

Bolsas europeas

**CÓMO MOVILIZAR  
AL MINORISTA**



**ENTREVISTA**

**Rosa Armesto,**  
directora adjunta de FESE

**REPORTAJE**

Los informes *Say on Climate*  
se desinflan

PATRIVALOR  
SGIIC SA

Invirtiendo junto a nuestros clientes

**PATRIVALOR, SGIIC, S.A.**

Paseo Castellana 12, 2º Dcha

28046 Madrid

T. 91 544 79 79

<https://www.pativalor.com>

[mail@pativalor.com](mailto:mail@pativalor.com)



## LOS MERCADOS EUROPEOS, DE CAPA CAÍDA (II Y FINAL)

La proximidad de las elecciones europeas, y los posibles cambios en los puestos de decisión política, han llevado a asociaciones, organizaciones, *think-tank* y actores de los mercados a actualizar sus agendas, un ejercicio preelectoral habitual en Bruselas y sus centros de poder. Como novedad, es destacable que el todavía recurrente debate sobre cómo mejorar la competitividad de los mercados de capitales europeos ha girado hacia la demanda, o sea, el inversor.

FERNANDO RODRÍGUEZ • DIRECTOR DE EMISORES

“Tenemos cada vez menos cotizadas. Un 35% menos que en 2001 en Europa y algo similar respecto a 1996 en EE.UU. Y cada vez hay más empresas que optan por financiarse en mercados privados, a través de capital privado o préstamos privados (*private credit*). Y sabemos que la economía europea va a necesitar a los mercados de valores más que nunca, porque tenemos que financiar cantidades ingentes de inversión que van a requerir el concurso de los mercados públicos que aporten los fondos propios suficientes, como señala el reciente el informe Letta y como venimos diciendo desde hace años muchos otros (...) La medida clave para lograr un impulso significativo de los mercados de capitales europeos, a mi juicio pasa por la elaboración de una estrategia a largo plazo de fomento de la inversión minorista en instrumentos financieros (...) Si el capital privado reemplaza a los mercados públicos, perdemos casi todos, los primeros, los ciudadanos de a pie que no tienen el patrimonio, los conocimientos o el acceso a la mayoría de los productos de capital privado.” Lo dijo hace poco días Rodrigo Buenaventura, presidente de la CNMV y miembro del Comité Ejecutivo

de la ESMA, en el discurso de apertura del evento conmemorativo del 15º aniversario de Emisores Españoles.

Buenaventura resumía un aspecto, el de la necesidad de incorporar al inversor minorista a los mercados de capitales, que aparece en todos los documentos de análisis y estrategia para Europa que han ido apareciendo en los últimos meses: el informe Letta, sobre el futuro del Mercado Único Europeo; el del expresidente del Banco de Francia, Christian Noyer, encargado por el Gobierno galo, que recoge *Propuestas para una Unión de Ahorros e Inversiones* con las que *Desarrollar los Mercados Europeos para Financiar el Futuro*; el informe respectivo de la ESMA para “construir mercados más efectivos y atractivos en la UE”; el estudio conjunto sobre esta cuestión de EBF, EFAMA y FESE o el *Libro Blanco sobre el impulso de la competitividad de los mercados de capitales españoles* de BME, entre otros documentos.

En definitiva, la propuesta es fomentar la participación directa en los mercados de más inversores minoristas, con mejor edu-

cación financiera y productos fáciles de entender y fiscalmente incentivados –si es posible, estandarizados para toda la eurozona y eventualmente con una marca comunitaria–.

Domingo García Coto y Javier Garrido, director y subdirector del Servicio de Estudios de BME, profundizan en el estado de la cuestión en este número de **emisores**. “En el año 1998, los inversores minoristas llegaron a controlar el 35,1% de la Bolsa española. A cierre de 2022 poseían el 16,2%.” Queda poco rastro del capitalismo popular español nacido con la privatización de las empresas públicas nacionales.

