# emisores

▪ NÚMERO 4 / DICIEMBRE 2022 ▪

REPORTAJE

## Llegan los nuevos inversores particulares

ENTREVISTA

**Jella Benner-Heinacher**
Presidenta de
BETTER FINANCE

CIMD INTERMONEY RESEARCH

Más de 35 años de experiencia

100% independientes

Especialización España

Diario antes de apertura de mercado

Sin compromiso de permanencia

Descuento a partir de 3 usr por entidad

¡BIENVENIDOS AL CIR!

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

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

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

**¡PRUÉBALO YA CUATRO SEMANAS GRATIS!**

Regístrate en la web:
www.intermoneyresearch.com

cimd intermoney

# LOS NUEVOS INVERSORES PARTICULARES

Las tendencias muestran a un inversor particular en mutación, abrasado por un marketing muchas veces confuso, enredado en los altos costes y los ocasionales conflictos de interés de los intermediarios, aturdido por el gregarismo de las plataformas y el ruido de las redes sociales y con escasos y difíciles cauces de comunicación y participación en las compañías en las que invierte.

**FERNANDO RODRÍGUEZ** • DIRECTOR DE EMISORES

La directiva europea SRDII, cuyo objetivo es el fomento de la inversión a largo plazo, cumple cinco años. Con este motivo, la *European Securities and Markets Authority* (*ESMA*), autoridad europea de valores y mercados, ha lanzado una encuesta pública dirigida a una amplia gama de operadores de los mercados de capitales europeos para identificar los avances de la directiva SRDII, y, en especial, sobre el modo en que "los participantes de mercado perciben la idoneidad del alcance y efectividad de las herramientas de la SRDII en identificación de accionistas, transmisión de información y facilitación del ejercicio de los derechos de los accionistas, además de la transparencia de los *proxy advisors*" Aún habrá que esperar hasta julio del año que viene para conocer las conclusiones que ESMA eleve a la Comisión Europea.

En paralelo, lo que sí sabemos es que las cifras indican que cada vez hay menos inversores particulares y compañías cotizadas en Europa. Y más peso de la inversión institucional y colectiva, dentro de un mercado que parece crecientemente ensimismado, indexado o enrocado en el bucle del *compliance*, los estándares y el protocolo. En cuanto a la menguante categoría del minorista, las tendencias recogidas por Emisores en esta su 4ª edición muestran a un inversor particular en mutación, abrasado por un marketing muchas veces confuso, enredado en los altos costes y los ocasionales conflictos de interés de los intermediarios, aturdido por el gregarismo de las plataformas y el ruido de las redes sociales y con escasos cauces de comunicación y participación en las compañías en las que invierte.

Jella Benner-Heinacher, presidenta de BETTER FINANCE, la Federación Europea de Inversores y Usuarios de Servicios Financieros, con dilatada y acreditada experiencia en el mundo del consumo financiero, dibuja para Emisores un campo de juego difícil para el minorista, cuyos perfiles sería deseable ver reflejados, si quiera parcialmente, en la consulta de ESMA sobre la SRDII. "Las reformas impulsadas por las crisis financieras mundiales han traslado la carga o responsabilidad al inversor minorista", apunta de momento y sin ambages la presidenta de BETTER FINANCE.

•••

Latibex, el mercado europeo de acciones latinoamericanas, y BME Growth, la opción de las pymes para salir a bolsa en España, rondan los 25 y los 15 años de andadura, respectivamente. Los mercados europeos de capitales han sufrido una profunda transformación en estos años. Basta con recordar que en este tiempo a la propia sociedad gestora de los parqués españoles le ha dado tiempo a salir a cotizar y a ser excluida de la bolsa, pasando a manos de SIX, un operador extranjero, algo realmente imprevisible hace no tanto tiempo. Estos dos mercados de la ahora BME SIX aguantan razonablemente los embates de las pujantes plataformas de trading internacionales y de la galopante desintermediación, cuyo porcentaje en la tarta global de la negociación no cesa de crecer, se mire por donde se quiera mirar.

•••

Seguramente, BME SIX ya trabaja, como siempre ha hecho, en introducir nuevas fórmulas para atraer a más y más diversas compañías a sus mercados y productos, lo que pasa por aliviar la burocracia, rebajar los costes, mejorar la flexibilidad de la oferta actual e innovar a partir de su potencial. Quién sabe si entre las opciones estratégicas disponibles no debería figurar la de generar su propia competencia en el mundo de las plataformas.

•••

Precisamente ahora, después de 4 años de batalla legal y regulatoria, la plataforma MTF Portfolio Stock Exchange ha conseguido la autorización para operar, algo que sucederá en breve. A priori, su propuesta, que reúne algunas de las mejores ventajas operativas y atractivos de otros mercados alternativos, suena interesante. El objetivo es alcanzar 3.000 millones de euros de capitalización el primer año. Nada que ver con el volumen de negocio que maneja BME SIX, claro.

*Las pujantes plataformas de trading y la galopante desintermediación no dejan de aumentar su porcentaje en la tarta global de la negociación tradicional*

# sumario

PORTADA

## Los nuevos inversores particulares

La pandemia del Covid 19 ha sido el catalizador para la aparición de una oleada de inversores debutantes. Las redes sociales, la digitalización y las plataformas de inversión han hecho el resto y han sido el caldo de cultivo.

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

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

ESCRIBEN EN ESTE NÚMERO: Domingo García Coto, Javier Garrido, Alicia Prieto Angulo, Francisco Uría Fernández, Francisco Román, Ana Gutiérrez Monge y Gloria Torta Rull.

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.

CARTA DEL DIRECTOR

**03 Los nuevos inversores particulares /** Fernando Rodríguez. Director de Emisores

ENTREVISTA

**10 Jella Benner-Heinacher /** Presidenta de Better Finance

**"Las reformas impulsadas por las crisis financieras mundiales han traslado la carga o responsabilidad al inversor minorista"**

REPORTAJES

**22 Invertir como un Value con enfoque Private Equity /** LIFT Asset Management, una firma independiente especializada en el asesoramiento y gestión de activos dirigidos a clientes institucionales, empresas y grupos familiares, intenta innovar.

**23 Portfolio Stock Exchange, en la rampa de salida /** El nuevo MTF de capital nacional arrancará en breve en España con la previsión de alcanzar una capitalización de 3.000 millones de euros en 2023.

**31 Comisiones de consejos en Europa: pocas y más especializadas /** Las compañías del Eurostoxx 600 tienen 3,6 comisiones de media asistiendo a los consejos, pero sólo las de Auditoría, Remuneración y Nombramientos son de general implantación.

ANÁLISIS

**14 Los inversores internacionales y las familias son propietarios de dos tercios de las acciones cotizadas /** Por Domingo García Coto y Javier Garrido. Técnicos del Servicio de Estudios BME, SIX.

**28 Cotizadas españolas: 5 aspectos donde hay mejoras de gobernanza y otros puntos donde avanzar /** Por Alicia Prieto Angulo. Corporate Governance Analyst en Corporance Asesores de Voto.

ENTREVISTAS

**24 Jesús González-Nieto /** Director Gerente de BME Growth y Latibex. "Sería muy adecuada la creación de un vehículo de inversión específico para Pymes con ventajas fiscales".

TRIBUNAS

**20 Hacia una nueva (y obligada) ley del Mercado de Valores /** Francisco Uría Fernández. Socio responsable global de banca y mercados de capital en KPMG.

**32 Colaboración público-privada en la transición ESG /** Francisco Román. Presidente del Grupo de Trabajo de ESG del Círculo de Empresarios.

**34 Relación con inversores: "calienta, que sales" /** Ana Gutiérrez Monge. Asesora independiente en Sostenibilidad, Comms. e IR. Gloria Torta Rull, Sales Director Spain & Latam en CMi2i.



convene

# ¿Cómo elegir el mejor software para consejos de administración?

Seleccionar una herramienta para consejos de administración requiere varias consideraciones con el fin de evaluar y determinar cuál es la mejor opción para su organización. Compruebe las funciones inteligentes y la atención esencial que pueden ayudar a mejorar los procesos de las juntas directivas y de las reuniones.

**Sólidas funciones de seguridad**
Una protección multicapa respaldada por estrictos procedimientos para los empleados (tanto por parte del proveedor como de su empresa) y varias certificaciones son imprescindibles.

**Soporte al cliente 24 horas al día, 7 días a la semana**
Las opciones de soporte y la respuesta del servicio de atención al cliente son cruciales en caso de que necesite una respuesta rápida a una pregunta urgente.

**Capacidad multiplataforma**
La facilidad de acceso a través de los dispositivos autorizados permite al consejo de administración celebrar reuniones y tomar decisiones informadas en tiempo real sin tener que superar las barreras técnicas.

**Funciones de colaboración interactiva**
Las herramientas de colaboración en vivo son necesarias para mantener el compromiso y aumentar la productividad entre los participantes de la reunión, a la vez que se evitan las distracciones innecesarias que puedan producirse.

**Interfaz de usuario intuitiva**
Una interfaz fácil de usar dentro de un portal para consejos de administración y un software de agenda aumentaría la eficiencia y permitiría a los administradores realizar rápidamente sus tareas, como la creación de agendas, el seguimiento de los elementos de acción y la distribución de paquetes de reuniones al instante.

**Propiedad total del sistema**
Los administradores del sistema deben poder configurar los ajustes de seguridad y establecer permisos adaptados a las necesidades específicas de la organización y al flujo de trabajo.

**Azeus Convene** es un galardonado portal para consejos de administración que cuenta con la confianza de directores y ejecutivos en más de 100 países. Diseñado para optimizar la gobernanza en las reuniones, el software ofrece a los usuarios un control completo sobre todo el proceso de la reunión. Desde la preparación previa a la reunión hasta la distribución de documentos después de la misma, nuestras completas funciones harán que sus reuniones sean inteligentes, sencillas y seguras.

convene

Para más información sobre cómo **Convene** transforma la gestión de las organizaciones, no dude en ponerse en contacto con nosotros hoy mismo.

**azeusconvene.es**

# Los nuevos inversores particulares

La pandemia del Covid 19 ha sido el catalizador para la aparición de una oleada de inversores debutantes. Las redes sociales, la digitalización y las plataformas de inversión han hecho el resto y han sido el caldo de cultivo para el perfil del nuevo accionista. Es un inversor más joven, más autónomo en la operativa, el análisis y la toma de decisiones, con apetito de riesgo y motivación diferentes a los del bolsista tradicional, con ganas de influir más en las compañías y expuesto a un marco de mercado vertiginoso e inseguro.

TEXTO emisores

El 15% del total de los inversores particulares en la bolsa estadounidense hizo su primera operación en 2020, el año de la pandemia. Más de la mitad –el 51%– fueron de la generación *millenial* –ahora con edades entre 24 y 39 años–; 6 de cada 10, hombres; en un 71% de los casos con estudios equivalentes a los del bachillerato español o superiores; emparejados –59%–, con hijos –54%–, una renta anual media equivalente a 55.000 euros y una media de 75.000 euros disponibles para invertir. En ese porcentaje de nuevos bolsistas también hay representación de gente más joven –la *Generación Z*, entre 21 y 23 años, con un peso relativo del 16% sobre este colectivo–, y también con más edad, ya que *la Generación X* –entre 40 y 55 años– copa el 22% de ese grupo inversor debutante durante la pandemia.

Pero, además de la juventud, entre las características que definen a estos nuevos accionistas están el optimismo sobre el futuro de los mercados y la ambición sobre el rendimiento que pueden sacar de sus inversiones, según la *Charles Schwab Survey: Generation Investor*, elaborada por esta firma de servicios financieros. Esta percepción del riesgo es más relajada que la de los inversores pre-pandemia: los novatos son más optimistas respecto a la evolución de la bolsa estadounidense en general –72% frente a 62%–, apostaron por un mejor año 2021 –57% contra 44%– y estaban decididos a aumentar sus posiciones –el 43% se disponía a invertir más, en tanto que sólo el 20% de los bolsistas más tradicionales pensaban hacerlo–. Según este informe elaborado a partir de 1.200 entrevistas individuales, los tres factores que más movilizan a las nuevas generaciones inversoras son, paradójicamente o no, acumular ahorro para casos de emergencia –54%–, conseguir más ingresos –53%– y ahorrar para la jubilación –46%–. Y el 82% de la muestra está confiado o muy confiado en que alcanzará sus objetivos financieros.

Más de 9 de cada 10 nuevos accionistas quieren una “plataforma para ejecutar las órdenes que sea fácil de usar” y también acceso a información y herramientas para “hacer su propio *research*”, según una encuesta de Charles Schwab

FTI Consulting explica que las plataformas de inversión –sobre todo, City Index, etoro, Hargreaves Lansdown y De Giro- son el método preferido para invertir directamente en acciones por casi el 39% de los nuevos inversores británicos, seguido de la inversión directa, sin asistencia de terceras partes, con el 34%

### Autonomía y desintermediación

En cuanto a la operativa, los nuevos accionistas quieren autonomía y rapidez: más de 9 de cada 10 nuevos accionistas quiere una “plataforma para ejecutar las órdenes que sea fácil de usar” y también acceso a información y herramientas para “hacer su propio *research*”, según la encuesta de Charles Schwab.

En consecuencia, la desintermediación es un fenómeno al alza. La firma norteamericana de consultoría financiera FTI Consulting explica en su informe *Decoding the new retail investor* que las plataformas de inversión –sobre todo, City Index, etoro, Hargreaves Lansdown y De Giro– son el método preferido para invertir directamente en acciones por casi el 39% de los nuevos inversores británicos, seguido de la inversión directa, sin asistencia de terceras partes, con el 34%. El 46% de los nuevos inversores *retail* considera las redes sociales –preferentemente, YouTube, WhatsApp e Instagram, por este orden– como fuente “confiable o muy confiable” a la hora de informarse sobre la inversión en acciones, y nada menos que el 80% frecuenta los foros online como Reddyt , Yahoo y Quora –ordenados por su mayor nivel de aceptación– para estar al día sobre la evolución de los mercados. Por eso no es de extrañar que,

## POCOS BOLSISTAS JÓVENES EN ESPAÑA

**La participación del inversor** minorista en el mercado bursátil español con respecto al total negociado se situó alrededor del 6% en 2021 –un punto porcentual menos que un año antes-, según el último análisis anual de la CNMV sobre el *Comportamiento de los inversores minoristas en los mercados financieros.*
Este análisis, que se realiza desde hace tres años, señala que "durante 2020 y a raíz de la pandemia, los inversores minoristas aumentaron significativamente sus operaciones con acciones de empresas del Ibex 35, sobre todo de compra, probablemente con la expectativa de obtener un rendimiento futuro cuando el entorno económico fuese más favorable", aunque después "se ha observado una disminución de la presencia de los minoristas en la negociación que se ha prolongado en 2021." En este sentido, los meses de pandemia coincidieron con "la entrada de numerosos inversores jóvenes", de modo que "en abril de 2020, el momento en el que más se redujo la edad promedio, esta era de 45 años para los hombres y 48 para las mujeres." Posteriormente, en diciembre de 2021, se vuelven a observar cifras de edad de los inversores cercanas a las de 2019: 51 y 55 años, respectivamente.
Según el análisis de la CNMV, en 2021 la proporción del volumen negociado ejecutado por hombres fue del 81,9% y la de mujeres se situó en el 19,1% en el último trimestre.

aunque el 41% dice invertir por fundamentales, el 38% lo hace "siguiendo los precios" y otro 34% coloca su dinero simplemente "siguiendo a la gente."

