde los mercados.

En este mismo ámbito se sitúan las recién introducidas acciones de doble voto por lealtad (*loyalty shares*) a través de la Ley 5/2021 que reforma la Ley de Sociedades de Capital. En muchas compañías españolas cotizadas grandes y medianas, para acometer una gestión sostenible sobre una base estratégica a largo plazo, resulta muy relevante poder contar con un núcleo de accionistas que, como contrapartida a su compromiso de dar estabilidad a su participación en la sociedad, obtengan un doble voto por lealtad. Máxime cuando, además, la introducción de esta figura está sujeta a mayorías cualificadas en junta general, de modo que todos los accionistas tendrán ocasión de valorarla y pronunciarse. En definitiva, son un instrumento al servicio de la sostenibilidad a largo plazo de las grandes y medianas corporaciones cotizadas frente al cortoplacismo de la inversión institucional. Estabilidad no significa, además, control, siendo preferible un grupo accionarial estable al inversor institucional siempre en línea de salida a la menor oportunidad de maximizar beneficios. El límite es que el voto doble no sea un mecanismo para conseguir el control; debe servir para fortalecer grupos accionariales independientes que no tengan el control pero den estabilidad y apoyo a una gestión sostenible de la sociedad. A este respecto, nuestra legislación societaria contempla la posibilidad de introducir estatutariamente la limitación del número máximo de votos que puede emitir un mismo accionista y su grupo, limitación que según la reforma de 2021 seguirá jugando aun cuando se introduzcan las *loyalty shares,* de modo que estas no puedan ser utilizadas como un instrumento encubierto que, al margen de la

aplicación en su caso del régimen de OPAs, permita abusivamente establecer una posición de control donde no la había. España se suma así al contexto europeo en el que numerosos países ya han regulado las *loyalty shares* -Francia, Italia, Países Bajos…-.

- Sin embargo, **ha sido la Unión Europea la que finalmente en su Directiva 2017/828** sobre implicación del accionista a largo plazo en las sociedades cotizadas, **aborda de manera directa aunque con un alcance aun muy limitado, la gobernanza de la inversión institucional y su brazo operativo que son las gestoras de activos**, **y** en relación con ello, **una primera regulación de los proxy advisors** (asesores de voto), una nueva industria cuyo origen y desarrollo ha estado de hecho muy vinculado al desarrollo de la inversión colectiva, en la medida que en la praxis han venido actuando de guía para el ejercicio del voto por las gestoras de activos de los grandes inversores institucionales. Su trasposición en España por la Ley 5/2021, ha supuesto la modificación de la Ley 35/2003 de instituciones de inversión colectiva (artículos 47 ter y quáter), de la Ley 22/2014 sobre entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y sus sociedades gestoras (artículo 67 bis y ter) y de la Ley del Mercado de valores (artículos 224 bis y 137 bis a 137 quinquies).

  En esencia se trata de **un primer paso cuya transcendencia real o fáctica va a depender del grado de exigencia y concreción con que el supervisor, la CNMV, exija la aplicación de esta nueva normativa.**

La política de implicación e información a los mercados de las empresas de servicios de inversión y las normas de transparencia en relación con los proxy advisors.

- **La Directiva 2017/828 incorporada a nuestro ordenamiento por la Ley 5/2021, exige a las empresas de servicios de inversión** (sociedades gestoras de las instituciones de inversión colectiva, gestoras de entidades de capital riesgo y entidades de crédito que presten servicios de inversión) **que elaboren y hagan pública una política de implicación** en la que se describa cómo integran su actuación como accionistas o gestores de los accionistas en su política de inversión, describiendo la forma en que llevarán a cabo el seguimiento de las sociedades cotizadas en las que invierten, con particular referencia a las cuestiones relacionadas con la estrategia, el rendimiento financiero y no financiero, los riesgos, la estructura de capital, el impacto social y medioambiental y el gobierno corporativo. Estas materias alcanzaron su primer eco en los ODS (Objetivos de Desarrollo Sostenible de Naciones Unidas) y dan ahora contenido a los criterios ESG (valoración de los riesgos Ambientales, Sociales y de Buen Gobierno), debiendo informarse en la política sobre, de un lado, de qué forma los procesos de inversión de dichas empresas tienen en cuenta esos valores/riesgos que se desarrollan en las directrices de la Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR) y, de otro, en qué medida sus portfolios están alineados a los referidos criterios de sostenibilidad.

  Además, en la política de implicación deberán describirse los mecanismos de interlocución con las sociedades cotizadas, cómo ejercen los derechos de voto y demás derechos del accionista (información, formulación de propuestas…), el grado de interlocución y cooperación con otros accionistas, la comunicación con otros grupos de interés y la manera en que abordan los conflictos de interés reales y potenciales en relación con su implicación en las sociedades cotizadas donde invierten.

- Si la existencia de una política de implicación comunicada a los mercados con el contenido referido es de por sí un compromiso relevante de transparencia con los inversores y mercados en general, **la nueva normativa exige además a las sociedades gestoras que con carácter anual informen también sobre cómo han aplicado su política de implicación, incluyendo una explicación del ejercicio de los derechos de accionistas y en particular sus derechos de voto,** debiendo hacer público el sentido de su voto en las juntas generales.

  Con carácter más restringido, en la medida que sólo resulta aplicable a las **sociedades gestoras de entidades aseguradoras o planes o fondos de pensiones de empleo** con los que hayan concluido acuerdos de gestión de activos, dichas gestoras deberán informar también anualmente de la forma en que la estrategia de inversión de las sociedades gestoras se ajusta a dichos acuerdos y contribuye al rendimiento a medio y largo plazo de los activos de dichas entidades o planes y fondos de pensiones.

- **La reforma se extiende también a los proxy advisors** surgidos en buena medida, como ya señalábamos, de la mano de las instituciones de inversión colectiva, lo que reconoce la propia reforma legal introducida por la Ley 5/2021, al exigir a las sociedades gestoras de activos que en su informe anual sobre la aplicación de sus políticas de implicación, pongan también en conocimiento de los mercados/inversores la forma y alcance en que han recurrido a los servicios de asesores de voto. Como un primer paso de transparencia de esta nueva industria, también de gran opacidad, se exige que elaboren y publiquen en su página web un código de conducta (explicando las causas cuando no cuenten con dicho código o se aparten de sus recomendaciones) y elaboren asimismo un informe anual en relación a sus métodos y modelos de investigación o análisis, las fuentes de información utilizadas, las políticas de voto que aplican, la política y gestión de conflictos de interés…, lo que igualmente deberán publicar en su página web.