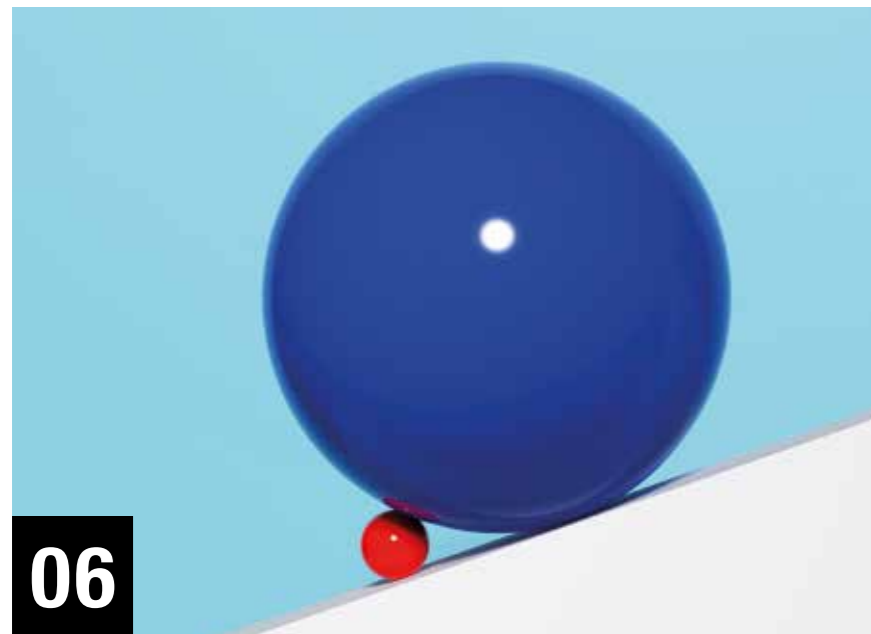
●●●

Aunque la inversión minorista puede ser definitiva para inyectar el capital fresco que necesitan las bolsas continentales –habría 200.000 millones de euros anuales más, según las estimaciones del informa Noyer, si las cosas se hacen bien–, eso no será suficiente. Lo cuenta en emisores Rosa Armesto, recién nombrada directora general de la *Federation of European Securities Exchanges* (FESE), que agrupa a 27 bolsas, sobre todo, europeas. “Los grandes fondos no acaban de ver super-atractivos para sus estrategias los mercados europeos, las cosas como son. Y ven que los mercados norteamericanos son más ágiles, mucho más concentrados y hay más liquidez, y que las valoraciones de las empresas funcionan mucho mejor”, explica.

●●●

Los informes ‘Say on Climate’ (SoC) sobre políticas climáticas que presentan las cotizadas en sus juntas para la aprobación de los accionistas, y que se suponía poco menos que imprescindibles en el futuro por la creciente presión de los proxys y los inversores institucionales, no han calado en Europa, según un memorándum interno de Computershare/Georgeson al que ha tenido acceso emisores. Se detecta cansancio entre los emisores de acciones respecto a los múltiples condicionantes para la gestión y la información que imponen los temas ESG. ○

“Los grandes fondos no acaban de ver super-atractivos los mercados europeos. Y ven que los norteamericanos son más ágiles, mucho más concentrados y con más liquidez, y que las valoraciones de las empresas funcionan mejor”, explica la directora general de FESE



06

PORTADA

## Bolsas europeas **Cómo movilizar al minorista**

Instituciones, operadores y bolsas han llegado a un consenso sobre los problemas y las soluciones para atajar la continuada pérdida de competitividad y peso de los mercados de capitales europeos respecto a los norteamericanos.

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: Alex Rohner, Ariadna Dumitrescu, Domingo García Coto, Isabel Fernández Torres y Javier Garrido.