Estas nuevas tendencias de la inversión preocupan, y mucho a los reguladores y supervisores de todos los mercados en la medida en que, como señala Iosco –la organización internacional de comisiones de valores como la CNMV– "la digitalización evoluciona más rápido que los marcos regulatorios", lo que entraña "un riesgo de que los inversores retail puedan estar expuestos a una actividad online dañina o incluso fraudulenta". En su reciente *Report on Retail Distribution and Digitalisation*, Iosco concluye que la rapidez de la digitalización y del desarrollo de las plataformas "pueden no haber venido acompañadas de un aumento proporcional en la educación del consumidor financiero", lo que genera nuevos riesgos a los que deben enfrentarse los supervisores de una forma acelerada. "Algunos miembros de Iosco han observado el aumento de malas prácticas, incluyendo publicidad online agresiva, confusión entre productos e información engañosa distribuida a través del uso de redes sociales", se lee en este informe. "Esto puede estar alimentando el alza de los precios de algunas acciones", añade, basada en informaciones engañosas o no rigurosas.

### Influencia

Que los recién llegados a la bolsa quieran operar con autonomía, rapidez y bajos costes no está reñido con su vocación de largo plazo y una actitud claramente activista respecto a las compañías en las que invierten –tanto en el voto directo como en la relación de *engagement*–."La eclosión de plataformas de trading como Robindhood en Estados Unidos ha ayudado a la gente más joven a acceder más fácilmente a las acciones, incluyendo a los que negocian frecuentemente", según el informe *Shareholder Voice 2021* elaborado por la firma de servicios a emisores Equiniti (EQ). Pero, además, el informe de EQ muestra que el 80% de los accionistas de la *Generación Z* "ya ha votado en las juntas de accionistas, el más alto porcentaje de cualquier generación de inversores. Es más, un 9% adicional dice que le gustaría votar", lo que sugiere que "la mayoría están comprometidos y son inversores a largo plazo."

Sheryl Cuisia, presidenta de la *UK Individual Shareholder Society* (ShareSoc), indica en el informe de EQ que "en Estados Unidos en particular, al igual que en los países nórdicos, los accionistas individuales están comenzando a ser percibidos como jóvenes, *cool* y relevantes." Por su parte, el analista de la plataforma de inversión británica Hargreaves Lansdown, Nathan Long, apunta que "en la medida en que los inversores minoristas más jóvenes se van haciendo cargo de sus propias finanzas, van entendiendo cómo funcionan las compañías y cómo crecerán", lo que "podría ser beneficioso para estas, particularmente, las que están enfocadas al consumidor y pueden construir una lealtad de marca a través de la propiedad de sus acciones." De hecho, el 37% de los accionistas de la *Generación Z* que poseen acciones en Estados Unidos asegura que ser uno de los consumidores de estas compañías es una de las razones principales para comprar sus acciones; una vez más, el porcentaje más alto de cualquier generación de inversores. Por último, adicionalmente al retorno financiero, lo que busca la nueva generación de accionistas a cambio de su *engagement* con las compañías es "el mismo valor ofrecido por la pertenencia a un club, como formación, eventos, descuentos, *network* y experiencias."

### Derecho al voto

Este fenómeno de que el inversor minorista quiera una relación más estrecha con las compañías en las que invierte, bien identificado en el mercado británico y norteamericano, es extensible a otros países entre los que se encuentra España. El 77% de los accionistas particulares españoles entre los que se consideran "principiantes" y el 97% de los que se ven como "expertos/avanzados" creen que "deberían tener el poder de influir en las empresas en las que invierten", según el *Estudio Global de Inversión Schroders 2022* elaborado en base a una encuesta realizada a 23.000 inversores minoristas de 33 países del mundo, incluida España.

Con todo, el ejercicio del derecho a voto en las juntas de los accionistas particulares sigue siendo arduo. La federación europea de asociaciones de accionistas minoritarios manifestó a comienzos de este año que "en una vasta mayoría de casos, los accionistas no pudieron ejercitar completa o parcialmente sus derechos fundamentales en las juntas generales de accionistas" de 2021, lo que "revela una situación alarmante". Esta era la principal conclusión del informe *Barriers to Shareholder Engagement 2.0: SRD II Implementation Study,* realizado por la *European Federation of Investors and Financial Services Users* (BETTER FINANCE) y su rama alemana DSW.

El estudio mantiene que a pesar de la entrada en vigor en Europa de la directiva SRDII de fomento de la inversión a largo plazo en septiembre de 2020 "el ejercicio de los derechos de voto de los accionistas, especialmente trasfronterizos, continúan enfrentando obstáculos sustanciales" entre los que menciona "numerosos casos en los que se les han cargado altos costes –en algunas ocasiones de más de 250 euros por junta–" u otros derivados de las "complejas cadenas de intermediarios y el uso de cuentas *omnibus* –con intemediarios o *nominees depositarios de las acciones de los inversores individuales*–" que acaban por hacer más difícil, costoso y limitado el *engagement* del minoritario. Adicionalmente, la organización sugirió que se investigara "la involucración de los *neobrokers* en los procesos de gobernanza y el cumplimiento de la SRDII" y que los legisladores de la UE fortalezcan los mecanismos tecnológicos de comunicación directa entre minoritarios y empresas. "En el siglo XXI ya es hora de que los ciudadanos europeos sean capaces de ejercer sus derechos de voto, a través de sí mismos o con un *proxy* –por ejemplo, de una asociación independiente de inversores–, como copropietarios de compañías europeas desde sus *smartphones*", concluía Better Finance.

### Las gestoras se mueven

En paralelo con las demandas de mayor participación del minorista en las decisiones de voto, algunas gestoras han dado pasos modestos en esa dirección. Así, Schwab Asset Management ha lanzado un programa piloto que permitirá a partícipes de tres de sus fondos formular la dirección de su voto a los gestores a través de un recurso fintech facilitado por Broadrige, al tiempo que BlackRock, la gestora de fondos más grande del mundo y primer inversor por el valor de sus posiciones en la bolsa española, ha anunciado el lanzamiento de un proyecto piloto para permitir que, por primera vez, partícipes particulares de algunos de sus fondos de inversión en Reino Unido puedan elegir el sentido de su voto en las juntas de accionistas a partir de 2023. ○

IOSCO alerta de que algunos supervisores "han observado el aumento de malas prácticas, incluyendo publicidad *online* agresiva, confusión entre productos e información engañosa distribuida a través del uso de redes sociales"

Según EQ, el 80% de los accionistas de la *Generación Z* "ya ha votado en las juntas de accionistas, el más alto porcentaje de cualquier generación de inversores", lo que sugiere que "la mayoría están comprometidos y son inversores a largo plazo"

BlackRock ha anunciado el lanzamiento de un proyecto piloto para permitir que, por primera vez, partícipes particulares de algunos de sus fondos de inversión en Reino Unido puedan elegir el sentido de su voto en las juntas de accionistas a partir de 2023

## "El accionista retail es un segmento difícil para el departamento de IR"

Carlos Saez Gallego.
Country Head for Spain at Georgeson.

**El peso relativo de los accionistas particulares desciende continuadamente en las cotizadas, al menos Europa. ¿A qué cree que se debe este hecho? ¿Existen diferencias con otros mercados?**
En la bolsa española hemos visto como el segmento que más ha crecido en los últimos años es el tramo institucional extranjero. En este sentido, de acuerdo a los datos de Bolsas y Mercados Españoles, la participación de los no residentes en la propiedad de las cotizadas es del 48,8%. Este incremento, unido a la crisis financiera provocada por el COVID podría explicar el descenso en el tramo *retail*.

**¿Qué relevancia o peso debería tener el segmento de accionistas particulares en una cotizada? ¿Qué factores hay que tener en cuenta para determinar un equilibrio o segmentación concreto?**
Depende mucho del tipo de compañía del que estemos hablando. El accionista retail tiene unas peculiaridades que le hacen un segmento difícil de manejar para un departamento de relaciones con inversores. Suele ser menos activo a la hora de votar en una Junta y sin embargo, cuando vota suele delegar en el Consejo. Además, su gestión requiere de recursos adicionales en los departamentos de relaciones con inversores. Pero si se maneja bien, puede incluso convertirse en cliente de la compañía, por ejemplo. Existen compañías en España que han visto una oportunidad en la gestión estratégica de este segmento de accionistas y han implantado programas de fidelización y comunicación estratégica con ellos.

## Jella Benner–Heinacher

PRESIDENTA DE BETTER FINANCE

# *"Las reformas impulsadas por las crisis financieras mundiales han traslado la carga o responsabilidad al inversor minorista"*

TEXTO F. Rodríguez FOTOS Archivo

Jella Benner–Heinacher preside desde mediados de este año BETTER FINANCE, la Federación Europea de Inversores y Usuarios de Servicios Financieros, además de estar al frente de DSW, la organización homóloga alemana. Analiza para Emisores los principales retos a los que se enfrenta el menguante y menguado inversor minoritario europeo.

**Better Finance ha publicado este año el informe *New Investing Environment for Retail Investors* en apoyo de su respuesta a la consulta de la Comisión Europea (CE) sobre la estrategia de la UE para los inversores minoristas. ¿Qué es lo más destacable?**

En el informe, observamos un aumento sin precedentes del número de inversores minoristas en 13 jurisdicciones de la UE, la mayoría de los cuales son jóvenes y han entrado por primera vez en los mercados, con una fuerte preferencia por las acciones cotizadas y los fondos de inversión. Esto nos ha llevado a analizar los principales problemas a los que se enfrentan los inversores minoristas cuando empiezan a invertir y los accionistas individuales y minoritarios cuando permanecen activos en los mercados de capitales. Hasta ahora, las inversiones en los mercados de capitales para el segmento masivo de ahorradores no profesionales adoptaban, en el mejor de los casos, la forma de una inversión puntual en un fondo o un seguro de vida, sobre todo, con fines de jubilación.

**Destacan el papel de los nuevos *neobrokers*.**

El *social trading* se hizo muy popular durante el COVID para las generaciones más jóvenes, pero plantea importantes riesgos, en particular el *copycat trading* y los sesgos hacia determinadas inversiones. En el informe, destaca la cuestión de los *finfluencers*, es decir, figuras públicas en las redes sociales que supuestamente comparten su experiencia o su punto de vista sobre la inversión, pero que, en nuestra opinión, proporcionan información encubierta. Además, analizamos los modelos de negocio de estos *neobrokers* que se han hecho populares por los servicios de bajas tarifas –incluso con comisiones cero–, acompañados de un acceso directo a una amplia gama de valores como acciones, bonos y derivados, y la inversión *do it yourself* (hágalo usted mismo).

**¿Qué riesgos implican estas plataformas?**

Los riesgos que surgen de aquí son tres. En primer lugar, una cuestión de mejor ejecución debido a los pagos por los flujos de órdenes. En segundo lugar, estimular a los ahorradores minoristas a adoptar un determinado comportamiento de inversión que puede no estar alineado con su perfil de inversor en cuanto a tolerancia al riesgo, situación financiera, conocimientos, experiencia y horizonte de inversión. Y por último, recomendaciones de inversión no autorizadas que sesgan el comportamiento del ahorro hacia determinados productos.

**El informe también analiza otras problemáticas de los accionistas minoritarios.**

El informe identifica los principales obstáculos a los que se enfrentan los accionistas para ejercer activamente sus derechos. A menudo es difícil obtener certificados o documentación de las empresas de corretaje para ejercer los derechos de los accionistas. Es un proceso largo, muy costoso –especialmente, si es transfronterizo–, lo que hace que la participación en la Junta General sea muy difícil y poco atractiva para los accionistas no profesionales.

> El *social trading*, que se hizo muy popular durante el COVID para las generaciones más jóvenes, plantea importantes riesgos como el *copycat trading* y los sesgos hacia determinadas inversiones

**En algunas declaraciones de BF se puede leer que desde hace demasiado tiempo los inversores y ahorradores particulares se han visto desplazados de los mercados de renta variable y empujados hacia productos empaquetados que a menudo no rinden. ¿Podría concretar?**

Los mercados de capitales se han vuelto excesivamente complejos y la inversión no es un trabajo a tiempo completo. Por ello, los ahorradores minoristas deben confiar en los intermediarios para el asesoramiento y la distribución de las inversiones. Nuestros análisis muestran la disminución gradual de la participación de los hogares de la UE en las empresas que cotizan en bolsa en la eurozona. En resumen, mientras hace 40 años el sector de los hogares de la UE era el principal propietario de su economía, en la actualidad los principales titulares directos de acciones cotizadas son los inversores institucionales. Si observamos el desglose del balance financiero, vemos que los ahorradores minoristas se han desviado de estas inversiones directas al ahorro indirecto a través de productos de inversión empaquetados, como los fondos de inversión y los productos de inversión basados en seguros. Todo se reduce a los modelos y canales de distribución de las opciones y productos de inversión. ¿Dónde y cómo puede un ahorrador minorista comprar una acción del DAX30 si lo desea? En la mayoría de los mercados de la UE, el modelo de distribución dominante es el de los vendedores no independientes –agentes vinculados– o las redes internas, como los bancos y las plataformas en línea, donde sólo se muestra una pequeña gama de productos de inversión y por los que los 'asesores' o vendedores reciben comisiones de venta. Las comisiones son pagadas por los fabricantes de productos para que los promocionen y, en última instancia, son sufragadas por los ahorradores minoristas. Esto da lugar a un conflicto de intereses, ya que los distribuidores darán preferencia a los productos que pagan comisiones en lugar de, por ejemplo, las acciones de los ETF indexados, que no pagan ninguna.

**Su organización cree que el marco de protección de los inversores –normas de idoneidad de los productos, transparencia, divulgación, etc.– sigue siendo inadecuado y requiere reformas. ¿A qué se refiere?**

BT cree que no hay una bala de plata para mejorar el marco de los derechos de los inversores y que deben abrirse muchos 'frentes' para ofrecer un alto nivel de protección a los consumidores, como exige la Carta de Derechos Fundamentales de la UE. Vemos margen de mejora en cinco campos: normas de protección del inversor equitativas; el problema de agencia (conflictos de intereses); el desplazamiento de la responsabilidad a través de la divulgación; el recurso (colectivo); y la supervisión.

**Explíquese.**

De entrada, los hogares de la UE necesitan el mismo nivel de protección en todas las legislaciones sectoriales, lo que no ocurre actualmente. De hecho, en los mercados de valores

incluidos en la MiFID II son los más 'estrictos' –si podemos llamarlo así–, seguidos de los mercados de seguros, regulados por la IDD (Directiva de distribución de seguros), y el sector bancario. Así pues, la primera recomendación sería alinear al menos los dos primeros –MIFID II e IDD– y eliminar el arbitraje normativo que empuja a los fabricantes y distribuidores a favorecer una categoría de productos en detrimento de la otra. Además, en general, observamos un problema de conflictos de intereses y un profundo efecto corrosivo en la relación de agencia, como explicaba antes. El hecho de que las comisiones u otros incentivos desvíen a los proveedores de servicios financieros –o sea, los agentes– de actuar en el mejor interés de sus clientes –es decir, los mandantes– conduce a una amplia gama de efectos perjudiciales, desde la venta errónea hasta los malos resultados de las inversiones y la disminución de la confianza en los mercados de capitales.