- Como decíamos, la reforma que acabamos de esbozar representa un **primer paso que alcanza significación no tanto por el contenido o alcance real de la reforma sino por lo que «puede» implicar de comienzo de una nueva orientación de política jurídica hacia la gobernanza de la inversión colectiva y sus gestoras de activos** que han transformado radicalmente la estructura accionarial de las sociedades cotizadas, así como la distribución de poderes dentro de estas sociedades.

  A esta misma orientación responde la reforma de la Ley de Sociedades de Capital a través de la Ley 5/2021, ampliando el derecho de la sociedad a conocer la identidad de los accionistas, permitiendo llegar a través de la cadena de intermediarios financieros hasta el inversor o beneficiario último, estableciendo la posibilidad de cauces de comunicación entre estos y la sociedad y viceversa, en relación con el ejercicio de los derechos de socio.

  En definitiva, **no sólo interesa cómo actúan los grandes fondos y sus gestoras** en las sociedades en que invierten (política de implicación), aun siendo ello relevante, **sino también cómo se gobiernan estas instituciones de inversión colectiva y sus gestoras** (política de gobierno, estructura y composición de sus órganos, tipología de consejeros/directivos en función de la singularidad de las mismas, comisiones internas de supervisión, seguimiento de las relaciones con las gestoras, política de remuneración; mecanismos de captación de inversores; políticas internas de información a los beneficiarios últimos o beneficial owner…). Y quizás también a este respecto **podría comenzarse a andar desde recomendaciones de los órganos supervisores a nivel europeo**.

- **Surge por último la cuestión de si la ubicación de esta normativa, la ya aprobada y la que se encuentra en tramitación, debería estar en sede de la legislación societaria y no del mercado de valores**, como ha pasado con la normativa de transparencia y buen gobierno de las sociedades cotizadas que de residir en gran parte en la normativa de valores ha ido pasando progresivamente a la normativa societaria. Se trata de los nuevos accionistas predominantes, significativos y con poder o influencia en la gestión desde los mercados, lo que incide directamente en el estatuto (derechos y obligaciones) del accionista, el acceso a los consejos, el funcionamiento de la junta y el ejercicio de derechos en el marco de la misma, entre otros aspectos.

La reforma pendiente: hacia una concepción plural del interés social.

- Sin perjuicio de la confluencia de normas procedentes de distintos ámbitos, entre ellos el de mercados de valores**, resulta necesario dar un paso adelante desde la legislación societaria en relación con el buen gobierno de este nuevo accionista ligado a los grandes fondos y sus gestoras.**

  Es preciso dotar de un ámbito real de autonomía a la gestión en la sociedad cotizada, de modo que sin perjuicio de su responsabilidad y del control por los accionistas a través de la junta, pueda realmente desarrollar estrategias de gestión basadas en la sostenibilidad a largo plazo, ponderando al respecto no sólo la maximización del valor de la empresa para unos accionistas institucionales presionados por sus políticas de reinversión a corto plazo, sino insertando en el propio concepto de interés social a los distintos grupos de interés presentes en la actividad empresarial, de modo que los intereses de otros *stakeholders* dejen de ser intereses de terceros ajenos al interés social vinculado exclusivamente al accionista.

- **Desde una perspectiva jurídico-societaria es preciso abordar una reformulación del interés social y a partir de ello una revisión de la posición institucional de la administración/dirección y del propio estatuto de este nuevo accionista institucional**.

  El derecho de sociedades debe configurar las bases de este nuevo tipo societario, la empresa cotizada como expresión de los grandes conglomerados empresariales internacionales, contribuyendo equilibradamente a hacer realidad los objetivos sociales, éticos y de sostenibilidad presentes en la actividad económica empresarial, convirtiendo así el interés social en una cláusula general que vincule la gran sociedad cotizada a su entorno social desde la perspectiva de los intereses plurales en juego. Esta nueva concepción del interés social es la que debe jugar como criterio de medida respecto de la diligencia, discrecionalidad empresarial y lealtad de los administradores en el ejercicio de sus funciones. A partir de esta cláusula general del interés social en su concepción plural/institucional, deberán a su vez revisarse principios e institutos básicos de la anónima cotizada como forma de organización empresarial, lo que deberá incidir en distintos aspectos de su régimen, entre otros, la posición fiduciaria de los administradores, la propia composición y acceso al órgano de supervisión/administración, la posición del socio institucional (también fiduciaria), la representatividad de otros intereses en la estructura de gobierno de la sociedad, la incidencia de las estructuras de grupo…, situándose todo ello en un derecho privado de nuevo sentido vinculado al modelo abierto de Economía Social de Mercado definido en el constitucionalismo europeo actual.

- **Esta perspectiva institucional de la gran anónima cotizada respeta en todo caso la libertad de empresa en su triple dimensión** de libertad de acceso al mercado y de ejercicio o cese de la actividad empresarial, reconociéndose las competencias básicas de la junta de accionistas en cuanto a la estructura y organización económica de la sociedad, así como el aspecto de utilidad privada y poder de disposición conectado al derecho de propiedad (derecho al beneficio y cuota de liquidación, transmisibilidad de la acción, consecuencias patrimoniales del derecho de separación, e integración de la rentabilidad como interés de los accionistas en el interés de empresa). Se conserva además la funcionalidad del sistema competencial o de mercado al garantizarse la independencia de esas unidades económicas que son las empresas a través del concepto de interés de empresa, que si bien engloba otros intereses, también integra el de rentabilidad y productividad, y en última instancia la conservación de la empresa en el mercado como presupuesto para el logro de aquellas otras metas o intereses, sirviendo a este efecto la autonomía de la administración/dirección en el ejercicio de sus funciones como garantía de esa concepción plural del interés social como interés de empresa.

- **Sólo desde y en el ámbito de la Unión Europea y de una manera progresiva y medida en el tiempo y en las formas, puede abordarse una transformación progresiva del derecho de sociedades europeo en materia de sociedades cotizadas del calado que planteamos** en este análisis, siendo en última instancia el propio contexto socio económico y político el que determinará y condicionará los pasos a dar. No es una tarea que pueda abordarse desde los ordenamientos nacionales y el contexto debería o quizás podría ser el desarrollo de la dimensión social de la Unión Europea propuesta por el Comité Económico y Social Europeo en su Comunicación 772/2018 sobre el mercado único. Está en juego tras las dos crisis de principio de este siglo que han abierto grandes brechas de desigualdad, la credibilidad y confianza de la sociedad civil respecto de nuestro modelo económico y por tanto el reconocimiento de la legitimación social de la gran empresa cotizada actual. ○

Informes trimestrales: sin novedad en el frente

La opción de no publicar información financiera trimestral vigente desde abril de este año ha sido utilizada de manera minoritaria por las cotizadas, que han preferido mantener alto el perfil de comunicación hacia el mercado a ahorrar costes o tiempo.