FOTOGRAFÍA: Jesús Umbría, iStock, FESE, 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 mercados europeos, de capa caída (II y final)** / Fernando Rodríguez. Director de Emisores

### ENTREVISTA

**14 Rosa Armesto** / Directora adjunta de la Federation of European Securities Exchanges (FESE)

**“Los mercados europeos necesitan la liquidez que está durmiendo en depósitos minoristas”**



14

### ANÁLISIS

- 25 Las calificaciones ESG dejan su huella en los mercados desarrollados** / Por Alex Rohner. Estratega de renta fija de J. Safra Sarasin Sustainable AM.
- 30 Sobre la propuesta de reforma de la FCA sobre sociedades cotizadas: una aproximación preliminar** / Por Isabel Fernández Torres, Catedrática (Ac.) de Derecho Mercantil Universidad Complutense de Madrid.

### ENTREVISTA

- 22 Pilar Galán Gavilá** / socia de KPMG y Head of Financial Services Legal en España  
**“La transición verde debe hacerse y tiene sus costes, pero estos serían mayores a largo plazo si no se afronta”**

### REPORTAJES

- 19 Caen las recompras mundiales de acciones, pero no en España** / Las recompras mundiales de acciones cayeron un 14% en 2023, lo que equivale a un descenso de 181.000 millones de dólares.
- 28 Los informes ‘say on climate’ se desinflan** / Sólo 24 cotizadas europeas presentaron informes sobre sus políticas climáticas o ‘say on climate’ en las juntas de accionistas celebradas en 2023.



- 29 Compensación y liquidación de operaciones, un mundo a varias velocidades** / Los mercados de capitales norteamericanos han pasado a realizar la compensación y liquidación de operaciones –*settlement*– en un día, o T+1.

### TRIBUNA

- 10 Inversor minorista y Bolsa, pasado, presente y futuro de una relación llena de posibilidades** / Domingo García Coto, Director del Servicio de Estudios de BME, y Javier Garrido, Subdirector del Servicio de Estudios de BME.
- 20 ¿Importa la gobernanza corporativa para los rendimientos de las acciones?** / Ariadna Dumitrescu, Profesora titular, Departamento de Economía, Finanzas y Contabilidad en Esade. Profesora titular URL Investigadora, GREF - Grupo Investigación en Economía y Finanzas.

# TECNOLOGÍA INNOVACIÓN

## ¡Transforma tu negocio digitalmente!

**CIMD Intermoney** te ofrece soluciones innovadoras a través de los mejores profesionales de **Consultoría y Business Innovation**.

Desde el **análisis y gestión de riesgos hasta la adaptación regulatoria**, te brindamos el servicio necesario para ayudarte a aprovechar al máximo las **oportunidades tecnológicas**.

## ¡CONTÁCTANOS HOY MISMO!

91 432 64 62 • [innovacion@grupocimd.com](mailto:innovacion@grupocimd.com)

intermoneyinnovacion.com



# Bolsas europeas CÓMO MOVILIZAR AL MINORISTA

Instituciones, operadores y bolsas han llegado a un consenso sobre los problemas y las soluciones para atajar la continuada pérdida de competitividad y peso de los mercados de capitales europeos respecto a los norteamericanos. Los mercados necesitan más homogeneidad en las regulaciones, menos fragmentación de la oferta y más cotizadas, lo que redundará en más profundidad y liquidez y mejor calidad en los precios y las valoraciones de las empresas. En este contexto, todos los expertos echan de menos al minorista, con poco peso en la inversión en bolsa a nivel europeo.

TEXTO Fernando Rodríguez

Que los mercados europeos pierden competitividad no es un secreto para nadie y las evidencias surgen recurrentemente. Por ejemplo, las empresas europeas no han dejado de perder posiciones en el índice bursátil *Fortune Global 500* en los últimos veinte años y ahora sólo representan el 15,5% de sus componentes, frente al 31,8% de Estados Unidos y al 27,5% de China, según el informe bianual *An ice-bath for EU leaders. Competitiveness is crumbling: Europe's business case needs a rebuild* elaborado por la *European Roundtable for Industry* (ERT), organización que agrupa a 40 de las empresas más grandes de Europa, incluyendo a Telefónica, Inditex o Iberdrola.

Las "causas probables" de este declinar son, según el informe, "la falta de competitividad en los modelos de negocio, las oportunidades perdidas en nuevos sectores de altos ingresos" y que "la UE ya no es un entorno que fomente empresas fuertes."