**¿Qué otras implicaciones tiene este esquema dominante de distribución?**
Las reformas impulsadas por las crisis financieras mundiales se han materializado hasta ahora en un traslado de la carga/responsabilidad a los inversores minoristas, sobre todo, en forma de información o conocimientos financieros. En lugar de identificar y prevenir las prácticas que perjudican a este segmento tan vulnerable de consumidores, las autoridades nacionales y de la UE han optado por aumentar la información, lo que conduce a una sobrecarga de la misma e impulsar más campañas de educación financiera.
Por último, la legislación de la UE debe abordar el problema del resarcimiento: ¿qué ocurre cuando los grandes 'escándalos' financieros –con una repercusión transfronteriza– afectan a grandes categorías de consumidores e inversores en la UE? En la actualidad, los inversores directos en los mercados de capitales, ya sean propietarios de acciones o tenedores de bonos, son los únicos excluidos de las acciones colectivas en virtud de la nueva Directiva de la UE que armoniza las disposiciones legales nacionales sobre el tema.

**Uno de los objetivos declarados de la Unión de Mercados de Capitales (UMC) es "reforzar el vínculo entre el ahorro y el crecimiento", y dado que "los hogares son los principales ahorradores netos de la economía", el proyecto de la UMC pretende "impulsar las inversiones minoristas en los mercados de capitales y aumentar la confianza de los particulares". ¿Qué hay que hacer?**
Como ya he dicho, el enfoque debe ser holístico. Necesitamos un alto nivel de protección de los inversores y una estrecha supervisión para restablecer la confianza en los mercados de capitales, herramientas de reparación adecuadas para los inversores y un mercado competitivo de opciones y productos de inversión, que debe empezar por abordar los conflictos de intereses en los servicios financieros minoristas.

> Nuestro análisis muestra los elevados costes que deben soportar los accionistas cuando intentan participar en las JGA en la eurozona y el dificilísimo proceso burocrático y administrativo por el que deben pasar

**A pesar del papel esencial del accionista minoritario en los mercados de capitales europeos, parece que el debate se centra casi siempre en los intereses de los accionistas institucionales, los grandes fondos y también los asesores de voto. ¿Qué opina de esta evolución?**
Sí, ha sido así, y debería ser lo contrario: todos estos inversores institucionales utilizan el capital de los hogares de la UE y son agentes en la relación con las empresas cotizadas y los inversores minoristas. BETTER FINANCE, DSW y otras asociaciones de accionistas minoritarios dentro de nuestra organización luchan por hacer oír la voz de los accionistas individuales y no profesionales y crear un marco legislativo que beneficie sus intereses y necesidades, no los de los intermediarios.

**Hace unas semanas, BF finalizó el periodo de recogida de datos para su encuesta *Shareholders' Experience of Voting at AGMs across the EU.* ¿Qué información puede adelantar?**
Nuestro análisis preliminar muestra los elevados costes que deben soportar los accionistas cuando intentan participar en las JGA y el dificilísimo proceso burocrático/administrativo por el que deben pasar. Lo que recomendamos, basándonos en la experiencia de estos informes, es mejorar el proceso de participación de los accionistas, con diversas medidas: suprimir los obstáculos a la participación de los accionistas; abordar los problemas derivados de las complejas cadenas de votación y las cuentas ómnibus; simplificar la información a lo estrictamente necesario; armonizar las fechas de registro y los requisitos de documentación para los accionistas, e introducir una definición de 'accionista' para toda la UE.

**Los ETFs y los fondos indexados son probablemente los productos más recomendados para los inversores minoristas, pero dan una parte muy pequeña de participación en las decisiones de las empresas. ¿Qué cree que significa esto?**
Nos gustaría destacar que los ETFs, los fondos indexados y otros productos de bajo coste son quizás los más poco recomendables para los inversores minoristas, ya que éstos, en nuestra opinión, no pagan comisiones a los distribuidores –dados sus bajísimos costes– y tienen una feroz competencia de productos incentivados. De hecho, los inversores *do it yourself*, los que utilizan servicios de sólo ejecución, lo que significa que no hay interacción con asesores y vendedores, compran muchos más ETF de los que se recomiendan a través de los canales de distribución tradicionales. Pero tiene razón: comprar un ETF también significa que un inversor renuncia a sus derechos como accionista. En nuestra opinión, este es el papel del emisor de estos ETF, como BlackRock. En nuestra opinión, tienen un deber fiduciario muy importante para con los titulares de los ETF: deberían aumentar sus actividades de compromiso con las empresas en las que invierten y esto es especialmente cierto para el ejercicio de sus derechos como accionistas.

**¿Cree que las Directivas Mifid son realmente útiles para responder a las necesidades cotidianas de los consumidores financieros minoristas?**
El marco de la MiFID II es la piedra angular de la protección del inversor en la UE, pero es un marco extremadamente complejo, con más de un millón y medio de párrafos de legislación. El primer aspecto es racionalizarlo y simplificarlo. En segundo lugar, como ya se ha dicho, los inversores necesitan un conjunto de normas armonizadas en todos los sectores para eliminar el arbitraje normativo y el *gold plating*. Por ello, BETTER FINANCE está promoviendo el Libro de Normas Único para los Servicios de Inversión Minorista. Por último, insisto en que el enfoque para mejorar este marco debe ser holístico y considerar todas las cuestiones en su conjunto –en lugar de un 'enfoque de silos'– e identificar todas las áreas en las que se necesitan mejoras.

> Emisores de ETF como *BlackRock* tienen un deber fiduciario muy importante para con sus titulares: deberían aumentar sus actividades de compromiso con las empresas en las que invierten; especialmente, para el ejercicio de sus derechos como accionistas

> El riesgo de inflación debe figurar en los indicadores de riesgo obligatorios para los productos de inversión minorista y debería incluirse una advertencia destacada en la información precontractual para los consumidores

**BF mostró su preocupación por los efectos negativos de los continuos tipos de interés reales negativos y de la inflación en los ahorradores a largo plazo. Ha hablado incluso de 'represión financiera'.**
BT ha publicado muy recientemente la 10ª edición de su informe anual de investigación sobre la Rentabilidad Real del Ahorro a Largo Plazo y de las Pensiones, en el que ofrece un análisis de los efectos de esta 'represión financiera', cómo se posibilita, y recomendaciones sobre cómo abordarla. Aconsejamos, en primer lugar, empezar con una información justa: el riesgo de inflación debe figurar en los indicadores de 'riesgo' obligatorios para los productos de inversión minorista y debería incluirse una advertencia destacada en la información precontractual para los consumidores. Al mismo tiempo, hay que reintroducir el coste real y la rentabilidad pasada para que los ahorradores puedan comparar la rentabilidad neta nominal y la real, alertando a los ahorradores del impacto enormemente perjudicial que tiene la inflación en sus ahorros.

**¿Qué otras recomendaciones hacen relacionadas con la alta inflación?**
También hay que abordar las normas de distribución: los asesores o vendedores de productos financieros, los distribuidores en general, deben informar y educar a sus clientes no profesionales sobre la inflación. Además, cuando los asesores realicen una evaluación de idoneidad, lo mismo que los vendedores y las evaluaciones de conveniencia, los conocimientos y la experiencia del cliente deben abarcar también la comprensión del impacto exponencial de la inflación en los rendimientos. Por último, los supervisores financieros europeos –AES y AEVM– deben predicar con el ejemplo: los informes anuales de costes y rendimiento pasado de los productos supervisados por ellos deberían tener en cuenta el riesgo y el impacto negativo de la inflación, aumentando la concienciación y la educación, y proporcionando, cuando sea pertinente, tanto el rendimiento nominal de los productos de ahorro e inversión a largo plazo, como el rendimiento real en términos netos de inflación. ○

POR DOMINGO GARCÍA COTO
Y JAVIER GARRIDO

del Servicio de Estudios BME, SIX

# Los inversores internacionales y las familias son propietarios de dos tercios de las acciones cotizadas

*En el año 2021, caracterizado por la recuperación y progresiva vuelta a la normalidad tras la pandemia del Covid-19, la estructura de propiedad de las acciones cotizadas en la Bolsa española no registró modificaciones relevantes. Entre los pequeños cambios destaca la pérdida de un punto en la participación de los inversores extranjeros que se sitúa en el 48,8%, y siguen manteniéndose como los principales propietarios de las acciones españolas cotizadas a gran distancia de los demás grupos identificados en este estudio. Las familias mantienen un 17,1% de las acciones en un contexto donde han mejorado su posición financiera.*

**La presencia de inversores internacionales** en la Bolsa española se mantiene cerca del 50%, cifra que se sobrepasó de forma puntual en 2019. A cierre del año 2021, los no residentes controlaban el 48,8% de la capitalización bursátil de las empresas cotizadas españolas, 1,1 puntos menos que el año anterior y 1,4 puntos por debajo del récord histórico que se alcanzó hace un par de años. En lo que va de siglo los inversores extranjeros han aumentado en más de 14,5 puntos su peso en la Bolsa española, desde el 34,3% de 1999 al 48,8% de 2021. Si tomamos como referencia el año 2007, previo al estallido de la crisis financiera mundial que dio paso a la Gran Recesión, los extranjeros han aumentado su participación en 12 puntos porcentuales a lo largo de casi tres lustros marcados por sucesos negativos de diversa índole y gran envergadura: la crisis financiera, la crisis de deuda soberana en la Eurozona y la pandemia mundial causada por el Covid-19 que ha dado paso a una crisis energética de ámbito mundial.

La mayor internacionalización de la actividad de las empresas españolas y en particular de las cotizadas en Bolsa, ha sido uno de los factores que han contribuido a la recuperación de la economía española tras la crisis financiera mundial iniciada en 2008 y la posterior crisis de deuda soberana en Europa en 2012. Las principales empresas españolas no solo han internacionalizado su actividad sino también su capital y su financiación a través de acciones y bonos, ambos registrados en los mercados de valores. También la competitividad tecnológica y la transparencia de la Bolsa española han sido factores de peso en la consolidación de la confianza de los inversores foráneos.

## LOS INVERSORES EXTRANJEROS PREFIEREN INSTRUMENTOS COTIZADOS

Otra de las características que define la inversión extranjera en España es su apuesta creciente por compañías cotizadas frente a no cotizadas. Según los datos de las Cuentas Financieras de cierre de 2021 publicadas por el Banco de España, del valor total de las acciones españolas cotizadas, los inversores internacionales eran propietarios de algo más del 50% con un crecimiento de más de 20 puntos porcentuales en las últimas dos décadas. Si realizamos este mismo cálculo para las acciones y otras participaciones en el capital de empresas no cotizadas en Bolsa, los inversores no residentes son propietarios del 24% de estas, algo menos de la mitad que en el caso de las acciones cotizadas, una cifra que apenas está dos puntos porcentuales por encima de los valores alcanzados en el año 2000.

En suma, la presencia de extranjeros en el capital de las empresas españolas cotizadas no ha parado de crecer en los últimos 21 años mientras que su presencia en el capital de empresas no cotizadas apenas ha variado. De esta forma, la cotización en Bolsa de las empresas se revela también como un factor poderoso para atraer la participación de la inversión extranjera en el capital de las compañías españolas e impulsar, de este modo, sus planes de expansión. Los principales inversores dentro del grupo de los extranjeros son los denominados institucionales, es decir, gestoras de fondos de inversión y de pensiones, fondos soberanos, compañías de seguros, fondos de Capital Riesgo o Private Equity e incluso bancos de inversión e intermediarios que mantienen carteras de acciones. (*Ver información de apoyo-1*)

## LA IMPORTANCIA DE APOYAR LA SALIDA A BOLSA Y LA INVERSIÓN

Las elevadas cifras de participación de los inversores extranjeros en la Bolsa española subrayan la importancia de cuidar su presencia y favorecer la cotización en Bolsa de más empresas para que puedan beneficiarse de flujos de inversión globales que, de otra manera, son difíciles de conseguir. La salida a cotización o la presencia en la Bolsa durante el ciclo de vida de las empresas es un paso determinante y diferencial para la internacionalización de los negocios, la diversificación de los accionistas y las fuentes de financiación empresarial y en consecuencia para el crecimiento de tamaño, uno de los hándicaps de la economía española frente a sus comparables europeos que la ha penalizado durante la crisis del Covid-19 por el mayor impacto en empresas de menor tamaño.

La cotización en Bolsa y la presencia de fondos e inversores institucionales extranjeros en las empresas españolas son elementos determinantes para alcanzar dimensiones empresariales más acordes con las exigencias competitivas actuales. También el Plan de Acción para impulsar la Unión de los Mercados de Capitales Europeos (CMU) recoge como una de las principales medidas de fortalecimiento del ecosistema económico y financiero en Europa, la promoción de medidas e iniciativas que incentiven la financiación de empresas a través de los mercados, en especial aquellas que se dirijan a las pymes. En este punto, es importante que los responsables políticos entiendan que la fiscalidad es unos de los espacios de intervención con mayor impacto en la consecución de los objetivos más deseables para el crecimiento económico más equilibrado y resiliente.

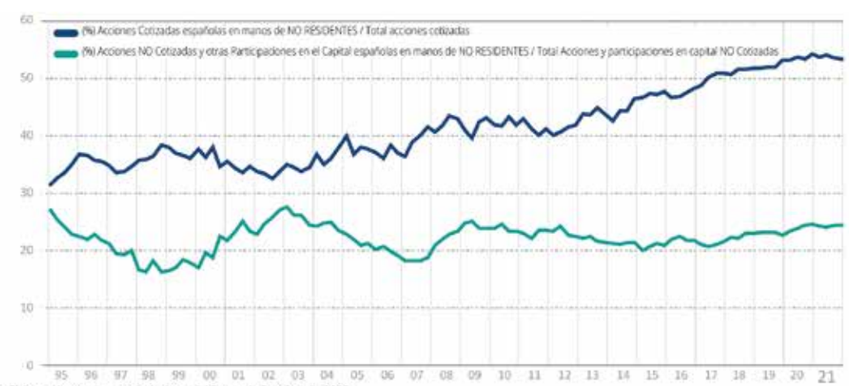
## TRES INVERSORES CONTROLAN EL 6% DEL IBEX-35

**Entre BlackRock, el fondo soberano de Qatar y la gestora de private equity CVC** acaparan el 6% del valor del IBEX 35® al cierre de 2021. El primero de ellos, BlackRock, tenía varias participaciones por encima del 5% en empresas cotizadas en la Bolsa española: el 5,25% en Iberdrola, el 5,4% en Santander, el 5,9% en BBVA, el 5,2% en Cellnex, el 6,1% en Amadeus o casi el 5% en Telefónica. También están presentes de manera destacada otros grandes inversores institucionales globales como Norges Bank, Vanguard, Fidelity, Standard Life, Capital Research, GIP, Amundi, Invesco y otros muchos. Sus participaciones se instrumentalizan fundamentalmente a través de Fondos de Inversión tradicionales, Fondos de Capital Riesgo o ETFs, fondos estos últimos que replican de forma pasiva índices de acciones cotizadas de los principales mercados de acciones mundiales. •

Por otro lado, parece claro que la fuerte presencia de accionistas extranjeros en las principales empresas españolas y la importancia del mercado bursátil para dotar de valoración eficiente a estas participaciones y proporcionar la liquidez adecuada deberían ser argumentos de mucho peso en contra del Impuesto a las Transacciones Financieras (ITF) que se aplica a las acciones de las empresas cotizadas en la Bolsa española desde enero de 2021. Al no ser un impuesto consensuado con la UE, el mercado bursátil español y por ende las principales empresas españolas cotizadas están siendo injustamente penalizadas como alternativa de inversión frente a otras empresas competidoras radicadas en otros mercados europeos o no. El ITF tiene efectos muy perniciosos para las empresas, para la industria financiera y, finalmente, para España como destino de inversión.