TEXTO Fernando Rodriguez

El cese en abril de este año de la obligación de publicar información financiera al final de primer o el tercer trimestre –manteniéndose los informes semestral y anual– ha supuesto la homologación de la normativa española con la de los mercados de Francia, Alemania, Italia y Gran Bretaña vigente desde hace cuatro años.

"La reforma es muy reciente y todavía es pronto para emitir un juicio definitivo, pero mi impresión es que la mayoría de las empresas lo han publicado aunque ya podían no haberlo hecho", estima Gregorio Arranz, miembro de la Junta Directiva de Emisores Españoles, la asociación que agrupa a casi 60 de las principales sociedades cotizadas españolas. "Es completamente normal que las empresas se preocupen por mostrar unos buenos resultados trimestrales y ello efectivamente puede inducir a una atención excesiva por el corto plazo, pero en la inmensa mayoría de los casos ello no ha impedido el que tuvieran una visión estratégica y a largo plazo, lo que depende mucho más intensamente de otros factores tales como la visión del equipo directivo, la cultura de la empresa o la composición del accionariado", argumenta Arranz, que representa en esa asociación a Inmobiliaria del Sur.

Una cuestión de utilidad

Greenergy, la renovable del Mercado Continuo que capitaliza cerca de 900 millones de euros, ni se ha planteado la posibilidad de eliminarlos. "Tenemos nueve analistas que nos siguen y una parte importante de ellos nos va a revisar automáticamente cuando remitamos el informe trimestral. Si quieres que te evalúen bien y que te valoren mejor y te tengan en el radar, es inviable no presentar un informe trimestral", argumenta Daniel Lozano, director de Relaciones con los Inversores y Comunicación de esta compañía.

Las escasas cotizadas que han omitido los informes intermedios al mercado lo han hecho porque no disponen de medios –incluso de un responsable de IR–, son poco líquidas o no tienen vocación real de financiarse en los mercados. Alfredo Echevarría, director de Análisis de Lighthouse - IEAF Servicios de Análisis, que sigue como analista a una veintena de compañías en su mayoría pequeñas, sí ha detectado un porcentaje alto de eliminación de los informes trimestrales entre "las compañías de menos de 300 millones de euros de capitalización". "Las compañías muy pequeñas ya son muy poco seguidas por los analistas, pero no por el nivel de información que proporcionan, sino porque el seguimiento no es rentable para las empresas de inversión, que no ven justificado el coste por el bajo retorno", dice.

> "Lo más difícil ahora es estar en la mente del inversor", según Ricardo Jiménez, de la consultora IR Sigmarocket

Aprovechar la ola

La coyuntura y también la nueva cultura de los mercados no favorecen el recorte de la información, sino todo lo contrario. "Lo más difícil ahora es estar en la mente del inversor", opina Ricardo Jiménez, de la consultora IR Sigmarocket. "Con la pandemia se ha pedido información a las compañías casi al minuto e interrumpir ahora el flujo de informes sería muy negativo para el analista y para el inversor. Y, tácticamente, la comparación de resultados de este año con los del anterior, cuando el Covid19 estaba en auge, está siendo, en general, mucho mejor", añade este experto.

Teo Millán, consejero independiente de la gestora de fondos Urquijo Gestión y fundador de la firma de M&A Socios Financieros, concluye que recortar la información no sólo no es bueno para el inversor, sino también "para otros 'stackeholder', incluidos los propios clientes". ○

"CUANTA MÁS TRANSPARENCIA E INFORMACIÓN TENGA EL INVERSOR, MEJOR"

Lola Solana, Head of European Small Caps & ESG Equity Funds de Santander Asset Management España, es responsable de gestionar patrimonio por 2.000 millones de euros en estas dos categorías de fondos de inversión.

¿En qué sectores y tipos de compañías se han suprimido los informes trimestrales y por qué cree que lo han hecho?

En algunos casos, por evitar trámites o gastos, por considerar que la información trimestral no aporta información al mercado o por considerar que unos datos trimestrales pueden alarmar innecesariamente sobre los resultados anuales de algunas compañías. Pero han sido muy pocas y, en general, han sido empresas de pequeña y mediana capitalización. Cuando esto ocurre no es bien recibido por el mercado porque genera dudas sobre si hay algún dato que prefieren ocultar o diluir en el tiempo. Genera desconfianza en un mundo que valora la sostenibilidad y el compromiso.

¿En qué modo afecta a la toma de decisiones de una gestora que una cotizada reduzca el número de informes que emite?

Los gestores exigimos transparencia y comunicación por las compañías. Queremos alineación de intereses, queremos compromiso. A veces, la publicación trimestral de resultados no aporta nada nuevo y el equipo directivo considera que, ante la falta de información relevante, mejor no dar esa información para no generar volatilidad en el valor o para no alterar las expectativas de los analistas en sus previsiones. Pero es un error. El inversor es el que debe decidir si la información es relevante o no para su modelo de valoración de esa compañía. Y es el inversor el que tiene la obligación y el deber de hacer las estimaciones más rigurosas posibles de los beneficios de esa empresa, y para no cometer errores, cuanta más transparencia y más información tenga, mejor. Cualquier actualización de la compañía sea trimestral, mensual o quincenal siempre es bien recibida por el mercado. La transparencia y la información generan confianza y no olvidemos que nuestro negocio es gestionar dinero y el dinero se basa en la confianza. ○

Corporate-Access con apoyo del mercado

Spain Investors Day, Fráncfort, París, Medcap, Latibex, Allcaps... En el último año, el programa de Corporate-Access de BME ha facilitado miles de contactos de inversores institucionales de todo el mundo con un centenar largo de S&M españolas en eventos donde estas alcanzan objetivos muchas veces difíciles y costosos.