El informe señala que las empresas de la UE están en peor posición que sus pares estadounidenses porque "obtener capital es más fácil en Estados Unidos, donde los mercados de capitales son mucho más profundos que en la UE", donde estos "siguen fragmentados y menos desarrollados", lo que determina que "las empresas estadounidenses pueden construir escala en un gran mercado interno, mientras que el Mercado Único de la UE no está completamente integrado." Este es un diagnóstico compartido por todos los operadores.

"Europa tiene reservas de capital generales más pequeñas que Estados Unidos: pensiones, seguros y activos domésticos representan seis veces el PIB en Estados Unidos, en comparación con sólo dos o tres veces el PIB en las principales economías europeas como Francia, Alemania y España", calcula un informe de EBF, EFAMA y FESE

## PÉRDIDA DE RELEVANCIA

Desde otro punto de vista, preocupa que los mercados de capitales europeos hayan perdido relevancia, en prácticamente todos los países comunitarios, como motor de sus respectivas economías y en volúmenes de liquidez –dos aspectos claves para medir su competitividad– respecto a los norteamericanos en los últimos cinco años.

Según el informe *The Capital Flywheel-European Capital Markets Report*, escrito por la consultora Oliver Wyman a expensas de la Federación Bancaria Europea (EBF), la Asociación Europea de Gestión de Activos y Fondos (EFAMA) y la Federación de Bolsas de Valores Europeas (FESE), entre 2016 y 2022, la capitalización de los mercados de capitales europeos medida como proporción del PIB de la zona ha aumentado del 48% al 66%, mientras que en Estados Unidos lo ha hecho del 104% al 157%, lo que evidencia que "la brecha entre Europa y Estados Unidos es casi del 100% y se ha hecho mayor."

En cuanto a la liquidez de los mercados respectivos, medida por la velocidad de rotación de las acciones, disminuyó del 68% al 52% en Europa en este periodo, mientras que se mantuvo en el 145% en Estados Unidos. "La liquidez en los mercados de valores de la UE ha sido relativamente estable, pero ha aumentado en EEUU, creando una gran brecha del 193% entre las dos regiones", según indica el informe. Entre las conclusiones del documento, elaborado a partir de encuestas a personajes relevantes de diferentes segmentos de la

## EL CASO DE ESPAÑA

Los depósitos y el efectivo siguen liderando las preferencias de las familias españolas para colocar su ahorro financiero, con el 37,5%, seguido de los fondos de inversión, con el 15,5%, según los datos de Inverco, la patronal de la inversión colectiva.

A gran distancia de estas cifras, las familias españolas acabaron 2023 con 134.606 millones de euros invertidos directamente en renta variable, el 4,8% sobre el total de su ahorro financiero. Esta cifra, que supone un aumento del 22,5% respecto al año precedente, es la segunda más alta de los últimos nueve años, y a ello ha contribuido el alza en las cotizaciones de las acciones en 2023; en especial, el último trimestre.

La presencia del minorista también es limitada en el capital de las grandes cotizadas españolas. Así, los particulares protagonizaron el 7,4% de las compras de acciones del Ibex-35 en 2023, frente al 6,2% de 2022, al 6,1% de 2021 y al 7,7% del año de la pandemia -2021-, según los datos ofrecidos por el Panel interactivo de sobre el comportamiento del inversor minorista que facilita anualmente la CNMV.

industria, “Europa no está utilizando la infraestructura de sus mercados de capitales en todo su potencial. Europa tiene reservas de capital generales más pequeñas que Estados Unidos: pensiones, seguros y activos domésticos representan seis veces el PIB en Estados Unidos, en comparación con sólo dos o tres veces el PIB en las principales economías europeas como Francia, Alemania y España.” Asimismo, Europa “también invierte mucho menos de esos activos a través de sus mercados de capital, ya sea directa o indirectamente, lo que da como resultado que los mercados de capital superen cinco veces el PIB en Estados Unidos, en comparación con entre una y dos veces el PIB en las mismas grandes economías europeas.”