**PARTICIPACIÓN (%) DE EXTRANJEROS EN EL CAPITAL DE EMPRESAS ESPAÑOLAS**

Datos trimestrales mar-1995 a dic 2021 elaborados bajo metodología de las Cuentas Financieras de la Economía Española

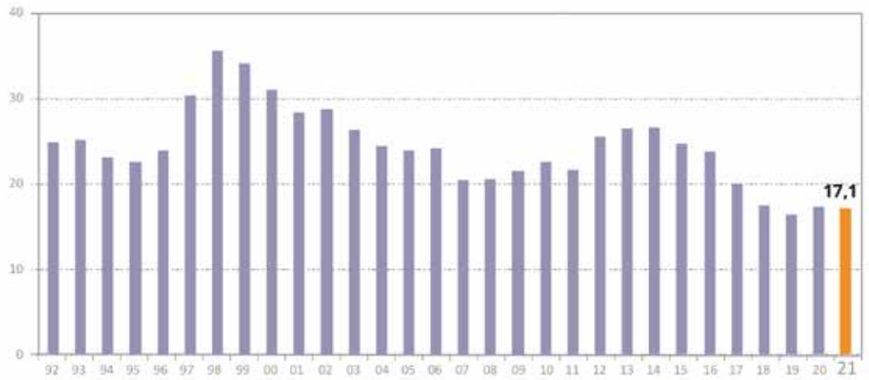



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco de España Julio 2022.

ANÁLISIS

## PROPIEDAD DE LAS ACCIONES DE LAS EMPRESAS COTIZADAS EN LA BOLSA ESPAÑOLA

Porcentaje (%) en manos de **FAMILIAS**




Fuente: Servicio de Estudios BME

### FAMILIAS

La participación de las familias españolas en la propiedad de acciones cotizadas de empresas españolas se ha mantenido estable en el 17,1% al cierre del año 2021, después de la subida de un punto porcentual experimentada el año anterior que rompía una racha de cinco años consecutivos de caída. El dato de 2020 y 2021 es el segundo más bajo de la serie histórica elaborada por el Servicio de Estudios de la Bolsa española que ya alcanza 30 años. La elevada presencia de inversores individuales o familias ha sido históricamente uno de los rasgos diferenciales de la Bolsa Española y se llegó a alcanzar máximos del 33,6% en 1999. La etapa de crecimiento más próxima a la actualidad se produjo durante los años posteriores a la crisis financiera y económica que se inició en 2008 cuando las familias se convirtieron en un puntal importante del mercado aumentando su cartera de acciones cotizadas El aumento de la actividad minorista detectada sobre todo en los mercados norteamericanos –pero también en Europa– a raíz de las fuertes caídas del mes de marzo de 2020 en plena crisis pandémica causada por el Covid-19, no ha tenido continuidad en 2021. La fuerte recuperación experimentada por las cotizaciones parece haber llevado sobre todo a recogidas de beneficios. En España, por ejemplo, la suma de accionistas de las cinco principales entidades cotizadas se redujo en más de 213.000 titulares al cierre de 2021 frente al cierre del año anterior.

Un análisis con una perspectiva más larga permite identificar algunos factores que pueden estar detrás de la reducción del peso de los pequeños accionistas en la propiedad de las empresas españolas cotizadas. El porcentaje mantiene en el medio plazo una acelerada convergencia con Europa, donde la participación directa de los inversores individuales en Bolsa ha sido tradicionalmente inferior a la de España. Las sucesivas reformas de los mercados financieros y de valores europeos, implantadas con el objetivo declarado de mejorar la protección de los inversores no han obtenido hasta la fecha los resultados esperados de incorporar más inversores a la propiedad de acciones cotizadas ni tampoco, dicho sea de paso, aumentar las empresas cotizadas. Así mismo, en las salidas a Bolsa que han tenido lugar en los últimos años, se ha prescindido mayoritariamente del tramo minorista que fue característico en los estrenos bursátiles que tuvieron lugar masivamente en la última década del siglo pasado.

**Las sucesivas reformas de los mercados financieros y de valores europeos, implantadas con el objetivo declarado de mejorar la protección de los inversores, no han obtenido hasta la fecha los resultados esperados de incorporar más inversores a la propiedad de acciones cotizadas ni tampoco, dicho sea de paso, aumentar las empresas cotizadas**

También, entre las razones de esta reducción tendencial del peso de los inversores particulares individuales en el mercado de acciones nacionales, se encuentra el creciente peso de los Fondos de Inversión en las carteras de los españoles, por su ventajoso tratamiento fiscal y por la apuesta comercial de las entidades financieras y especialmente bancarias por estos vehículos. (*Ver información de apoyo*)

### EMPRESAS NO FINANCIERAS, IICS Y PENSIONES

La participación en la Bolsa española de las empresas no financieras se situaba al finalizar 2021 en el 20,9% de la capitalización total de las cotizadas españolas, una décima porcentual menos que el año anterior. En los últimos 6 años transcurridos desde 2016 la participación de este grupo de inversores se ha mantenido entre el 20 y el 21%.
Las Instituciones de Inversión Colectiva (IICs), los seguros y otras instituciones financieras no bancarias controlaban a cierre de 2021 el 7% de la capitalización bursátil de las empresas cotizadas españolas, un rebote de seis décimas respecto al año anterior pero todavía lejos de su nivel máximo en la serie histórica que se alcanzó en los años 1997 y 1998 cuando este grupo llegó a ser propietario del 10,2% del valor total de la Bolsa española.

Aunque la participación en la Bolsa nacional de los Fondos de Inversión y SICAVs españolas subió el 8,7% en 2021 hasta los 8.465 millones de euros, se mantiene en niveles relativos muy bajos. En términos porcentuales, las SICAV y los Fondos de Inversión controlaban a cierre del año pasado apenas el 1,15% de la capitalización de los valores españoles, incluso con una leve reducción respecto al año anterior. El perfil conservador de los inversores españoles y la creciente diversificación geográfica de las carteras de las IICs, efectuada en muchas ocasiones a través de la adquisición de participaciones en otros fondos de inversión nacionales, pero sobre todo extranjeros, explican en gran medida la baja participación institucional nacional en la Bolsa española. Como hemos señalado años anteriores con ocasión de la presentación de los datos de este Informe, la falta de incentivos para que la inversión institucional nacional apoye el tejido empresarial español cotizado supone sobre todo un hándicap para las cotizadas de menor tamaño que atraen en menor medida la atención del inversor extranjero. Para revertir esta situación es importante que las autoridades nacionales lo tengan presente en un momento económico tan delicado y con retos de competencia, cambio y transformación tan intensos.

Un hecho destacable en 2021 ha sido el aumento de la inversión en Bolsa española de los Fondos de Pensiones. Su valor creció un 21% en el año hasta los 15.580 millones de euros. En términos relativos, su cartera equivale a un 2,1% de la capitalización de las empresas españolas cotizadas. Esta cifra sigue siendo muy baja en términos relativos y comparativos con otros países europeos.

### REPUNTE DE LA PARTICIPACIÓN DE LOS BANCOS

La participación del sector de bancos y cajas de ahorro en la Bolsa española repunta en 2021 hasta el 3,5%, la cifra más alta de los últimos seis años. El porcentaje de las empresas españolas cotizadas en la Bolsa española en manos de entidades bancarias ha seguido una trayectoria fuertemente descendente que se inició con el máximo del 15,6% en 1992. En la última década, entre 2011 y 2021 la caída es de 4 puntos porcentuales y desde el año de cierre del siglo XX la pérdida supera los 9 puntos porcentuales. La tendencia refleja el profundo cambio experimentado por la actividad bancaria en las últimas décadas, con un marcado acento en la reducción de las participaciones industriales, las desinversiones impuestas por la crisis financiera y su necesidad de reforzar el capital. La nueva normativa surgida a raíz de la crisis financiera penaliza las participaciones de las entidades bancarias en empresas cotizadas ya que afecta a su cálculo de solvencia.

### LA PARTICIPACIÓN DEL SECTOR PÚBLICO PIERDE DOS DÉCIMAS Y QUEDA EN EL 2,7%

Las Administraciones Públicas españolas, a través de diferentes organismos, entidades y empresas públicas, controlaban al cierre del año 2021 un 2,7% del valor de mercado de los valores españoles cotizados en Bolsa, dos décimas menos que el año anterior. Los sucesivos procesos de privatización de empresas públicas de finales de los años 90 del siglo pasado que fueron canalizadas a través del mercado bursátil con gran participación de accionistas individuales provocaron la gran reducción la participación de las Administraciones Públicas en las empresas cotizadas españolas. Si en 1992 esta participación llegó a ser del 16,6%, a finales de 1998 bajó hasta el 0,6%. Así se mantuvo, en niveles residuales, hasta que repuntó al 2,3% en 2013, a causa de las ayudas públicas que recibieron algunas entidades bancarias y en concreto la nacionalización de Bankia a raíz de la crisis financiera y de deuda soberana de los años entre 2008 y 2014. ○

## MENOS RENDIMIENTO BURSÁTIL Y MÁS CRIPTOS

**También el reducido rendimiento** del mercado bursátil español en la última década, sobre todo sectores de gran tamaño como el bancario o el de telecomunicaciones que concentraban gran número de inversores particulares, pueden estar detrás de este descenso en la participación de los inversores españoles en la Bolsa. Incluso otro de los factores que ha podido influir, centrándose sobre todo en 2021, es el creciente interés de los nuevos inversores por los criptoactivos. De acuerdo con la Federación internacional de Bolsas de Valores (WFE) citando datos de Chainalysis, la inversión en estos activos ha crecido en el mundo un 2.300% entre el tercer trimestre de 2019 y el segundo trimestre de 2021. En España, según un reciente informe de la consultora KPMG, se estima que 4,4 millones de personas han invertido o tienen inversiones en criptomonedas y casi el 71% de los mismos superan los 1.000 euros. Adicionalmente y de acuerdo con otro informe del Banco de España, en términos de volumen de transacciones de criptomonedas España tiene un peso proporcional a su PIB en el contexto de la Eurozona, alrededor del 10% entre julio de 2020 y junio de 2021. •

## "Es patético que sólo el 50% de la economía española esté representada en bolsa"

**emisores** | Lola Solana, Head of European Small Caps Equity Funds en Santander AM y analista de bolsa desde hace más de tres décadas, es la nueva presidenta del Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF) desde julio de este año. Explica para Emisores-Consenso del Mercado sus planes para esta institución y su visión sobre la figura y la función del analista financiero y otros aspectos de los mercados de capitales.

## La invasión de Ucrania impacta en fondos y financiación ESG

**emisores** | "La invasión afloró un nuevo y potencial desafío para los objetivos climáticos de la UE en la medida en que algunos países volvieron al carbón para compensar las más bajas importaciones de combustible fósil de Rusia. También tuvo un impacto asimétrico en los mercados ESG." Es la conclusión del último newsletter semestral de ESMA –Spotlight on Markets– respecto a los efectos de la guerra de Ucrania sobre la inversión y la financiación sostenibles.

Instituto de Consejeros-Administradores
Asociación Española de Consejeros

## El ICA pide una OPA en Indra

**emisores** | El Instituto de Consejeros-Administradores (ICA), organización que pertenece también a su homóloga europea Ecoda, ha emitido una declaración institucional en la que "pide a la Administración y accionistas que han actuado coordinadamente, el lanzamiento de una OPA sobre la empresa tecnológica cotizada Indra."

Además, El ICA "pide al consejo de administración de Indra, en defensa de todos los accionistas, que solicite a la Administración y accionistas que han actuado coordinadamente, el lanzamiento de una OPA."

**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"

### El proyecto de Ley del Mercado de Valores entra en el Congreso

### Las campañas activistas han aumentado el 39% en lo que va de 2022

### BlackRock ofrecerá la posibilidad de votar a partícipes individuales de fondos en 2023

### El 60% de los nuevos consejeros de cotizadas compagina el puesto con funciones ejecutivas



Fidelity Funds America Fund

Fidelity Funds America Fund

Un enfoque diferenciado de la inversión en valor.

Toda la información del fondo en este QR

Fidelity INTERNATIONAL

El valor de las inversiones que generan pueden bajar tanto como subir, por lo que usted/el cliente podría no recuperar la cantidad invertida. Las inversiones deben realizarse teniendo en cuenta la información en el folleto vigente y en el documento de datos fundamentales para el inversor (DFI), que están disponibles gratuitamente junto con los informes anuales y semestrales a través de nuestros distribuidores y nuestro Centro Europeo de Atención al Cliente: FIL (Luxembourg) S.A. 2a, rue Albert Borschette BP 2174 L-1021 Luxemburgo, así como en www.fondosfidelity.es. Fidelity/FIL es FIL Limited y sus respectivas subsidiarias y compañías afiliadas. Fidelity Funds es una sociedad de inversión colectiva de capital variable constituida en Luxemburgo. Fidelity Funds está inscrita en CNMV con el número de registro 124, donde puede obtenerseinformación detallada sobre sus entidades comercializadoras en España. Fidelity, Fidelity International, el logotipo de Fidelity International y el símbolo F son marcas de FIL Limited. Emitido por FIL (Luxembourg) S.A. CS1053

# HACIA UNA NUEVA (Y OBLIGADA) LEY DEL MERCADO DE VALORES

Se trata de un proyecto de gran ambición que trata de contribuir a situar al mercado español en mejores condiciones competitivas en el ámbito de los instrumentos de renta fija, el régimen de las SPACs y la utilización de las nuevas tecnologías de registro distribuido. Todas ellas constituyen novedades de la mayor importancia e interés.

**Francisco Uría Fernández**
Socio responsable global de banca y mercados de capital en KPMG

Avanzada la tramitación parlamentaria del Proyecto de ley de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión que derogará el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprobó el hasta ahora vigente Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores (TRLMV) y también el Real Decreto-ley 17/2021, de 29 de diciembre y el Real Decreto-ley 14/2018 que habían modificado previamente aquél, parece obligado dedicarle una minuciosa atención.

Su exposición de motivos indica que la futura ley se convertirá en la nueva "ley marco de los mercados de valores" en sustitución del Texto Refundido vigente.

Aunque existen algunos objetivos de política legislativa 'nacional' y también se introducen reformas orientadas a mejorar la eficiencia y el atractivo de los mercados españoles, la nueva ley responde, ante todo, a la necesidad de adaptar nuestra normativa a un buen número de normas europeas, aprobadas en los últimos años, y que tienen un importante impacto.

El hecho de que se trate de transponer un conjunto tan relevante de normas europeas, al tiempo en que el propio régimen europeo en las materias abordadas está siendo objeto de modificaciones importantes, con plazos de elaboración, aprobación, entrada en vigor y aplicación efectiva distintos, y que en algunos casos irán más allá de los de esta norma, hace que este ejercicio de transposición revista una extrema complejidad.

El número y la importancia de estas normas hacía a todas luces imposible la introducción de nuevas reformas del TRLMV con lo que la aprobación de una nueva Ley que lo derogará parece adecuada.