TEXTO Fernando Rodriguez

El programa de Corporate-Access de BME es la representación de la esencia del mercado. La bolsa es el punto de encuentro de empresas y emisores y este es el programa e BME para perseguir el objetivo de juntar a empresa e inversores –en especial, institucionales nacionales e internacionales– para aflorar las bondades del mercado. Para las empresas, representa más transparencia, visibilidad, liquidez y capacidad de financiación empresarial, porque la información fluye de manera más eficiente. No deja de ser un objetivo muy concreto y muy medible", explica Fran Formariz, Director Comercial y de Desarrollo de Mercado de BME.

En mayor o menor medida, las S&M españolas están obligadas a desarrollar sus propias estructuras, políticas y agendas de Relaciones con los Inversores –IR– y el programa de Corporate-Access de BME es una herramienta de formación e iniciación para las que han salido al mercado recientemente y no son expertas. También para las que, siendo muy activas en este terreno, pueden encontrar difícil o costoso acceder a según qué tipo o localización de inversor institucional.

Más inversores en más plazas

"Pretendemos llegar al mayor número de inversores y también de geografías. Intentamos identificar los mercados donde puede haber más inversores interesados en las empresas españolas y organizar un evento destinado a todos ellos", dice Formariz.

Los eventos son de dos tipos. Los generalistas, por tipo de inversor y gama de sectores, que suelen ser multitudinarios –como Medcap o para Latibex–; y los eventos en plazas financieras como Francfort, Paris o Nueva York, entre otras. En el caso de estos últimos encuentros "geográficos", BME buscan inversores con exposición a este tipo de compañías, y lo hace con sus propias bases de datos y/o con la ayuda de 'partners' especializados en IR para S&M, que inviten a otros inversores de localización más compleja; por ejemplo, de Centroeuropa o de alta especialización sectorial. El programa de Corporate-Access de BME ha recalado regularmente en Nueva York, un mercado complejo donde se ha contado con un 'partner' con presencia en Norteamerica –BBVA, JB, BPI...–, que conjuntamente con la Bolsa selecciona tanto los inversores institucionales adecuados como las compañías que más

«Las compañías tienen más fácil llegar a grandes inversores institucionales y nosotros intentamos ampliar esa base con otros más pequeños o más sectoriales, que es lo que aporta valor»

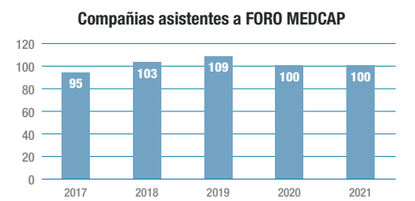
les pueden interesar a estos, por tamaño, sector, actualidad u otros aspectos. Así, en los últimos meses, bastantes S&M españolas integradas en el Ibex Small Cap, el Ibex Medium Cap e incluso en BME Growth lo han hecho mejor en bolsa que otras del Mercado Continuo. Los inversores que han acudido este año a Medcap en junio de este año se han mostrado muy interesados en cotizadas relacionadas con la salud o la biotecnología.

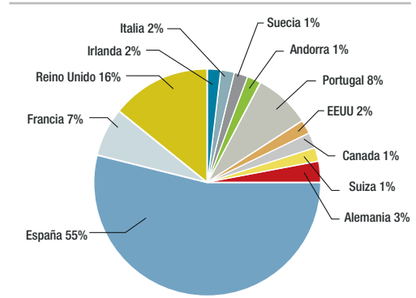
"Intentamos complementar el propio Corporate-Access de las compañías; ellas tienen más fácil llegar a los grandes inversores institucionales y nosotros intentamos ampliar esa base de inversores europeos con otros más pequeños o más sectoriales, que es lo que les aporta valor", explica Formariz.

Como gestor de los mercados bursátiles españoles, BME desarrolla una relación cercana con los emisores, lo que le permite conocer sus inquietudes y adaptarse a lo que de verdad necesitan en cada momento. Dispone de un conocimiento histórico del 'equity story' de las compañías desde su salida a bola, en ocasiones pasando antes por el entorno premercado.

Ecoener, Linea directa Aseguradora, Soltec... Compañías recién salidas a cotizar han participado en el programa de BME. "Muchas veces, son nuevas y el equipo directivo también. Aunque ya han tenido un master con el 'roadshow' de la salida a bolsa, tienen que integrar el IR en el día a día y lo que intentamos es que estas nuevas cotizadas entiendan esta nueva cultura de estar en bolsa. A veces no tienen capacidad o recursos porque es el proceso de reuniones, presentaciones y viajes es complejo, pero se trata de cuidar a un nuevo cliente que es el inversor. Este es otro objetivo del programa de Coporate-Access: que este tipo de empresas comprendan esta nueva cultura de la cotización, porque pueden ser empresas familiares o con poca experiencia en el mercado", indica el responsable del programa. En este sentido, a todas las empresas que salen a cotizar se les ofrece previamente un pequeño curso gratuito sobre aspectos fundamentales para salir a bolsa en cuatro sesiones, a las que son invitados directivos de los departamentos legales, de comunicación o de la primera línea ejecutiva. ○

MEDCAP 2021 EN CIFRAS





Distribución de inversores por país (2021)

120.000 MILLONES AL ALCANCE DEL INVERSOR

El Foro Medcap 2021 celebrado en mayo de este año en formato virtual facilitó el acceso de los inversores institucionales y particulares nacionales e internacionales a un centenar de S&M españolas, que capitalizaban en su conjunto 120.000 millones de euros. Las reuniones virtuales fueron más de 1.500, el programa de conferencias tuvo un total de 2.145 visitas y los 'discovery meetings'– presentaciones breves entre 20 y 30 minutos– de compañías abiertas a todo tipo de público, recibieron 1.555 visitas (ver cuadros adjuntos).

"Estos dos años de pandemia nos han abierto a un modelo hibrido entre online y presencial. Se pierde algo de esa cercanía que tenemos los latinos, pero el formato online nos ha traído otros inversores a los que de otro modo no hubiéramos accedido. Sobre todo, internacionales, a los que el formato a distancia les ha dado mucha flexibilidad para participar", dice Formariz. Otra novedad en la edición de Medcap de este año es que el aumento de inversores participantes –más de 260– ha obligado a organizar reuniones 'one to few', con 3 o 4 inversores homogéneos por idioma o especialización.