Entre las razones de este desfase, el informe dice que “esto se debe principalmente a sistemas de pensiones obligatorios que no invierten en los mercados de capitales, una mayor aversión al riesgo de los inversores minoristas y la falta de incentivos adecuados.” El documento apunta diversas recomendaciones para revertir la situación. Entre la docena larga de ellas que se proponen, explica que “es crucial activar el lado de la demanda de los mercados de capital. Europa necesita mejorar el acceso de los inversores minoristas a productos atractivos y mejorar su educación financiera para fomentar una cultura de inversión.”

### PRODUCTOS INCENTIVADOS A NIVEL EUROPEO

La Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA), el regulador y supervisor de los mercados financieros de la UE, ha publicado el documento de posición *Construir mercados de capitales más eficaces y atractivos en la UE*, que incluye 20 recomendaciones para “fortalecer los mercados de capitales de la UE y abordar las necesidades de los ciudadanos y empresas europeos” entre los que dedica una especial atención a lo que denomina “los ciudadanos”. En este capítulo, la ESMA aboga precisamente por el desarrollo de productos de inversión a largo plazo y sistemas de pensiones “que estén adecuadamente incentivados y contribuyan al desarrollo de los mercados de capitales”, lo que “debería complementarse con esfuerzos para mejorar la educación financiera.” Eso incluiría la creación de una “etiqueta de producto de inversión ‘básico’ a nivel de la UE.”

“Es imperativo trazar un plan para estimular que los europeos y los españoles inviertan una mayor parte de sus ahorros en instrumentos financieros”, ha dicho el presidente de la CNMV. “Si no promovemos este cambio cultural y estructural, ninguna otra medida funcionará, por lo que es una auténtica condición necesaria y no otra cosa. Esto es lo que realmente diferencia el mercado americano del europeo”, ha añadido

Según la ESMA, las acciones propuestas en este documento “van más allá de los cambios en la regulación financiera y, por lo tanto, están dirigidas no sólo a los supervisores del mercado de capitales sino también a los Estados miembros de la UE, la Comisión Europea y los legisladores de la UE, así como a la industria financiera.”

En esta línea de mejora de las condiciones de inversión en bolsa del minorista, Rodrigo Buenaventura, presidente de la CNMV y miembro del Comité Ejecutivo de la ESMA, ha abogado recientemente por introducir “incentivos fiscales estables a la inversión personal en instrumentos financieros”, en el marco de “una estrategia nacional y europea de promoción de la inversión minorista.” En una de sus intervenciones públicas, Buenaventura explicó que “es imperativo trazar un plan para estimular que los europeos y los españoles inviertan una mayor parte de sus ahorros en instrumentos financieros. El ahorro es el que es (y dependerá de elementos macro) pero su destino natural debería ser los fondos de inversión, de pensiones, los bonos y las acciones. Si no promovemos este cambio cultural y estructural, ninguna otra medida funcionará, por lo que es una auténtica condición necesaria y no otra cosa. Esto es lo que realmente diferencia el mercado americano del europeo.” El presidente de

la CNMV también señaló que “un conjunto de países está planteándose la creación de cuentas de ahorro financiero personal incentivadas fiscalmente. Pero a esto hay que darle estabilidad en el tiempo. No puede cambiarse cada 4 años.”

### UNA “ETIQUETA EUROPEA”

Entre ese grupo de países a la vanguardia en la promoción de la inversión minorista figuran Suecia, Italia, Holanda y Alemania, que ya disponen de productos financieros con ese perfil. Al igual que Francia, donde el Gobierno encargó a Christian Noyer, ex gobernador del Banco de Francia, un estudio para mejorar los mercados de capitales europeos que ha visto la luz hace dos meses. En el documento *Developing European Capital Markets to finance the future*, el grupo de expertos coordinado por Noyer dedica una especial atención al minorista. “Desarrollar productos europeos de ahorro a largo plazo, invertidos predominantemente en la economía de la UE, es el primer paso esencial para aumentar los flujos hacia los mercados de capital europeos: sin una base de inversores masiva, no pueden surgir mercados de capital profundos. Sin una base de inversores masiva, no pueden surgir mercados de capital profundos. Europa genera abundantes ahorros, que deberían ser un activo para la financiación de su economía”, explica el estudio.