## Normas transpuestas

Las normas europeas que se transpondrán a nuestro derecho serán las siguientes:

- La Directiva 2019/2177, de 18 de diciembre de 2019 que transfiere la autorización y la supervisión de determinados proveedores de suministro de datos (distintos de los relativos a los sistemas de información y autorizados y agentes de publicación autorizados) a la ESMA.
- La Directiva 2020/92, de 7 de octubre, que modifica el régimen jurídico aplicable a las personas jurídicas autorizadas como proveedores de servicios de financiación participativa, adaptándolo a lo previsto en el Reglamento 2020/1503, de 7 de octubre de 2020.
- La Directiva 2021/338, de 16 de febrero de 2021, que contenía una serie de normas destinadas a facilitar la financiación empresarial en el contexto de la COVID-19, y que flexibilizó determinados requerimientos regulatorios aplicables a los agentes económicos de modo que los proveedores de servicios de inversión pudieran contribuir a la recapitalización y refinanciación de las empresas europeas.
- La propuesta de Directiva por la que se modifican las Directivas 2006/43/CE, 2009/65/CE, 2009/138/UE, 2011/61/UE, 2013/36/UE, 2014/65/UE, (UE) 2015/2366 y (UE) 2016/2341, y que acompaña a las propuestas de Reglamentos relativos a los mercados de criptoactivos, al régimen temporal para las infraestructuras del mercado basadas en tecnología de registros distribuidos (TRD) y a la resiliencia operativa digital. También se incluyen normas destinadas a dotar de la imprescindible seguridad jurídica a la representación de valores mediante tecnología de registro distribuido, lo que permitirá que en España pueda aplicarse el Reglamento sobre un régimen piloto de las infraestructuras del mercado basadas en aquélla. También se completa la adaptación de nuestro ordenamiento al Reglamento relativo a los mercados de criptoactivos (MICA).
- La Directiva 2019/2034, de 27 de noviembre de 2019, relativa a la supervisión prudencial de las empresas de servicios de inversión.

Además, y ya desde una perspectiva de política legislativa nacional, se hacía necesario reconfigurar el derecho español de los mercados de valores para responder a la dualidad europea entre Reglamento y Directiva y para reconocer el mayor protagonismo de las normas reglamentarias (reglamentos generales) de desarrollo de la ley.

El hecho de que se trate de transponer un conjunto tan relevante de normas europeas, al tiempo en que el propio régimen europeo en las materias abordadas está siendo objeto de modificaciones importantes, con plazos de elaboración, aprobación, entrada en vigor y aplicación efectiva distintos, y que en algunos casos irán más allá de los de esta norma, hace que este ejercicio de transposición revista una extrema complejidad.

## Mayor competitividad

Adicionalmente, se trataba de cumplir con otros objetivos relevantes para la competitividad de los mercados españoles, como eran:

- La configuración definitiva del régimen jurídico que, a través de una modificación de la Ley de Sociedades de Capital, habrá de regir la nueva figura de las 'SPACs'.
- La "eliminación de requisitos superfluos y redundantes para la admisión a negociación de valores de renta fija para contribuir a aumentar el atractivo de nuestro mercado en dicho segmento" como indica de nuevo la exposición de motivos de la futura ley, al tiempo que también pretenden aligerarse ('ajustarse' en la terminología del proyecto legal) las obligaciones de información de los participantes en las infraestructuras de post-contratación españolas.

Por último, y como indicábamos con anterioridad, se pretende mejorar la calidad técnica de la propia normativa del mercado de valores, aligerando su 'ley marco' de aquellas normas que podían encontrar mejor acomodo en las normas de rango reglamentario que la desarrollan, reservando para la ley, estrictamente, "los caracteres esenciales de los mercados de valores, las obligaciones y derechos básicos de sus agentes y de la clientela financiera, y el régimen de supervisión y sanción a cargo de la CNMV".

En esta misma línea de mejora 'formal' del régimen legal de los mercados de valores, cabe incardinar la modificación del régimen sancionador de los sujetos que intervienen en ellos, siguiendo de cerca el modelo de la Ley General Tributaria, para tipificar infracciones y sanciones, en todos sus grados, en un artículo único para cada una de las conductas infractoras, mejorando por tanto la claridad del texto.

## Otras novedades

Entrando en las novedades sustantivas de la nueva regulación cabría destacar, a nuestro juicio, las siguientes:

- La diferenciación de los requisitos prudenciales exigidos a las empresas de servicios de inversión en función de su tamaño (más de treinta, quince o cinco millones de euros de valor total de sus activos consolidados o los del grupo del que formen parte) destacándose que el primer grupo de ellas serán consideradas como entidades de crédito y supervisadas por tanto por el Banco de España.
- Desaparece la obligación del depositario central de valores de contar con un sistema de información para la supervisión de la negociación, compensación, liquidación y registro de valores.
- Se extiende a los sistemas multilaterales de negociación el régimen de las OPAs.
- Se refuerza la protección de los inversores frente a las empresas que ofrecen servicios de inversión sin contar con la preceptiva autorización de la CNMV.
- Se desarrolla el régimen de las sociedades cotizadas con propósito para la adquisición (SPAC, por sus siglas en inglés), una figura que ha tenido ya un cierto éxito en otros mercados, que ya motivó una reforma anterior del TRLMV y sobre el que, al margen del acierto de su regulación, cabe señalar que entrará en vigor en circunstancias de mercado muy distintas de aquellas que conocieron sus mejores días. Buena parte de este nuevo régimen se contiene en la disposición final segunda de la ley, que introduce un nuevo capítulo en el Título XIV de la Ley de Sociedades de Capital.
- Se establece que el servicio de reclamaciones de la CNMV actúe como entidad de resolución alternativa de litigios.
- Se prevé el régimen jurídico específico aplicable a los derechos de emisión y se habilita a la CNMV, el Banco de España y el Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital para aprobar códigos de conducta que contengan las reglas específicas a las que deberán ajustarse las inversiones financieras temporales que hagan las entidades sin ánimo de lucro.

En definitiva, se trata de un proyecto de gran ambición, que derogará el marco general de los mercados de valores hasta ahora vigente, y que trata de contribuir a situar al mercado español en mejores condiciones competitivas en el ámbito de los instrumentos de renta fija, el régimen de las SPACs y la utilización de las nuevas tecnologías de registro distribuido, todo lo cual constituyen novedades de la mayor importancia e interés.

# Invertir como un Value con enfoque Private Equity

Innovar en los mercados de capitales es una tarea ardua. LIFT Asset Management, una firma independiente especializada en el asesoramiento y gestión de activos dirigidos a clientes institucionales, empresas y grupos familiares, lo intenta en el mundo de las cotizadas, las socimis especializadas y la deuda corporativa de compañías con algún accionista de PE.

TEXTO F. R.

"Hay una oportunidad en el mundo de la gestión de hacer cosas diferentes e innovadoras", asegura Francisco López Posadas, socio fundador y CEO de LIFT Asset Management, un grupo independiente con 20 profesionales –muchos de ellos procedentes del mundo del PE– que en siete años ha alcanzado un volumen de patrimonio bajo gestión de 250 millones de euros, con la previsión de elevar esta cantidad hasta los 500 millones en 2025.

El primer eje de LIFT es la inversión directa o a través de *Club Deals* en activos cotizados, a través de *Lift Investment Advisors*, donde el enfoque de inversión es mixto. "Nos alejamos del cortoplacismo habitual del inversor tradicional en bolsa y somos *value* porque creemos que hay que comprar cosas cuando los fundamentales son atractivos, pero también nos interesa ver cómo es la compañía, el *management*, los riesgos, el accionariado… de modo que puede haber compañías que sean *value*, pero que no reúnan todos los requisitos para ser invertibles. Lo más diferencial es el proceso de inversión, que es una réplica del que utilizábamos en el mundo del PE, pero aplicado al mundo de las cotizadas, con un *due dilligence* muy amplio, estando más tiempo en ellas y en el seguimiento de la gestión, con proactividad", dice López Posadas.

El CEO de LIFT explica que le gusta "que en las cotizadas en que estamos haya un fondo activista, porque siempre viene bien que haya un reto continuo y porque son los mayores generadores de valor en muchas compañías. Nosotros estamos en Unilever, que tienen al fondo Trian en el accionariado. Existe una oportunidad de proactivismo en general en el mundo cotizado europeo y en España: si coges el 90% de cotizadas fuera del Ibex 35 hay oportunidades de este tipo, y dentro del Ibex 35, en al menos la mitad hay cosas por hacer."

En renta fija, la gestora trabaja a través del fondo *Lift Income Fund*, especializado en bonos corporativos de compañías que, en su mayoría, tienen un accionista de PE. "Venimos de este mundo y nos gustan los bonos *high yield*, porque muchas veces vemos oportunidades en activos mal valorados. Fertiberia, Grifols, Verisur… Me parece más atractivo estar invertido al 8 o 9% en estas compañías que en un *coco* bancario", argumenta.

> "Existe una oportunidad de proactivismo en general en el mundo cotizado europeo y en España: si coges el 90% de cotizadas fuera del Ibex35 hay oportunidades de este tipo, y dentro del Ibex 35, en al menos la mitad hay cosas por hacer", dice el CEO de LIFT

Por último, la especialización de LIFT llega al mundo de las socimis, con la primera en España dedicada a la 'licuación patrimonial' o vivienda inversa de las personas mayores –*Inversa Prime*–, con 200 casas en cartera y una capitalización bursátil superior a los 100 millones de euros, y otra más –*Digital Kitchens*–, que adquiere activos inmobiliarios en las principales capitales españolas destinados a ser alquilados a los principales operadores de *cloud kitchen* para comida a domicilio. LIFT ha sido el primer inversor inmobiliario en España que entra en este negocio y el primero en llevarlo a cabo a través de *Joint Ventures* con operadores de *cloud kitchen* y cadenas de restauración. Su último gran acuerdo ha sido con La Gran Familia, el grupo de comida a domicilio del chef Dani García, por el que este contará con hasta 20 millones de euros de inversión para adquirir locales en las principales ciudades españolas donde instalará cocinas para su negocio de *delivery gourmet*.





# Portfolio Stock Exchange, en la rampa de salida

El nuevo MTF de capital nacional arrancará en breve en España con la previsión de alcanzar una capitalización de 3.000 millones de euros en 2023.

TEXTO F. Rodríguez

**Portfolio Stock Exchange** arrancará probablemente antes del final de este año con su primera compañía cotizada, después de cuatro años de "destripar el modelo tradicional" de mercado de valores y de adaptar elementos de los sistemas multilaterales de negociación en los quiere inspirarse: NXchange, en Amsterdam, con mucha experiencia en *crowfunding*; IPSX, el mercado londinense especializado en inmobiliario; y el mercado norteamericano LTSE, especializado en la inversión a largo plazo. Buena parte de esta ardua fase de lanzamiento se ha centrado en explicar a la CNMV –con éxito, hasta la autorización final de las operaciones– un modelo de mercado desconocido en España en muchos de sus términos, que integra en una única plataforma el mercado primario, el secundario y los procesos de post-contratación y custodia para todo tipo de emisores e inversores: *crowfunding*, socimis, acciones y bonos de empresas *midcap*, familiares y tecnológicas, o fondos de capital-riesgo e inversión alternativas.

## AHORROS

El ahorro de tiempo material y de costes en la entrada al mercado y posterior cotización de las compañías, la desaparición de numerosos intermediarios en la cadena, y la flexibilidad en la información que se exige, la tramitación burocrática y el sistema operativo y de compensación y liquidación son los tres bloques donde el nuevo proyecto dice ofrecer ventajas competitivas.

"Quien quiera entrar al mercado sólo necesita un auditor, un abogado, un banco colocador y un asesor financiero acreditados, y si quiere, a nosotros, pero se puede ahorrar el resto de los intermediarios", explica Santiago Navarro, Ceo y cofundador de la compañía. "Lo único que pedimos al emisor es la auditoría de una *big four*, de BDO o de *Grant Thornton*, y que el documento de emisión o folleto esté redactado por un bufete de reconocido prestigio en el mercado de capitales, para lo que utilizamos como referencia tanto aquí como en el extranjero el directorio de Chamber's", añade.

Navarro asegura que el periodo necesario para que una compañía salga a cotizar en Portfolio "desde cero es de 50 días, y de dos semanas en el caso de las socimis, y lo puedes hacer desde la web". En cuanto a los costes, que se pueden obtener directamente en una calculadora disponible en la web del mercado, por ejemplo, una socimi de 50 millones de euros de capitalización pagaría 89.000 euros por la salida y 26.000 al año por el mantenimiento, frente a los alrededor de 350.000-400.000 euros y alrededor de 165.000 euros, respectivamente, que habría que dedicar a la operación en un mercado tradicional.

> *Una socimi de 50 millones de euros de capitalización saltaría al nuevo mercado en dos semanas y pagaría 89.000 euros por la salida y 26.000 al año por el mantenimiento, costes muy inferiores a los habituales*

## FLEXIBILIDAD

Una vez en el mercado, la cotización se establece en tiempo real, con unas condiciones de *free-float* exigidas bastante más relajadas que las habituales –ninguna paras socimis y tampoco para las demás compañías los primeros cinco años–, y sin cámara de compensación y liquidación –"los valores están dados de alta en Euroclear Francia y todas las operaciones son prefondeadas, de modo que limitamos la contrapartida"–.

El Ceo de Portfolio señala que en su cartera de potenciales clientes hay "85 compañías –sobre todo, socimis y tecnológicas–, que ya tienen otorgado un mandato de salida a un bufete" y que "hay apetito de todo tipo de perfiles, a los que antes desincentivaba la salida a bolsa por complejidad o volumen de costes." El tamaño medio de este grupo de potenciales clientes se sitúa entre 18 y 200 millones de euros de valoración previa, aunque la gama se extiende desde los 9 a los 1.000 millones, y hay proyectos como el de un emisor de bonos que pretende ofrecer un cupón diario –por ejemplo, por el alquiler de motocicletas, con ingresos fácilmente calculables– o el de un organizador de *egames* que dispone de una base de 4 millones de clientes a parte de los cuales pretende fidelizar.

Santiago Navarro –exabogado de Ashrust– y Mariano Torrecilla, emprendedor tecnológico, tienen la mayoría de un proyecto dotado con 3,2 millones de euros y apoyado por un grupo de 70 accionistas de la industria financiera o tecnológica que participan en el proyecto a título personal, provenientes de compañías como Turquoise, Santander Investment, BME, Inversis, JPMorgan o la Bolsa de Londres. Portfolio cuenta también con una red de *trusted partners* que incluye a firmas como Uría y Menendez, Garrigues, Pérez-Llorca, Ashurst, KPMG, Clifford Chance, o Hogan Lovells, además de los *brokers* Tradition y GPM. "Ni les pagamos, ni nos pagan: sólo asesoran en las operaciones si les conviene", dice el Ceo de Portfolio. La compañía pretende levantar 1 millón de euros adicionales para crecer en el exterior, comenzando por Países Bajos y Portugal.

**Jesús González-Nieto,**
DIRECTOR GERENTE DE BME GROWTH Y LATIBEX

# "Sería muy adecuada la creación de un vehículo de inversión específico para Pymes con ventajas fiscales"

Jesús González-Nieto, Director Gerente de BME Growth y Latibex, analiza la evolución y perspectivas de ambos mercados así como la influencia de la coyuntura monetaria y macroeconómica en el esquema de financiación de las empresas y en la inversión.

TEXTO emisores FOTOS Jesús Umbría

**Latibex, el mercado de acciones latinoamericanas de BME, acaba de celebrar su 24ª Edición hace apenas unas semanas. ¿Qué balance hace en cuanto a asistencia de compañías, cantidad y calidad de los contactos, y temas relevantes que han centrado los paneles de discusión?**
Estamos muy satisfechos con la evolución de esta vigésimo cuarta edición del Foro Latibex. Dos años después, hemos podido volver a celebrar de forma presencial este encuentro entre empresas latinoamericanas o con presencia en Latinoamérica e inversores, que se ha consolidado como la cita de referencia. Han asistido 45 compañías y más de un centenar de inversores, que han mantenido cerca de 300 reuniones en las que los gestores de las empresas han explicado sus planes de negocio y sus perspectivas de futuro. En paralelo a las reuniones, como todos los años, también hemos organizado un programa de paneles de debate en los que se han abordado las principales cuestiones de actualidad que afectan a la región, y que se han podido seguir tanto de forma presencial como por *streaming* a través de la web del Foro, donde se han registrado 189 personas que han sumado cerca de 8.000 minutos de conexión. Entre otros temas se ha hablado de la situación macroeconómica, el sector energético, la inversión socialmente responsable, la disrupción tecnológica o las oportunidades de inversión en la región.