En cuanto a la capacidad de los IR españoles, este directivo de BME señala la "muy buena imagen de los responsable de IR españoles. Los premios obtenidos a nivel internacional por las empresas españolas en este terreno son importantes y hay un historial de muy buena formación e información, con muchos de ellos muy vinculados a la dirección de las compañías y muy especializados." ○

Los Consejeros post-pandemia serán más empáticos, más emocionales y con más visión a largo plazo

emisores | La pandemia del Covid19 ha impactado también en el perfil que se demanda a los consejeros de administración, según se puso de manifiesto en la jornada "De directiva/o a consejera/o, algunas experiencias y buenas prácticas", organizada por Esade en colaboración con Diligent y moderada por Mario Lara, director del Centro de Gobierno Corporativo de Esade y de Esade Madrid.

Activismo y 'Engagement' llaman a la puerta también en España

emisores | El desarrollo de un activismo más o menos exigente y la regularidad en las relaciones de los inversores institucionales con las compañías cotizadas son dos tendencias globales que se imponen crecientemente en España, según se puso de manifiesto en el webinar de expertos "Activism at the gate" promovido por la Asociación Española de Relaciones con los Inversores (AERI) con la colaboración de la firma de inteligencia de mercado CMi2i.

Secretario de Consejo: manual de uso para un hombre-orquesta

emisores | Experto en IT, documentalista avezado, iniciado en ciberseguridad, encargado del mantenimiento de las agendas de propios y extraños…Del secretario de Consejo de Administración, una figura muy poco regulada legalmente en España, depende que los órganos de gobierno de las sociedades se estructuren y funcionen eficientemente. En la práctica cotidiana de las sociedades, al secretario también le suelen acabar correspondiendo muchas de las funciones y trabajos que en las organizaciones no se sabe bien a qué departamento o a que figura encomendar.

emisores

"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"

La renta fija española de los grandes emisores mantiene su 'rating' pese a la pandemia

El centenar de emisores del MARF ha generado valor por 25.000 millones de euros

El 40% de las mayores cotizadas españolas no cumple el mínimo de consejeros independientes

Buenaventura: "Sería preocupante que las cotizadas se lanzaran en tromba a las acciones de lealtad"

Artista: Maíllo
Obra: Tins
Técnica mixta sobre lienzo

Ganador de la I Edición del Premio de Arte A&G

Nos complace comunicar el ganador de la **I Edición del Premio de Arte A&G**

Premio de Arte A&G nace con el espíritu de dar reconocimiento y apoyo al talento artístico español

a&g

EL CAMINO HACIA LA FINANCIACIÓN SOSTENIBLE

Julián Romero
Presidente de OFISO

Juan Carlos Villanueva
Secretario General de OFISO

Uno de cada 10 euros en financiación en el mercado de capitales en España es sostenible y el volumen mundial de la deuda de este tipo igualó en 2020 al de la deuda 'high yield'. La deuda sostenible ya no es un nicho sino un segmento muy relevante del mercado de deuda mundial.

La financiación sostenible se encamina hacia su mayoría de edad y ha dejado de ser una opción para convertirse en una necesidad, una exigencia de los mercados y de los inversores que ya no se conforman con eliminar determinadas actividades de sus carteras, sino que exigen cada vez con mayor intensidad un compromiso de las compañías en las que invierten en relación con la lucha contra el cambio climático, los ODS y los factores ESG.

La reciente Encuesta OFISO 2021 sobre Perspectivas de la Financiación Sostenible revela una total coincidencia en que la financiación sostenible será un factor de recuperación y nuevo empleo y que seguirá creciendo su importancia en la financiación total de empresas y entidades financieras. Uno de cada 10 euros en financiación en el mercado de capitales en España es sostenible y el volumen global de la deuda sostenible se igualó en 2020 con el de la deuda *high yield* (544.000 millones de dólares frente a 547.000 millones), confirmando que no es un mercado nicho sino un segmento muy relevante en el conjunto del mercado de deuda mundial, con uno de los mayores potenciales de crecimiento.

Los reguladores y supervisores conceden una importancia creciente a la sostenibilidad y a los riesgos asociados al cambio climático e incorporan crecientemente el análisis de dichos riesgos, físicos y de transición, a su escrutinio sobre la solvencia y consistencia de las entidades financieras y compañías a medio y largo plazo, como acaba de recordar el Banco Central Europeo en un reciente informe bajo el título *"Climate-related risk and financial stability"* en el que revela que alrededor del 70% del crédito otorgado por las entidades financieras a empresas puede arrojar en las próximas décadas un riesgo "alto o creciente" ligado al cambio climático; así como también que los fondos de inversión europeos tienen en sus carteras 1,4 billones de euros afectados por dichos riesgos, lo que supone un 22% de dichas carteras.

Se trata pues de una apuesta segura para los responsables financieros y CFOs ya que el mercado comienza a diferenciar entre ganadores y perdedores a largo plazo en función del compromiso de sostenibilidad y financiación sostenible.

Para cualquier emisor que quiera financiarse con instrumentos sostenibles se hace, pues, necesario, incluso antes de iniciar cualquier recurso a los mercados, establecer una estrategia que alinee la sostenibilidad y la lucha contra el cambio climático con el negocio, con objetivos ambiciosos, compatibles con el crecimiento de la empresa. En primer lugar, objetivos que lleven a la neutralidad respecto al carbono en 2030 y que se alineen con los Objetivos de Paris, aunque en la actualidad parecen no ser suficientes ya que los inversores más comprometidos, analistas, activistas e incluso los gobiernos y supervisores comienzan a reclamar también objetivos intermedios que permitan conocer la factibilidad y el punto del camino en el que el emisor se encuentre en la ruta hacia esos objetivos últimos.

Se trata de crear confianza y reforzar la reputación financiera, y es preciso que toda la organización participe, que el compromiso se extienda al perímetro de influencia de la empresa o institución, clientes, proveedores y, junto a ello, poder establecer mecanismos de programación y simulación del incremento de valor, incorporando factores de sostenibilidad y criterios ESG y de financiación sostenible.

Consejos y Comités de Dirección con perfil ESG

Para todo ello, se hace imprescindible dotar al Consejo de Administración de consejeros con capacidades y experiencia para afrontar los retos que la sostenibilidad y la financiación sostenible conllevan, logrando así que se extienda a la estrategia general y financiera de las entidades, de arriba abajo, y con órganos de gobierno preparados para ello, algo que hoy no ocurre en casi ningún caso.

Como consecuencia, las empresas y emisores deben estar dispuestos a informar suficientemente y sin reservas al mercado acerca de sus esfuerzos en la lucha contra el cambio climático. Por su parte, los gobiernos deben tomar medidas para crear marcos de información sobre sostenibilidad y riesgos climáticos que hagan llegar esta información a los inversores de forma clara y estandarizada.