“El ahorro financiero de los hogares asciende a 35.533 millones de euros, impulsado por una de las tasas de ahorro más altas del mundo (13,3%)”, concluye.

Noyer aboga, entre otras muchas cosas, por lanzar un producto con “etiqueta”, que cumpla con “seis principios fundamentales”: (1) Un horizonte de inversión a largo plazo con liquidez restringida a la jubilación o a “acontecimientos importantes de la vida”; (2) Exposición al riesgo sin garantía de capital permanente; (3) Asignaciones gestionadas para construir y ganancias seguras a largo plazo; (4) Un papel clave asignado al empleador (para la inscripción automática y las coinverticiones); (5) Y un régimen fiscal atractivo “legitimado” por (6) Una “asignación predominante en activos europeos (por ejemplo, 80 % o más)”.

Según este estudio, “si se implementan ampliamente, los productos etiquetados podrían generar aproximadamente 200.000 millones de euros de inversión a largo plazo anualmente.”

Según el estudio de un grupo de expertos coordinado por el ex gobernador del Banco de Francia, Christian Noyer, si se implementa ampliamente, un producto europeo etiquetado de inversión minorista con incentivos fiscales “podría generar aproximadamente 200.000 millones de euros de inversión a largo plazo anualmente”

Más inversores minoristas, con mejor educación financiera y productos fáciles de entender y fiscalmente incentivados -si es posible, estandarizados para toda la eurozona y eventualmente con una marca comunitaria-, es la fórmula que ofrecen prácticamente todos los expertos como una de las palancas fundamentales para mejorar la competitividad de los mercados europeos

### OTRAS MEDIDAS

En otra línea de análisis, el Instituto CFA, que agrupa a más de 100.000 profesionales de la inversión en el mundo, y *Better Finance*, que coordina los intereses de organizaciones europeas de inversores particulares representativas de más 50.000 inversores, han hecho públicas sendas encuestas entre sus asociados sobre las necesidades de los mercados de capitales europeas entre cuyas conclusiones comunes figuran algunas recomendaciones que afectarían al minorista. Destacan las siguientes: 1. Los programas de educación financiera deben ofrecerse a través de diversos canales y para todos los inversores. La educación financiera se considera necesaria para aumentar el conocimiento sobre la participación en el mercado primario (y secundario); 2. Cualquier directiva sobre acciones con derechos de voto múltiples (MVRS) a nivel de la UE se considera innecesaria para fomentar la salida a bolsa de las empresas o inadecuada para aumentar la confianza de los inversores; y 3. Las pymes necesitan una mejor cobertura de análisis para abordar la falta de liquidez en los mercados de pymes en crecimiento y al mismo tiempo impulsar la participación de los inversores.

También recientemente, BME ha lanzado un *Libro Blanco sobre el impulso de la competitividad de los mercados de capitales españoles* con varias propuestas concretas para incentivar la inversión minorista. Entre las acciones para potenciar la canalización de la inversión hacia las empresas, propone medidas como “desarrollar fórmulas para incentivar la participación de inversores minoristas en mercados de valores españoles, flexibilizar y fomentar la inversión en pymes españolas cotizadas a través de vehículos de inversión colectiva y modificar el régimen de comercialización de las instituciones de inversión colectiva de inversión libre para fomentar su uso como producto de inversión alternativa para el ahorro privado.”

En definitiva, más inversores minoristas, con mejor educación financiera y productos fáciles de entender y fiscalmente incentivados -si es posible, estandarizados para toda la eurozona y eventualmente con una marca comunitaria-, es la fórmula que ofrecen prácticamente todos los expertos como una de las palancas fundamentales para mejorar la competitividad de los mercados europeos. ○



# INVERSOR MINORISTA Y BOLSA, PASADO, PRESENTE Y FUTURO DE UNA RELACIÓN LLENA DE POSIBILIDADES

Movilizar más ahorro privado hacia los mercados es una condición necesaria para relanzar la inversión y la productividad en España y en Europa. Y en este objetivo las familias son agentes financieros proveedores de financiación de primer orden. Lograr que los ahorradores pasen a ser inversores, siempre teniendo claro su perfil de riesgo, debe ser una prioridad.