**¿Cómo está siendo el año para el mercado Latibex?**
2022 está siendo un muy buen año para los inversores en el mercado Latibex, que se revaloriza más de un 10% en lo que va de año.

**¿Qué ocupa y preocupa ahora a las empresas latinoamericanas?**
La ralentización económica que anticipan los organismos internacionales es sin duda un motivo de inquietud, aunque de momento la región está resistiendo con mayor solidez que otros lugares del mundo. Por supuesto, la evolución de la guerra de Ucrania y el cambio de ritmo de las políticas monetarias de los principales bancos centrales son otras preocupaciones de las empresas latinoamericanas, que sin embargo han mostrado en este Foro Latibex un moderado y razonable optimismo. La anticipación de algunos de sus bancos centrales, como el de Brasil, ha hecho que su inflación se esté sujetando con mayor eficacia. De hecho, Brasil y México tienen niveles de inflación inferiores a Alemania. Un posible ciclo expansivo en los precios de las materias primas también beneficiaría a la región. En resumen, los ponentes del Foro han trasmitido que América Latina está mucho mejor preparada que en crisis anteriores.

**¿Hasta qué punto ha logrado Latibex ser la puerta de entrada de los inversores europeos a los valores latinoamericanos? Dicho de otro modo, ¿en qué punto está ahora el mercado después de más de dos décadas de funcionamiento y cuáles son ahora sus objetivos a medio y largo plazo?**

> **En junio de este año recibimos la incorporación de una nueva empresa, la compañía brasileña de energía Neoenergia, y en otoño pasado la de EDP Brasil, del mismo sector, lo cual demuestra el dinamismo y la vitalidad de Latibex**

Desde su nacimiento hace más de dos décadas el mercado Latibex ha ofrecido a los inversores la posibilidad de invertir en cotizadas latinoamericanas en euros y, además, con el mismo horario que el del mercado español. El principal objetivo de Latibex ha sido siempre ampliar el grado de conocimiento del mercado latinoamericano entre los inversores europeos. La entrada natural desde Europa en América Latina es sin duda España por nuestros vínculos históricos, económicos y sociales. Actualmente se negocian en este mercado de BME cerca de 20 compañías, sobre todo de Brasil y México, una de Argentina y otra de Perú. En junio de este año recibimos la in-

corporación de una nueva empresa, la compañía brasileña de energía Neoenergia, y en otoño pasado la de EDP Brasil, del mismo sector, lo cual demuestra el dinamismo y la vitalidad de Latibex. Pensamos que este mercado ofrece importantes alicientes para diversificar las carteras de los inversores, en especial en un contexto de bajas rentabilidades como el actual.

**BME Growth ya supera el centenar de compañías cotizadas. ¿En qué aspectos trabaja BME para aumentar su atractivo? ¿En qué puntos cree que podrían mejorarse las condiciones legales e incentivos para que se incorporasen más pymes a los mercados bursátiles?**

Efectivamente, BME Growth ha crecido de forma constante desde su creación y ahora cuenta con 131 compañías. Este mercado ha ayudado a provocar un cambio de mentalidad en las pequeñas y medianas compañías, que en ocasiones pensaban que los mercados financieros sólo tenían sus puertas abiertas para las grandes empresas. BME Growth, que nos gusta llamar la Bolsa de las pymes, ofrece a las compañías acceso a los inversores, visibilidad, reputación y una valoración fiable en todo momento. Este año se han incorporado once compañías y hay otras que ya han anunciado su intención de sumarse a este mercado en los próximos meses, por lo que está claro que las pequeñas y medianas empresas son cada vez más conscientes de las ventajas de diversificar sus fuentes de financiación. Por supuesto, dado el gran peso de las pymes en la economía española, hay todavía muchas empresas de este tipo que podrían cotizar en el mercado y todavía no han dado el paso. Desde BME trabajamos para acercarles las ventajas del mercado a través de distintas iniciativas. Entre ellas, el Entorno Pre Mercado, que es un programa formativo para aquellas empresas que quieren unirse a los mercados financieros pero todavía tienen dudas o no saben cómo afrontar ese hito en la historia de su compañía. Ahora mismo hay 24 empresas en este programa, en el que las compañías ensayan lo que supone cotizar en Bolsa y tienen una primera toma de contacto con potenciales inversores. Ya son cinco las compañías que han debutado en BME Growth desde el Entorno Pre Mercado. Desde luego, sería muy positivo que existieran incentivos fiscales para la inversión en empresas de pequeña y mediana capitalización, dada su gran importancia en la economía española. Por ejemplo, sería muy adecuada la creación de un vehículo de inversión específico para estas compañías que contara con ventajas fiscales.

> Pensamos que Latibex ofrece importantes alicientes para diversificar las carteras en un contexto de bajas rentabilidades

> BME Growth ha ayudado a provocar un cambio en la mentalidad de la Pyme

**¿En qué modo ha influido la larga etapa de tipos de interés negativos en la marcha tanto de BME Growth como de Latibex como instrumentos de financiación?**

La etapa de tipos de interés ultrabajos, que está quedando atrás de forma definitiva por el cambio de rumbo en la política monetaria de los bancos centrales, ha condicionado sin duda la financiación de las empresas en los últimos tiempos. Por lo general, el dinero barato ha generado quizá una falsa sensación de seguridad. La subida de tipos y el consecuente endurecimiento de las condiciones del crédito a la que nos encaminamos, y en la que en realidad ya hemos entrado con fuerza, no hacen más que recordar la importancia para las empresas de diversificar sus fuentes de financiación y no depender en exclusiva del crédito bancario. En esa misión, los mercados financieros son sin duda la mejor opción.

**¿Con qué perspectivas macroeconómicas trabaja BME para sus objetivos estratégicos, acciones y proyectos en relación con los dos mercados de los que hablamos?**

Las perspectivas de las principales instituciones y casas de análisis hablan de una ralentización económica, incluso con la posibilidad de una recesión en algún punto del próximo año. En todo caso, las circunstancias actuales son tan cambiantes e inciertas que debemos tomar las previsiones con mucha cautela. En cualquier caso, el compromiso de BME con BME Growth y con el mercado Latibex es incuestionable y no depende del escenario macroeconómico. Es más, precisamente en estos momentos de tensiones es cuando más claro queda que los mercados financieros son una herramienta útil para las empresas, ya que les permite financiar sus proyectos de forma constante a través de las ampliaciones de capital.

> Ya son cinco las compañías que han debutado en BME Growth desde el Entorno Pre Mercado

**¿Cómo cree que van a modular esas perspectivas los esquemas de financiación de las compañías cotizadas a ambos lados del Atlántico?**

La anterior crisis financiera abrió en gran medida los ojos de las compañías pequeñas y medianas en el sentido de que fueron de golpe conscientes de la fragilidad que supone financiarse sólo a través de una fuente determinada, por lo general, la bancaria. Estas perspectivas económicas, sin duda, llevarán a las empresas a ser aún más conscientes de las ventajas del acceso a los mercados financieros como vía complementaria para reforzar su financiación y hacerla menos dependiente del crédito bancario. ○

POR ALICIA PRIETO ANGULO,

Corporate Governance Analyst
en Corporance Asesores de Voto

# Cotizadas españolas: 5 aspectos donde hay mejoras de gobernanza y otros puntos donde avanzar

*Corporance lleva analizando, desde su constitución en 2017, las Juntas de Accionistas de las empresas cotizadas en España y Portugal para los miembros de la alianza europea Proxinvest y sus clientes institucionales, incluyendo las principales gestoras de fondos y aseguradoras alemanas, francesas, suizas y, desde 2021, españolas.*

**Durante todos estos años**, y particularmente en esta temporada, hemos observado que los emisores, gracias a la combinación de años de práctica y a los empujones de los inversores y la nueva legislación, han mejorado considerablemente en varios aspectos.

En primer lugar destaca la mejora en la transparencia sobre **remuneraciones**. Tanto las políticas como los informes anuales ahora contienen muchos más datos: desglose de los objetivos ligados a la remuneración variable antes del desembolso, incluyendo los porcentajes de consecución de dichos objetivos tras el devengo, comparaciones de las cantidades pagadas con años anteriores e información relacionada con los *peer groups*, entre otras. Otro gran avance entre las empresas del Ibex-35 es el número de ellas que ya incluyen objetivos ASG dentro de su remuneración variable a largo y a corto. (*En el Cuadro 1 destacamos los ejemplos más significativos*).

| Compañía | Bonus anual | Incentivo a largo plazo (ILP) |
|---|---|---|
| **Acciona** | 8% sostenibilidad: reducción de emisiones de carbono, gestión de residuos, formación de trabajadores y la aplicación de políticas de sostenibilidad en toda la cadena de valor | ILP: tiene factores de sostenibilidad |
| **Acciona Energías** | 8% sostenibilidad: reducción de CO2, incremento del número de mujeres en puestos gerenciales y directivos e implantación de planes regenerativos locales a nuevos GMw | ILP: tiene factores de sostenibilidad |
| **Acerinox** | 10% sostenibilidad | no |
| **ACS** | 33.33%: tres métricas igualmente ponderadas: presencia en el DowJones Sustainability Index, reducción de emisiones de CO2 y mejora de los índices de seguridad laboral | 15%: presencia en el DJSI |
| **Aena** | 20% Plan de Acción Climática (la elaboración de la propuesta sobre el Plan para su aprobación | NA |
| **Amadeus** | 10% media ponderada de consume de electricidad y emisiones de carbono para 2022 | no |
| **ArcelorMittal** | 30% salud y seguridad | |
| **Banco Sabadell** | 20%: 10% NPS y 10% sostenibilidad | |
| **Banco Santander** | 20%: NPS | 20%: 5 métricas ASG |
| **Bankinter** | gate condition: NPS | |
| **BBVA** | 10% desarrollo sostenible | |
| **CaixaBank** | 10% sostenibilidad | 25% sostenibilidad |
| **Cellnex** | 20% reducción de la huella de carbono y % de mujeres en altos cargos | 25% ASG |
| **Colonial** | 10%: descarbonización y mantenimiento de excelencia en los índices GRESB 5 star, CPD, VIGEO | |
| **Enagás** | 20%: presencia en DJSI, reducción de emisiones de gases de efecto invernadero y metano, % de mujeres en altos cargos, seguimiento del plan de acción | 20%: 10% descarbonización y 10% diversidad e inclusión |
| **Endesa** | 20% accidentes laborales e índice de frecuencia combinado | 25%: 15% de capacidad instalada de fuentes renovables y 10% reducción de emisiones de CO2 |
| **Ferrovial** | 20% objetivos cualitativos y ASG | no |
| **Fluidra** | 4% ASG | no |
| **Grifols** | 25% ASG | no |
| **IAG** | 10% CO2 por pasajero y 6.7% aviación sostenible | no |
| **Iberdrola** | 50%: ODS, presencia de mujeres en puesto de alta responsabilidad, presencia en índices internacionales, formación a empleados | 30%: emisiones de CO2, proveedores sometidos a políticas de desarrollo sostenible y brecha salarial de género |
| **Indra** | 13.2% emisiones de CO2, presencia en índices de sostenibilidad y promoción de la diversidad e innovación | 10% ASG |
| **Inditex** | 15%: aumento de artículos sostenibles, compromiso con vertido cero, reducción de residuos, plásticos, etc. | 25%: productos sostenibles, gestión de residuos, descarbonización y proveedores sostenibles |
| **Mapfre** | No | 10% sostenibilidad |
| **Meliá** | 5% ASG | 5% ASG |
| **Merlin Properties** | 8% presencia en índices de sostenibilidad, 7% reducción de emisiones CO2 | 10% emisiones de carbono netas, 5% progreso relativo al medioambiente y temas sociales |
| **Naturgy** | 10% seguridad & salud y diversidad de género | no |
| **Pharmamar** | No | no |
| **Redeia** | 3%: presencia en índices DJSI y Vigeo | 10% cumplimiento del Plan de Sostenibilidad |
| **Repsol** | 25% descarbonización y sostenibilidad (generación de energía renovable e índices de seguridad y accidentes) | 40% transición energética |
| **Rovi** | 10% reglas de gobierno corporativo, códigos de conducta y procedimientos internos | 10% gestión de la salud y seguridad ocupacional en las plantas industriales |
| **Sacyr** | % desconocido | no |
| **Siemens Gamesa** | 7% en salud y seguridad | 20% ASG: presencia en DJSI, NPS y compromiso de los empleados |
| **Solaria** | NA | NA |
| **Telefónica** | 20% ASG | no |

Cuadro 1

Aunque hay algunas métricas (como el *Net Promoter Score, NPS*, o índice de satisfacción de los clientes) que no consideramos del todo ASG, sí que podemos decir que los Consejeros ejecutivos del Ibex tienen presentes una gran variedad de objetivos no financieros. Este avance indica a los inversores que las altas cúpulas de las empresas líderes en España están mínimamente comprometidas con la sostenibilidad de las empresas.

Destacamos entre las sociedades a ACS, Banco Santander, Cellnex, Enagás, Endesa, Iberdrola, Inditex y Repsol, cuya remuneración variable depende de objetivos ligados a la descarbonización, la diversidad, y la salud y la seguridad de sus empleados, entre otras.

En segundo lugar, **la información no financiera** presentada este año ha sido la mejor hasta ahora. Aunque todavía hay empresas que se quedan estancadas (no reportan aún las emisiones de alcance 3, el CEO-ratio no se comparte, la brecha salarial en todos los países de operaciones no se presenta, etc.), sí que hemos visto avances tanto en la calidad de la información presentada como en los indicadores. Por ejemplo, muchas de las empresas han logrado reducir sus emisiones en el último año, acercándose poco a poco a sus metas de neutralidad de carbono y net zero.

En tercer lugar, hay mejoras significativas en la composición y estructura de los **Consejos de Administración**. Hemos visto a varias grandes entidades quitando poderes a la Presidencia, bien renunciado al poder ejecutivo o nombrando un Consejero Delegado. Esta medida, si bien no es el paso que verdaderamente separaría los poderes de control y gestión, al menos da a entender que les importa la opinión de sus accionistas. Un ejemplo de empresa que si se toma en serio esa separación de roles ha sido Inditex. A pesar de que su nueva Presidenta, la Sra. Ortega Pérez, no es una consejera independiente (que sería lo ideal), ocupa esta posición sin poderes ejecutivos, nombrando un Consejero Delegado y primer ejecutivo, siguiendo las mejores prácticas de gobierno corporativo. Este cambio ha supuesto una mejora sustancial respecto a la situación anterior con D. Pablo Isla como Presidente ejecutivo.

En cuarto lugar, en términos de **diversidad** de género, gracias a la recomendación de la CNMV de aumentar la presencia del género menos representado en los Consejos hasta un 40% para 2022, el número de consejeras ha crecido considerablemente desde el año pasado (*ver Cuadro 2*).

Podemos observar que solo ha habido 3 empresas que han disminuido el porcentaje de mujeres en sus Consejos (ArcelorMittal, Indra, Merlín Properties), mientras que 23 lo han aumentado. Destacamos las 13 que ya llegan o superan el umbral del 40% de mujeres en los Consejos: Acciona Energía, Aena, Amadeus, Banco Santander, Bankinter, BBVA, CaixaBank, Cellnex (con el porcentaje más alto del 55%), Enagás, Endesa, IAG, Iberdrola y Red Eléctrica (que ya llegaba al 50% el año pasado).