Todos los avances en este terreno multiplicarán la inversión ya que hay grandes cantidades de fondos esperando esta estandarización y clarificación de la información para poner su dinero en activos verdes y sostenibles, como insisten desde muy diversas instancias y, muy recientemente, Mark Carney, exgobernador del Banco de Inglaterra y Embajador de la ONU para las Finanzas Sostenibles.

También, ligado a lo anterior, se requiere comprometerse con el seguimiento de las recomendaciones del TFCD sobre la integración de los riesgos en la empresa y afrontarlos bajo diferentes escenarios climáticos e, ineludiblemente, reportarlos públicamente. Compromisos concretos y objetivos a medio y largo plazo, pero también intermedios, a plazos más cortos anuales, semestrales e incluso trimestrales y dar cuenta e informar de sus resultados y evolución.

Una fórmula que se está imponiendo de forma creciente, para poner en práctica estas recomendaciones es la de imponer un responsable directo (CSO) en el Consejo de Dirección, con dependencia directa del CEO.

Una vez conseguido eso, es necesario tener un conocimiento de los instrumentos y fórmulas de financiación verde y sostenible y analizar las que mejor se adecuen a la estrategia diseñada y las ventajas que reportan. Entre estas ventajas se encuentra la de la reducción en los costes financieros con el uso de la financiación sostenible, circunstancia cada vez más reconocida por los CFOs según la citada encuesta, que señala que ha pasado del 38% de 2020 al el 50% del presente año; así como una mayor diversificación de la base inversora, algo que ha constatado el 92,9% de los que respondieron a la Encuesta OFISO 2021.

El recurso a las fórmulas de financiación sostenible está siendo especialmente valorado por los analistas, que lo vinculan favorablemente al valor de su empresa, según manifiesta un 70%.

> Se está imponiendo el responsable directo (CSO) en el Consejo de Dirección, con dependencia directa del CEO, para poner en práctica las recomendaciones de la TFCD

Y en cuanto a los instrumentos existentes, en pocos años se está logrando ampliar su gama, desde los Bonos Verdes, que han sido el estandarte del desarrollo de la financiación sostenible a lo largo de la última década, el activo más conocido y más identificado con esta financiación, que registró en España en 2020 un volumen de 9.123 millones de euros con un alza del 44% según el último Informe OFISO, a otro tipo de activos como los Bonos Sociales, que están adquiriendo un peso creciente, especialmente, tras el periodo de pandemia que ha llevado a numerosas instituciones, sobre todo, públicas, a utilizar este mecanismo de financiación para sus proyectos de carácter social.

De hecho, en nuestro país, los Bonos Sociales crecieron por encima de los bonos verdes el pasado año, impulsados por las comunidades autónomas, con la de Madrid a la cabeza, que alcanzaron un volumen emitido de 2.817 millones. En el ámbito global, este tipo de bonos alcanzó una cifra de 120.000 millones de euros, multiplicando por 6 la cifra del anterior ejercicio.

En el caso de los Bonos Verdes, los fondos deben destinarse en su integridad a proyectos y actividades relacionadas con la lucha contra el cambio climático y/o cualquier otro objetivo medioambiental, ya sean empresariales o de cualquier institución que los emita.

Los Bonos Sociales requieren condiciones también exigentes en cuanto al uso de los recursos, que deben emplearse "para proyectos nuevos y existentes con resultados sociales positivos" como establecen los SBP, así como en cuanto a la información periódica que deben suministrar los emisores de estos bonos, lo que los hace especialmente adecuados para las administraciones públicas, ya sean soberanas, regionales, municipales o de servicios público de cualquier tipo.

Una gama variada de instrumentos de financiación sostenible

Se añaden también a este inventario de activos de deuda sostenible los Bonos Sostenibles o de sostenibilidad, que ICMA define como aquellos "en los que los ingresos se aplicarán exclusivamente para financiar o refinanciar una combinación de proyectos ecológicos y sociales" y a los que otorga su propio marco de referencia como Guía de Bonos Sostenibles. El segmento de bonos sostenibles totalizó en España en 2020 un volumen de emisión de 3.084 millones y un crecimiento del 62%.

En los últimos dos años está teniendo una rápida difusión una nueva gama de bonos, los *Sustainability-Linked Bonds (SLB)*, un tipo de bonos que no requieren un uso determinado de los recursos sino que, siendo para propósitos generalistas, su coste se vincula a

determinados objetivos *(KPIs)* de sostenibilidad de la compañía, entidad financiera o institución que los emite, con la contrapartida, en términos generales, de una prima o una penalización en el cupón en caso de no alcanzar dichos objetivos

Todo indica que se trata de un instrumento de gran potencial por hacer posible la entrada de un buen número de emisores que tienen diversas dificultades o barreras de entrada para cumplir las exigencias del "uso de fondos". Así lo prueba el éxito alcanzado por el formato en el segmento de préstamos bancarios. Es cierto que en esta modalidad se deben extremar la transparencia y el uso de revisores externos para evitar una potencial relajación en cuanto al rigor que ha caracterizado el mercado de Bonos Verdes y Sociales.

Los préstamos sostenibles están mostrándose también en los últimos años, sobre todo, en nuestro país, como una esperanzadora vía para ligar la financiación bancaria a la sostenibilidad ya que movilizaron en nuestro país inversiones por 18.002 millones en 2020, con un incremento del 38% respecto a la financiación concedida el ejercicio precedente. En este capítulo es de esperar, además, que las hipotecas verdes extiendan específicamente la financiación sostenible al sector inmobiliario.

Última hora sobre la taxonomía europea

La taxonomía europea ha dado este año pasos importantes que implicarán obligaciones de información concretas para determinadas compañías y sectores en los ejercicios de 2021 y 2023. El acceso a datos homologados y fiables y el desarrollo de reglamentos de ejecución más concretos se sitúan entre los muchos retos pendientes.

TEXTO **Redacción**

Estas fueron algunas de las conclusiones del VI Webinar sobre Finanzas Sostenibles organizado por la Asociación Española de Relaciones con los Inversores (AERI), que en esta edición contó con el apoyo de la consultora –y miembro de esta organización– NFQ y se desarrolló en torno a la Taxonomía Europea de Actividades Sostenibles.

Helena Viñes, consejera de la CNMV y miembro de la Plataforma de Finanzas Sostenibles de la Comisión Europea, describió la taxonomía europea como un "diccionario vivo –ya que se actualizará cada tres años– que describe qué actividades económicas pueden considerarse sostenibles y bajo qué condiciones" y que será traducido "a unas métricas cuantitativas" de futura elaboración. Viñes, que estimó que "lo que tenemos sobre la mesa no es ni una quinta parte de lo que se pretende hacer", indicó que la taxonomía es la piedra angular del plan de finanzas sostenibles de la UE que ayudará a "descarbonizar las carteras de inversión y de crédito de la banca, maximizando el poder del vector financiero para desarrollar ese plan del 'Green Deal'".

Esta consejera de la CNMV, involucrada en el corazón de los trabajos de desarrollo de la taxonomía, declaró ser consciente de los problemas que los intermediarios financieros encuentran para acceder a los datos sobre inversiones y riesgos de las compañías en relación con la descarbonización y el cambio climático, aunque recordó que la Comisión Europea trabaja en un punto único de acceso a esa información –el European Access Point–. "Todos los intermediarios financieros van a tener que preguntar a sus clientes las preferencias en ESG a través de un test de idoneidad, y ajustar los que se les puede vender a partir de esas preferencias", aclaró. "La taxonomía va a facilitar mucho la vida de los inversores y va a reorientar el flujo de capitales" en la dirección de los planes de la UE en relación con el medio ambiente, aseguró.

Obligaciones para las empresas

José Luis Blasco, director de Sostenibilidad de Acciona, consideró que la taxonomía es "la foto que necesitamos para guiar los flujos económicos en la dirección del 'Green Deal' de la UE" y que "todas las compañías van a quedar impactadas de uno u otro modo por ella: porque te pida información tu banco o tu cliente o por la directiva de reporte". Blasco recordó que las empresas tendrán que "transparentar" cómo de elegibles son sus actividades respecto al mapa sectorial que dibuja la taxonomía a comienzos de 2021 en el caso de España, y ya en 2023, reportar sobre el Capex, Opex e Ingresos relacionados con las actividades "taxonómicas", a lo que habrá que añadir los nuevos requisitos que introducirá la renovada directiva de reporting que se avecina. No obstante, Blasco aclaró que, lejos de ser como un 'rating', la taxonomía ayudará a las empresas en tres aspectos: 1. Aclarar cómo están impactadas por la descarbonización las actividades económicas ya catalogadas; 2. En consecuencia, conocer el camino a emprender y las medidas a adoptar; y 3. Ayudar a explicar el modelo de negocio respectivo.

El moderador del webinar, Tomás Conde, asesor senior en ESG para AERI y Llorente&Cuenca, anunció una próxima sesión para responder a las cuestiones sin contestar que plantearon los casi 300 asistentes virtuales al evento. ○

Helena Viñes. CNMV

"Sobre la mesa sólo tenemos una quinta parte de lo que se pretende desarrollar"

"Los intermediarios financieros tendrán que hacer un test de idoneidad ESG a los inversores"

José Luis Blasco. ACCIONA

"Todas las compañías se van a ver impactadas de uno u otro modo"

"La taxonomía no es un rating, sino la foto que necesitamos para conocer el camino a seguir"

La pandemia acelera la digitalización de los Consejos

La Covid 19 ha acelerado la digitalización de los Consejos de Administración, aunque más para los aspectos organizativos y operativos que para los estratégicos, evolución que queda pendiente para una segunda transición en la que el papel dejará de ser preponderante.

TEXTO **Fernando Rodriguez**

Un 90% de las compañías han aumentado su nivel de digitalización por la pandemia del Covid19, según se indica en la encuesta 'La Digitalización del Funcionamiento de los Consejos' del Esade Center for Corporate Governance, con el apoyo de Diligent, realizada a 100 consejeros y secretarios de consejo españoles. Aunque se siguen usando las herramientas más tradicionales en el funcionamiento del Consejo, 3 de cada 4 encuestados –el 76%– afirma que su compañía ya cuenta con una plataforma digital para las tareas del máximo órgano de gobernanza de la compañías, entendida esta como una agrupación de funcionalidades, integradas entre sí en una única solución tecnológica. Las principales herramientas/tecnologías que se usan para el funcionamiento digital del Consejo son la videoconferencia -23%-, el correo electrónico como medio de comunicación -21%- y portales o plataformas para la gestión del Consejo -18%-.

La digitalización del funcionamiento del Consejo parece haberse quedado en una primera etapa en funciones o tareas de naturaleza más operativa, de control o de cumplimiento, asociadas estas últimas a la responsabilidad del secretario o el vicesecretario del consejo, y está pendiente que avance y sustente otras funciones clave del Consejo, según se explica en esta Encuesta. "Digitalizar es una evolución, no una revolución. La digitalización es ir transformando y, por lo tanto, debe ser modulable. Por ello, aunque haya empezado centrada en tareas de naturaleza más operativa, progresivamente irá penetrando en funciones claves del Consejo, ligadas al debate estratégico y los procesos de decisión", dijo Rita Estévez, CEO de la compañía de análisis de riesgos Experian España y Portugal y también consejera independiente, en un evento de Esade relacionado con esta temática.

Tendencias de futuro

¿Por qué digitalizar los Consejos? Las tres principales razones para digitalizar el funcionamiento del Consejo son garantizar la seguridad y confidencialidad de la información, facilitar el almacenamiento y consulta de la documentación del consejo y disponer de los datos a tiempo para facilitar decisiones bien informadas, según la Encuesta de referencia *(ver cuadro adjunto)*.

La digitalización traerá consigo nuevos perfiles de consejeros y "contar con nativos digitales dentro del Consejo será fundamental, ya que esto revolucionará el funcionamiento tradicional del Consejo", apuntó Pilar García, presidenta de la Fundación Caja de Extremadura, en el evento citado.