En quinto lugar, seguimos observando la respuesta de los accionistas a las propuestas de políticas de **sostenibilidad o acción climática** (*say on climate).* Del Ibex-35, tres compañías han pedido la opinión de sus inversores, Aena, Ferrovial y Repsol, notando la ausencia de Iberdrola, que en la Junta del 2021 presentó su Plan de Acción Climática, pero este año no ha dado la opción de votar con carácter consultivo sobre un informe que contenga el progreso y la consecución de sus objetivos. Este número no ha aumentado en España, mientras que en Europa se ha triplicado. Otro dato relevante es que el nivel medio de apoyo a estas propuestas ha caído como consecuencia de las mayores exigencias de los accionistas. Es deseable y esperamos que en 2023 haya un mayor número de propuestas de este tipo, y así lo estamos recomendando en las actividades de implicación (*engagement*) que llevan a cabo nuestros clientes inversores.

| COMPAÑÍA/AÑO | 2021 | 2022 |
|---|---|---|
| | % mujeres | % mujeres |
| **Acciona** | 33% | 33% |
| **Acciona Energías** | N/A | 45% |
| **Acerinox** | 33% | 36% |
| **ACS** | 19% | 27% |
| **Aena** | 33% | 43% |
| **Amadeus** | 38% | 45% |
| **ArcelorMittal** | 36% | 23% |
| **Banco Sabadell** | 27% | 33% |
| **Banco Santander** | 40% | 43% |
| **Bankinter** | 45% | 45% |
| **BBVA** | 33% | 40% |
| **CaixaBank** | 40% | 40% |
| **Cellnex** | 40% | 55% |
| **Colonial** | 27% | 36% |
| **Enagás** | 33% | 40% |
| **Endesa** | 36% | 42% |
| **Ferrovial** | 17% | 33% |
| **Fluidra** | 17% | 17% |
| **Grifols** | 33% | 33% |
| **IAG** | 42% | 45% |
| **Iberdrola** | 36% | 43% |
| **Indra** | 38% | 29% |
| **Inditex** | 36% | 45% |
| **Mapfre** | 33% | 43% |
| **Meliá** | 27% | 36% |
| **Merlin Properties** | 50% | 38% |
| **Naturgy** | 25% | 25% |
| **Pharmamar** | 36% | 36% |
| **Red Eléctrica** | 50% | 50% |
| **Repsol** | 33% | 36% |
| **Rovi** | 14% | 29% |
| **Sacyr** | 21% | 23% |
| **Siemens Gamesa** | 30% | 30% |
| **Solaria** | 17% | 33% |
| **Telefónica** | 29% | 33% |

Cuadro 2

Por último, con motivo de la Ley 5/2021 que modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, se introduce una nueva regulación de las operaciones vinculadas. Hemos observado que muchas empresas han convocado Juntas Extraordinarias (IAG, Endesa) para pedir a los accionistas que aprueben operaciones intragrupo relevantes para el negocio. Este mayor involucramiento es un buen paso hacia la integración de los inversores en el modus operandi de las empresas.

Atrás quedan los tiempos de recibir el dividendo y punto. Los accionistas piden estar más al tanto de las decisiones que toman

las empresas en las que invierten, lo que acarrea nuevas responsabilidades de implicación y voto. Para ello, desde Corporance ayudamos al gestor de fondos y al inversor institucional a desarrollar políticas, y a llevar a cabo estas obligaciones dentro y fuera de la temporada de Juntas. Sin ir más lejos, para la segunda mitad del año, hemos identificado 15 empresas españolas, europeas y estadounidenses a las que nuestros clientes se dirigirán con comentarios cuyo objetivo es mejorar el gobierno corporativo y otros aspectos ASG.

**ENTONCES, TRAS TANTA MEJORA, ¿QUEDA ALGO POR HACER?**

Por supuesto, siempre quedará camino por recorrer. Anticiparse a los retos que nos traerá consigo la temporada de Juntas 2023 es indispensable tanto para los emisores como para los inversores. Entre nuestras predicciones, destacamos que habrá mayor transparencia en los Informes Anuales (tanto de información financiera como no financiera), más activismo accionarial y énfasis en temas sociales. Esperamos que los reguladores proporcionen pronto guías y recomendaciones que se encuentran en desarrollo, para mayor claridad de todos.

ESMA emitió sus prioridades para las empresas europeas, haciendo énfasis en los Informes Anuales de 2022. La Autoridad Europea de Valores de Mercados subraya la importancia de la información tanto financiera –como no–, en concreto, sobre los temas relacionados con el clima, y pide que se incluyan desgloses transparentes sobre los juicios de valor, estimaciones y riesgos e información sobre la transición a la NIIF 17 (contratos de seguro). Entre sus sugerencias, incluye que los emisores proporcionen información (objetivos concretos) sobre su plan

**Para 2023, destacamos que habrá mayor transparencia en los Informes Anuales (tanto de información financiera como no financiera), más activismo accionarial y énfasis en temas sociales y esperamos que los reguladores proporcionen pronto guías y recomendaciones que se encuentran en desarrollo para mayor claridad de todos.**

de transición, como por ejemplo objetivos de descarbonización ($CO_2$) y reducción de la emisión de GEI (gases de efecto invernadero), así como el impacto al valor de los activos no financieros. En este tema, España va muy por delante de otros países europeos, gracias a la Ley 11/2018, por lo que debemos seguir por el buen camino mientras se desarrolla una taxonomía apropiada. También solicita, en relación con el conflicto político Rusia-Ucrania que comenzó en febrero de 2022, que se expliquen los impactos directos e indirectos en el negocio.

Parece que los activistas se han recuperado tras la pandemia y vuelven a la carga. Este año, el número de peticiones de los inversores ha aumentado considerablemente en tres áreas: operaciones de M&A, en concreto de venta de acciones (+20% vs en 2021), sobre consejeros (+18%) y exigencias climáticas (+147% tanto por parte de activistas climáticos como tradicionales). Y esto sin tener en cuenta que el año aún no ha acabado. Aunque siga habiendo una alta tasa de fracaso en las propuestas ambientales y sociales de los accionistas (89% en 2022 en EEUU vs 81% durante el año anterior), cabe indicar que las más respaldadas han tenido que ver con la crisis climática.

Desde nuestra experiencia, los inversores españoles van ganando confianza y tienen ganas de hacerse oír, no solo a través del voto y el uso de proxy advisors, sino a través de la implicación con los emisores, que está produciendo cambios en forma de mejoras en el gobierno corporativo de las compañías y otros aspectos de la sostenibilidad, como los mencionados planes de acción climática, o las demandas de diversidad o derechos sociales.

Especificando sobre los temas sociales, muchos inversores, respaldados por organismos que velan por los derechos de los trabajadores, piden a las empresas que publiquen información transparente sobre temas como: CEO ratio (coeficiente de remuneración del primer ejecutivo en comparación con la del empleado medio), diversidad, inclusión e igualdad de oportunidades (a través de políticas, planes y objetivos concretos, brecha salarial..), conflictos dentro de las empresas y vías de resolución (acoso laboral, canal ético) y salud y seguridad de los empleados. Las empresas más comprometidas ya han ligado la remuneración variable de los altos cargos a temas sociales y medioambientales, y esperamos ver un mayor número de emisores que lo hagan para 2023.

En Estados Unidos, la SEC (US Securities and Exchange Commission) ha adoptado recientemente requisitos más estrictos de divulgación de voto (por proxy) para los fondos de inversión y exige que los inversores institucionales compartan cómo han votado en materias de *say on climate* públicamente. También se pide que en las tarjetas de voto se agrupen por temática los puntos a votar, y que se comparta el número exacto de acciones que tienen los inversores. Esto ayudará a identificar qué fondos están verdaderamente implicados en la sostenibilidad a través del ejercicio del derecho de voto.

El pasado 1 de septiembre de 2022 entró en vigor en Estados Unidos la tarjeta de representación universal (*universal proxy card*), a través de la cual todos los accionistas podrán votar por su combinación preferida de candidatos al Consejo y a los consejeros disidentes en una junta impugnada. Esto cambiará considerablemente la dinámica, ya que los nominados se enfrentarán a un mayor escrutinio por parte de los accionistas y los asesores de voto, que tendrán que ser convencidos por parte de Consejo (o del que presente la propuesta) de que son la elección adecuada. Los accionistas podrán *mix and match* sus votos y escoger a los candidatos que prefieran, en vez de aceptar listas cerradas.

Aquí, en España las (re)elecciones al Consejo se presentan individualmente, con suficiente información sobre cada candidato (CV, informes de la Comisión de Nombramientos y del Consejo). En este aspecto, España es un ejemplo a seguir, y muchos otros países (entre ellos, Portugal) deberían cambiar su dinámica y ofrecer a sus inversores la máxima transparencia posible. Al fin y al cabo, los miembros del Consejo tienen poderes y responsabilidades claves para la gobernanza de las empresas.

En resumen, gracias a la combinación de la legislación y los accionistas concienciados, las sociedades cotizadas se adaptarán a sus exigencias y mejoraran considerablemente la transparencia y calidad de la información que comparten. ○





# Comisiones de consejos en Europa: pocas y más especializadas

Las compañías del Eurostoxx 600 tienen 3,6 comisiones de media asistiendo a los consejos, pero sólo las de Auditoría, Remuneración y Nombramientos son de general implantación.

TEXTO **emisores**

"Los consejos se reservan un gran libertad para determinar el número de comisiones, dependiendo de sus sectores de actividad y sus objetivos estratégicos, a pesar de cierta convergencia favorecida por los requerimientos de los reguladores". Esta es una de las conclusiones de *The Corporate Governance Barometer-Europe* publicado recientemente por ecoDa, la organización europea que agrupa a 50.000 consejeros de asociaciones representativas en 21 países –incluida la ECA española–.

El barómetro señala que la media de comisiones en la muestra analizada es de 3,6 por consejo –3,8 en España–, aunque en los países nórdicos la proporción es menor por "el miedo a la fragmentación de las reflexiones y a la pérdida de foco global."

"Aunque la tendencia es crear comisiones especializadas tan pronto como emergen nuevos tópicos, uno podría preguntarse si este enfoque es común a todas las compañías en Europa", se plantean los analistas de ecoDa, dados los argumentos a favor de esta corriente –mayor *expertise*/experiencia, más eficiencia en la medida en que el comité se centra en un tópico– y también los menos favorables –menos control, mandato no claro…–. En todo caso, esta organización cree que los comités especializados "permiten a los miembros del consejo recoger y seleccionar la información más relevante en su campo de experiencia para preparar la toma de decisiones de este", aunque con "el riesgo de una reflexión fragmentada con el resultado de la pérdida de perspectiva".

EcoDa apunta a que la flexibilidad es necesaria al determinar el número y características de las comisiones, dependiendo "del tamaño, el sector, el país, los objetivos…" de cada compañía, salvo que esté regulada esta cuestión, al tiempo que señala que "los 'tradicionales' comités de gobernanza como Auditoría, Remuneración y Nombramientos están bien integrados en el mapa euro de los consejos" al igual que "no es infrecuente que se aumenten las responsabilidades de estos". Este último caso es el los Comités de Remuneraciones, que "están comenzando a tener un alcance más amplio integrando tópicos como Recursos Humanos y gestión de personas".

"La existencia de comités encargados de ciertas materias son indicadores interesantes sobre las decisiones estratégicas realizadas por los consejos", según el The Corporate Governance Barometer – Europe publicado por ecoDa

Adicionalmente, "la existencia de comités encargados de ciertas materias son indicadores interesantes sobre las decisiones estratégicas realizadas por los consejos", apunta el informe.

**COMITÉS DE ESG, PERO NO TANTOS**

Los temas de ESG están entrando crecientemente en los consejos y, aunque no haya obligación legal de constituir comisiones específicas en esta área, han aumentado en número en un 54% en los últimos tres años, aunque siguen siendo mayoría los consejos donde otras comisiones asumen este tema, o incluso donde es el consejo como tal el que prefiere llevarlo directamente. "Los resultados demuestran que en los países donde el tópico ESG es bastante nuevo, los consejos tienden a abordarlo con un comité especializado", aunque tenerlo "no es garantía de un mejor resultado", concluye el informe. El aumento en el número de comités ESG específicos "prueba que las compañías se adaptan a las preocupaciones de sus *stakeholders*/*shareholders* y que no están esperando a que los legisladores regulen".

En otro orden de cuestiones, cerca del 40% de las compañías "integraron en 2021 al menos un criterio ESG en los planes de incentivos a corto plazo –STI– o a largo plazo –LTI– en sus planes, lo que representa aumentos respectivos del 14% y el 58%" respecto a un año antes. El peso del criterio ESG en el peso del 'performance' "ha aumentado el 24% en los STI y el 64% en un solo año", según el informe.

**MAPAS DE COMPETENCIAS**

En sus reporte anuales, "menos del 40% de las compañías publican una matriz con los *skills* de los consejeros (el 30% en España)", algo que recomiendan los códigos de gobernanza para anticipar las demandas de mercado. "Las matrices no facilitan información alguna sobre lo que es un buen *mix*, pero pueden apoyar un diálogo con los accionistas", sugiere el informe. En cuanto los *skills* de los consejeros en Sostenibilidad específicamente, salvo las compañías francesas y holandesas, la proporción de las que lo facilitan está por debajo del 30%. ○

# COLABORACIÓN PÚBLICO-PRIVADA EN LA TRANSICIÓN ESG

La transformación ESG, impulsada por la regulación, se debe realizar de forma realista y pragmática para evitar que las empresas europeas, en general, y españolas, en particular, compitan en inferioridad de condiciones o sean discriminadas frente a otros entornos más laxos en esta materia; especialmente, Asia y América. La colaboración público-privada en aspectos técnicos de implantación será útil; en especial, en España.

**Francisco Román**
Presidente del Grupo de Trabajo
de ESG del Círculo de Empresarios

La empresa es uno de los motores esenciales del desarrollo económico y del bienestar de cualquier país. No hay crecimiento económico, creación de empleo, innovación ni prosperidad sin empresas ni empresarios.

Además de su papel como agente económico, la empresa es también un actor social trascendental. La sociedad es cada vez más consciente del papel que debe jugar la empresa en el ámbito social, tratando de conciliar los intereses de todos sus *stakeholders* (clientes, accionistas, empleados, sociedad, proveedores, …), creando valor para todos ellos de forma sostenida en el tiempo.

La empresa, por tanto, debe impulsar la sostenibilidad en todos sus aspectos (Ambientales, Sociales y de Gobernanza, o ESG por sus siglas en inglés). En este contexto, la Unión Europea ha decidido liderar un proceso de transición hacia un modelo económico de bajas emisiones de $CO_2$ y más sostenible en todos los aspectos. El Circulo, por su parte, asume como positiva la adopción de la normativa procedente de la UE para impulsar este cambio, sobre todo cuando los incentivos económicos para empresas y ciudadanos no son evidentes en el corto plazo.

El Círculo ha querido estudiar esta nueva realidad, tanto en sus raíces como en el desarrollo del enorme paquete regulatorio que la UE está llevando a cabo, y lo ha hecho con la colaboración de EY con varios propósitos.

## Toma de posición

En primer lugar, conocer el punto de partida de la empresa española ante este tsunami regulatorio en materia de sostenibilidad, para lo cual hemos contado con la inestimable colaboración de EY, que ha elaborado un documento sobre los desafíos que van a tener que afrontar las empresas en esta materia y en el que nos hemos apoyado para fijar nuestra posición (*«Desafíos de la empresa española ante un modelo de crecimiento europeo basado en Sostenibilidad (ESG) y líneas de avance para superarlos»*)

Como resumen, puede afirmarse que el punto de partida de la empresa española obtiene una nota por encima de la media europea en los aspectos ambientales, una nota en la media en los aspectos sociales, y una nota por debajo de la media en cuanto a la Gobernanza.

## Algunas consideraciones sobre ESG

Por otra parte, queremos hacer un llamamiento para que esta transformación, impulsada por la regulación, se realice de forma realista y pragmática para evitar que las empresas europeas, en general, y españolas, en particular, compitan en inferioridad de condiciones o sean discriminadas frente a otros entornos más laxos en esta materia (especialmente, Asia y América).

También es necesario impulsar que esa transformación se realice teniendo en cuenta la naturaleza del tejido empresarial español, diferenciando, tanto en velocidad como en profundidad, entre la realidad de la gran empresa (que compite en los mercados globales), y de la PYME (que opera más en mercado doméstico y de proximidad).

Otro de nuestros propósitos es alertar sobre la necesidad de tener en cuenta los factores exógenos que, en el momento actual, pesan sobre la economía europea y particularmente española: altas tasas de inflación; alto coste de la energía y de materias primas; ruptura de cadenas de suministro, etc.

Es imprescindible tener en cuenta todos estos factores antes de implantar un paquete regulatorio sobre sostenibilidad, de la misma forma que la UE ha establecido para los Estados una moratoria en lo referido al cumplimiento de los criterios de déficit público para responder a la recuperación post Covid.

> Se insta a los poderes públicos a incrementar la cooperación público-privada y a incorporar al colectivo empresarial en los debates técnicos que puedan surgir para trasponer al ordenamiento jurídico español el paquete regulatorio europeo en esta materia

## Recomendaciones

Por todo ello, nuestra intención es formular recomendaciones dirigidas a empresas y a legisladores y reguladores españoles, y ofrecerles su disposición a trabajar conjuntamente para avanzar en esta transición.

Partiendo de la base de que el tsunami regulatorio en materia de sostenibilidad es ya una realidad, el Círculo recomienda a las empresas ir preparando internamente su estrategia y sus marcos de sistemas de gestión para evitar tensiones de última hora y posibles incumplimientos regulatorios.

Como los Consejos de Administracion incrementarán en un futuro sus responsabilidades en materia de sostenibilidad, se recomienda asimismo ir construyendo progresivamente los instrumentos de supervisión y control de los órganos de gobierno hacia los órganos de gestión: políticas, cuadros de mando, sistemas de información, materialidad, retribución, aseguramiento… Especialmente, se recomienda a las empresas que permanezcan atentas a las nuevas exigencias de aseguramiento de la información no financiera, ya que es muy previsible que en los próximos años se equiparen los requisitos a los que ya existen para la información financiera.

> Es imprescindible tener en cuenta factores como la inflación o el aumento de los costes energéticos antes de implantar un paquete regulatorio sobre sostenibilidad, de la misma forma que la UE ha establecido para los Estados una moratoria en lo referido al cumplimiento de los criterios de déficit público para responder a la recuperación post Covid

Dada la profundidad, la complejidad y la trasversalidad de los aspectos ESG, también se recomienda a las empresas incrementar el conocimiento y la profesionalización de los cuadros directivos y de gestión en esta materia, de la misma forma que se ha venido realizando para el resto de las áreas funcionales de la empresa.

Ante la magnitud de la trasformación, otra de nuestras recomendaciones es la de identificar, más allá de la gestión de los riesgos, las nuevas oportunidades de nuevos negocios y mercados derivados de la sostenibilidad, para satisfacer así las necesidades de unos clientes y consumidores cada día mas concienciados con la sostenibilidad. Entender y adelantarse al mercado es una oportunidad para la empresa.

También tenemos peticiones para los legisladores y reguladores en nuestro país. Considerando la proliferación y la complejidad de la regulación en materia de ESG se solicitan acciones concretas en materia ESG para evitar la fragmentación del mercado interior que reste competitividad a la empresa española y añada costes incrementales a los que ya se van a tener que incurrir para adaptar las empresas a este nuevo entorno regulatorio. El Estado, como tal, debería ejercer su rol de armonizador y vertebrador para facilitar esta transición.

## Colaboración

Ante el esfuerzo que supone para las empresas la implantación de todo este marco regulatorio dirigido a modificar el modelo económico, se solicita a los poderes públicos la creación de políticas públicas de incentivación y promoción de la sostenibilidad, de la misma forma que se ha ido realizando para adaptar la economía española a otras grandes disrupciones, como la transformación digital o la recuperación económica post covid.

Debido a la dificultad de implantar las acciones requeridas por la nueva regulación ESG en la gestión ordinaria de la empresa, se insta a los poderes públicos a incrementar la cooperación público-privada y a incorporar al colectivo empresarial en los debates técnicos que puedan surgir para trasponer al ordenamiento jurídico español el paquete regulatorio europeo es esta materia.

Para todo ello, el Circulo de Empresarios ofrece su disponibilidad y cooperación y ha anunciado, con el apoyo de EY, la creación de un Observatorio Empresarial ESG para hacer seguimiento de las tendencias en esta materia. ○

> Considerando la proliferación y la complejidad de la regulación en materia de ESG se requieren acciones concretas en esta materia para evitar la fragmentación del mercado interior que reste competitividad a la empresa española y añada costes incrementales

# RELACIÓN CON INVERSORES: “CALIENTA, QUE SALES”

Puede parecer que el trabajo de Relación con Inversores se limita a la publicación de resultados cada trimestre y a transmitir de forma reactiva las virtudes de la compañía a la que se pertenece, pero hay mucho más detrás de una posición clave muchas veces infravalorada en la empresa.

**ANA GUTIÉRREZ MONGE**
Asesora independiente
en Sostenibilidad, Comms. e IR

**GLORIA TORTA RULL**
Sales Director Spain & Latam
en CMi2i

El departamento de Relación con Inversores tiene que tener interiorizadas las fortalezas de la compañía, sus diferencias competitivas, transmitir que hay un plan de contingencia para cualquier escenario posible y tener en cuenta la opinión de todos sus *stakeholders*; para lo que debe conocerlos en detalle, ya que son sus compañeros de equipo.

No es trabajo fácil: internamente se enfrenta a dificultades para acceder a la información, estrategia y datos de la compañía con antelación suficiente para analizarla y prever posibles preguntas de inversores, bonistas, bancos y prensa especializada.

**Donde sin duda está esta oportunidad es en las preparaciones de las votaciones que se producen en la Junta de Accionistas**.

Estas reuniones preparatorias para la Junta tendrían un doble objetivo. Uno, de puertas para fuera: convertirse en el principal interlocutor de los fondos con la compañía, para lo que debería mostrarse proactivo, accesible y resolutivo. Y otro de puertas para adentro: enlazando a todos los departamentos involucrados, desde finanzas a secretaria del consejo, pasando por sostenibilidad. Cuando se trata de inversores, ustedes –o sea Relación con Inversores– son los capitanes.

En un escenario estático, ya tendríamos todo para empezar a preparar la temporada, pero no hay nada más dinámico que la composición del accionariado o de nuestros bonistas y más en un escenario de cotizaciones infravaloradas, recomendaciones que parecen contradecirse por doquier y dinero en busca de refugio.

Por tanto, antes de nada, revisemos la composición de nuestro accionariado, buscando cambios significativos, qué votaron los inversores salientes, cuáles son las motivaciones de los nuevos inversores, cuál es el porcentaje de accionistas que nos es fiel y por qué nos es fiel.

Ya sé lo que nos van a decir, “de aquí a la Junta, la composición puede cambiar”, y están en lo cierto. Por eso recomendamos hacer una identificación de accionistas hacia finales de año para preparar la actividad del año siguiente y otra antes de Junta. Así tendrán casi todo el trabajo de campo hecho y, además, si vienen problemas inesperados estarán preparados para afrontarlos, pudiendo trazar un mapa claro entre quien ostenta la decisión de inversión y quien ostenta el poder de voto.

Después, analicemos la composición de nuestros competidores directos y sus últimas votaciones, buscando cómo podemos atraer a aquellos que están en línea con nuestra estrategia, visión y valores y, no menos importante, qué lecciones podemos aprender de nuestros competidores...

## El Q&A

**... y por último,** no dejen de prepararse para una reunión de continuidad haciéndose las siguientes preguntas tipo:

- ¿Hay algún asunto nuevo o hemos tomado alguna decisión con posterioridad a la última publicación de resultados?

  Pudiera ser la decisión definitiva acerca de Rusia, medidas para adaptarnos a los precios de la energía y las subida de los tipos, si nuestras decisiones han afectado a nuestros objetivos de sostenibilidad, si ha habido cambios en el equipo directivo, si se ha ganado un concurso importante, si hemos abierto un nuevo mercado o canal de distribución, si hemos alcanzado algún hito en transformación... No tenemos por qué contarlo todo, pero sí tener un buen argumentario por si nos preguntan.

- ¿Qué riesgos apuntan los principales gestores de fondos?

  Por ejemplo, el 11 julio, el Financial Times recogía las declaraciones de Elliott Management donde se alertaba de que un escenario de hiperinflación nos podría llevar a una de las peores crisis desde la Segunda Guerra Mundial. En el mismo artículo se menciona que Elliott avisa de que haber sobrevivido a crisis pasadas no es suficiente para sobrevivir a lo que puede estar por venir. Que sirva como ejemplo para tener respuestas preparadas que manejen este tipo de escenarios.

- ¿Ha cambiado el tipo de relación entre las compañías y sus principales inversores institucionales?

  Siguiendo con el Financial Times, algo debe estar calando para que el pasado 7 de noviembre se hiciera eco de la preocupación de los presidentes del FTSE por el deterioro notable de las relaciones con estos inversores. Llegando incluso a afirmar que “las prácticas de *tick in the box* ponen en peligro el crecimiento de las empresas”. Una afirmación tajante con la que los inversores no están de acuerdo, aunque reconocen que sus interacciones con las empresas británicas han cambiado en los últimos años. Sin embargo, lo achacan más a falta de recursos y de tiempo para relacionarse con las empresas.

Podemos utilizar este artículo para explicar que las empresas ya no se pueden evaluar en un entorno binario, con casillas de si o no. Los retos dispares y continuos a los que se enfrentan las empresas hacen que la respuestas a las exigencias de los *stakeholder* sean cada vez más “cuánticas”, donde conviven el “si” y el “no” en una misma respuesta, siendo una respuesta perfectamente correcta, pero requiriendo de una pequeña explicación. Del tipo: “sigo criterios de ESG pero no los sigo al 100% en determinados escenarios” o “si soy rentable pero este año, no lo soy tanto porque estoy en plena transformación”.

Nadie ha dicho que sea fácil, pero más difícil es lidiar con la salida de inversores clave e históricos o con el riesgo reputacional de un titular desfavorable en un medio de comunicación que amplifique el efecto salida del accionariado.

Aunque no lo parezca, el esférico ya está rodando. Este es su momento, es su partido y ésta claramente es su liga.

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

5/7

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

# Allianz Dynamic Multi Asset Strategy SRI 75

La gama de fondos Allianz Dynamic Multi Asset Strategy SRI permite invertir de manera responsable[1] en cualquier entorno de mercado. Allianz Dynamic Multi Asset Strategy SRI 75 ha sido galardonado como el mejor fondo multiactivo dinámico en los premios Expansión Allfunds**.

**es.allianzgi.com**

XXXIII Premios Fondos 2022 Expansión | allfunds

MORNINGSTAR ★★★★★

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

[1] Fondo catalogado como artículo 8 según el Reglamento de Divulgación de Finanzas Sostenibles (SFDR). La información es exacta en el momento de la publicación. Los inversores deben tener en cuenta todas las características y/u objetivos del fondo tal y como se describen en su folleto y DFI (regulatory.allianzgi.com).
*© 2007 Morningstar, Inc. Todos los derechos reservados. La información aquí incluida: 1) está protegida para Morningstar o su proveedor de contenido por derechos de autor; 2) no puede ser reproducida ni distribuida; y 3) no se garantiza que sea correcta, que esté completa ni que esté actualizada. Morningstar y sus proveedores de contenido no asumen responsabilidad alguna por cualesquiera daños o pérdidas que puedan derivarse del uso de la información presentada. La rentabilidad obtenida en el pasado no es garantía de los resultados futuros. Para las calificaciones de Morningstar se consideran fondos de un grupo de homólogos con al menos tres años de existencia. Como base de la calificación se utiliza la rentabilidad a largo plazo, teniendo en cuenta las comisiones y el riesgo. Como resultado, los fondos se puntúan con estrellas, que se calculan mensualmente. El 10% de los mejores fondos reciben cinco estrellas, el 22,5% siguiente cuatro, el 35% siguiente tres, el 22,5% siguiente dos y el 10% de los peores fondos una estrella. Las clasificaciones, calificaciones o premios no son indicaciones de la evolución futura y pueden cambiar con el paso del tiempo. Ratings a fecha de 28 / 02 / 2021.
** Una clasificación, una calificación o un premio no proporcionan un indicador de resultados futuros ni son constantes en el tiempo. Los resultados pasados no predicen la rentabilidad futura.
Las inversiones en instituciones de inversión colectiva conllevan riesgos. Las inversiones en instituciones de inversión colectiva y los ingresos obtenidos de las mismas pueden variar al alza o a la baja dependiendo de los valores o estimaciones en el momento de la inversión y, por tanto, Usted podría no recuperar su inversión por completo. Allianz Dynamic Multi Asset Strategy SRI 75 es un sub-fondo de Allianz Global Investors Fund SICAV, una sociedad de inversión abierta de capital variable organizada de acuerdo al derecho de Luxemburgo. El valor de las participaciones/acciones que pertenecen a las Clases de Participaciones/Acciones del Subfondo denominadas en la divisa base puede estar sujeto a una volatilidad incrementada. Es posible que la volatilidad de otras Clases de Participaciones/Acciones sea diferente y que sea mayor. El rendimiento pasado no garantiza los resultados futuros. Los fondos pueden no estar disponibles en todos los territorios o ciertas categorías de inversores. Allianz Global Investors Fund SICAV está inscrita para su comercialización en España en la Comisión Nacional del Mercado de Valores (la "CNMV") con el número 178. Los precios diario s de las acciones/participaciones de los fondos, el documento de datos fundamentales para el inversor, los estatutos/reglamento de gestión, el folleto y los últimos informes financieros anuales y semestrales pueden obtenerse gratuitamente del emisor en la dirección abajo indicada, o en las oficinas de Allianz Global Investors GmbH, Sucursal en España en Serrano 49, 28001 Madrid, en las oficinas de cualquier distribuidor española o en regulatory.allianzgi.com. Lea con atención estos documentos, que son vinculantes, antes de invertir. Esto es material publicitario emitido por Allianz Global Investors GmbH, www.allianzgi.com, con domicilio social en Bockenheimer Landstrasse 42-44, 60323 Fráncfort/M, supervisada por la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. El Resumen de los derechos de los inversores está disponible en inglés, francés, alemán, italiano y español en https://regulatory.allianzgi.com/en/investors-rights Allianz Global Investors GmbH tiene una Sucursal en España, con domicilio en Serrano 49, 28001 Madrid que está inscrita en el Registro de la Comisión Nacional del Mercado de Valores con el número 10.
Marzo de 2022. AdMaster: 2094544.

Value.Shared

Allianz Global Investors