Los participantes en la Encuesta de 'La Digitalización del Funcionamiento de los Consejos' del Esade Center for Corporate Governance señalaron que, en un plazo de 5 años, la documentación en papel se eliminará completamente en favor de la digital -32%-; al menos uno de los miembros del Consejo será experto en Data, IA y Transformación Digital -20%-; el número de reuniones virtuales superará a las reuniones presenciales -19%-; se utilizará la realidad virtual o aumentada para presentar en directo nuevos proyectos -15%- y se utilizarán técnicas de inteligencia artificial como parte del proceso de toma de decisiones -11%-. ○

¿Porqué digitalizar los Consejos?*

Motivos	Valoración media
Garantizar la seguridad y confidencialidad de los documentos	4.53
Archivo ordenado de la documentación del Consejo y Comisiones para su consulta	4.49
Compartir la información y los datos a tiempo, para facilitar decisiones informadas	4.47
Facilitar reuniones virtuales	4.22
Facilitar el control y el seguimiento de las decisiones adoptadas	4.03
Documentar las reuniones y facilitar la formalización de actas	4.00
Optimizar el tiempo en las reuniones del Consejo	3.80
Facilitar la actualización de los consejeros en materia sectoriales, regulatorias, etc	3.67
Facilitar/agilizar los procesos de toma de decisiones, como las votaciones	3.64
Facilitar la inducción de nuevos consejeros (formación de entrada al Consejo)	3.63
Evaluación del funcionamiento del Consejo	3.62

*(Jerarquía de objetivos de la digitalización establecida en una encuesta de ESADE Center for Corporate Governance a 103 consejeros y directivos españoles)

EL MECANISMO DE IDENTIFICACIÓN DE ACCIONISTAS COMIENZA A FUNCIONAR PESE A LOS OBSTÁCULOS

PEDRO DE SAÁ
Managing Director Computershare Spain & Portugal. Reponsable de SRDII Project en Computershare

A día de hoy, el nuevo mecanismo previsto en la legislación española para que las compañías puedan conocer qué accionistas están detrás de los 'nominees' ya está operativo y, sobre todo, funciona en nuestro país, aunque subsistan cuestiones pendientes.

A la fecha de cierre de este número tenemos ya unos resultados preliminares de las primeras identificaciones de beneficiarios últimos, desgloses de accionistas o identificación de accionistas, como quiera que les llamemos, de acuerdo con las nuevas posibilidades que las modificaciones de la Ley de Sociedades de Capital han introducido como consecuencia de la implementación en nuestro país de la Directiva sobre el fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas ("SRDII").

Como digo, preliminares, pero en mi opinión un hito largo tiempo perseguido por todos los actores del sector, tanto por emisores en primer lugar (cuántas llamadas después de jornadas especialmente activas en el parqué "Oye, ¿no sabrás quién está detrás de Euroclear?" o "Este bróker ha estado más activo de lo habitual ¿quién pensáis que puede ser el que está comprando?") pero también por los que nos dedicamos a intentar poner algo de luz en estas cuestiones. El famoso mito del inversor que no quiere decir que tiene posición en una compañía o las generalmente infructuosas conversaciones con custodios para buscar mecanismos con los que mejorar la transparencia.

Constatamos en su momento (análisis realizado en 2012) que el problema era la regulación. Pues bien, ya está aquí, y no como el verano, llega para quedarse.

En estos primeros desgloses o identificaciones vemos beneficiarios finales de decenas de países, intermediarios que responden desde sus filiales de EEUU y entidades suizas que facilitan el detalle. Lo que cabría esperar. Pero a día de hoy el mensaje importante es que el mecanismo previsto en la legislación funciona. Ya hay un armazón legal que permite a las compañías conocer quienes están detrás de los nominees. Y está operativo.

Esto no quiere decir que esté todo solucionado. Hay cuestiones pendientes y no pocos obstáculos. La calidad de la información no es todavía completa, dado que no todos los intermediarios, sobre todo los de segundos y terceros niveles, no cumplimentan los ficheros con todos los datos o con estos correctamente. Muchos de esos intermediarios, más pequeños, todavía no han adaptado sus sistemas a los nuevos estándares y no son capaces de comunicar de manera eficiente la información. Será importante la labor de la Comisión Europea a la hora de evaluar el grado de cumplimiento de la normativa e imponerla.

La cuestión de la calidad es crítica para que despegue esta actividad y permita una oferta de servicios competitiva, donde realmente se aporte valor a los emisores.

Los costes para la cadena de intermediación son uno de los temas abiertos y que sin duda darán que hablar. Si cada intermediario quiere repercutir al emisor un coste por el proceso de la información, aunque este sea bajo, es probable que haga inviable este nuevo mecanismo. Por otro lado, sólo el coste de administrar estas nuevas facturas será probablemente mayor que lo que se pretende conseguir.

Y otros temas aún pendientes de resolver, como la eficaz aplicación fuera de la Unión Europea (no sólo para un grupo de entidades grandes en EEUU) o la actitud de los depositarios centrales de valores, que no acaban de encontrar un posicionamiento claro en este escenario. Por encima de todas, el elemento que realmente subyace detrás de muchos de los obstáculos surgidos hasta la fecha en el camino hacia esta transparencia es la falta de uniformidad en la definición legal de accionista en Europa. Es seguro que seguiremos hablando de todo ello por un tiempo.

> Seguiremos hablando de la falta de uniformidad en la definición legal de accionista en Europa.

Pero sigo pensando que es un hito y que coincide felizmente con este otro, el lanzamiento del proyecto "Emisores". Una gran iniciativa que ayuda a tomar conciencia de que el mundo de los servicios a emisores –en sentido amplio– es un sector en sí mismo, multisectorial, que implica profesionales de muchos ámbitos y procedencias, en las cotizadas, consultoras, despachos, proveedores, etc. Conveniente porque ocupa un espacio que requería llenarse, el de la opinión independiente sobre estos temas. Otro paso más en el ya muy profesionalizado mercado español. En resumen, construye más sector, uno en el que algunos disfrutamos trabajando.

CONSEJEROS
www.revistaconsejeros.com

Consenso del Mercado
www.consensodelmercado.com

THE CORNER
www.thecorner.eu

LASFUNDACIONES
www.lasfundaciones.com

GRUPO CONSEJEROS

Revista CONSEJEROS

Revista GESTORES

Revista EMISORES

Anuario 101 FUNDACIONES

20 AÑOS APOYANDO A EMISORES

Computershare y Georgeson son los principales proveedores de servicios globales para emisores. Nuestro equipo proporciona experiencia estratégica y tecnología innovadora en la prestación de nuestros servicios de registro y desglose de accionistas, juntas generales, compliance, comunicaciones con accionistas, consultoría en gobierno corporativo y ESG, proxy solicitation, global information agent, evaluación de consejos y market intelligence. Con la confianza de gestionar más de 17 millones de cuentas de accionistas que representan a más de 6.000 emisores, nuestras soluciones priorizan las necesidades de nuestros clientes y de sus accionistas.

computershare.com | georgeson.com

Computershare | Georgeson