En el año 1998, los inversores minoristas llegaron a controlar el 35,1% de la Bolsa española. A cierre de 2022 poseían el 16,2%. Son muchos los factores que explican esta evolución a la baja, como la mayor inversión en fondos u otras instituciones de inversión colectiva, o también el crecimiento hasta máximos históricos de la presencia en la Bolsa española de inversores internacionales, que controlan la mitad de las acciones cotizadas, lo cual es una clara señal del atractivo del mercado español fuera de nuestras fronteras.

Con todo, la decreciente presencia de las familias en los mercados financieros es una noticia que invita a la reflexión colectiva y es un fenómeno que, con mayor o menor intensidad, ocurre en la mayoría de países europeos.

El último lustro del siglo XX vino marcado por un récord en la presencia de los inversores minoristas en la Bolsa española, en gran medida, por el boom de las grandes privatizaciones de empresas públicas en aquella época. Eran otros tiempos. Se generalizó entonces la inversión directa en Bolsa por parte de las familias y, en buena medida, la Bolsa llegó a convertirse en un fenómeno social. Las OPV iniciales y las colocaciones posteriores de paquetes adicionales más célebres de la época contaban con un amplio tramo para minoristas, algo prácticamente inexistente de un tiempo a esta parte, y muchos millones de familias españolas entraron en contacto por primera vez con los mercados financieros.

Un cuarto de siglo después el mundo es otro y el peso de los minoristas en la propiedad de las acciones cotizadas en Bolsa española, desde los años de la gran crisis financiera en el mundo (y también inmobiliaria en España), fue cayendo paulatinamente hasta acercarse a la media de los países de nuestro entorno en los cuales también evoluciona a la baja. Parte del ahorro de las familias españolas sigue en la Bolsa, por supuesto, tanto de forma directa como indirecta a través de fondos de inversión.



Domingo García Coto  
Director del Servicio de Estudios de BME



Javier Garrido  
Subdirector del Servicio de Estudios de BME

Esto último, desde luego, tiene una lectura positiva, porque el aumento del número de partícipes de las instituciones de inversión colectiva ha ido acompañado del crecimiento del sector de la gestión de activos en nuestro país y porque es razonable que muchos inversores minoristas confíen en este tipo de productos de inversión gestionados por profesionales. La gran variedad de estos productos, además, permite a cada inversor optar por el fondo o el activo financiero que más encaja con su perfil de riesgo y sus necesidades.

Pero el auge de los fondos no es la única explicación de la menor presencia de los pequeños inversores en la Bolsa. Hay una amplia colección de factores que contribuyen a encontrar explicación. Uno de ellos es regulatorio ya que el amplio arsenal de normas desplegadas en Europa para proteger a los inversores han cumplido su función pero, como ocurre en todos los sistemas con grandes exigencias preventivas, las partes afectadas (en este caso los activos considerados "de más riesgo", como las acciones) pierden atractivo y agilidad en su uso.

**Para que los pequeños accionistas volvieran a invertir directamente en otras compañías recomponiendo sus cartera sería necesario, entre otras cosas, un mayor nivel de formación financiera de las familias, una regulación más ligera, una fiscalidad tal vez más proactiva y nuevas empresas cotizadas grandes y con perfil de riesgo más adaptado al espíritu más conservador que tienden a buscar la inversión de muchas familias**

Otro factor especialmente relevante de la pérdida de pequeños accionistas en la Bolsa española reside en el hecho de que gran parte de ellos eran propietarios de acciones de bancos y grandes empresas que han desaparecido, se han fusionado y/o han sido excluidas de nuestra Bolsa. Para que esos accionistas volvieran a invertir directamente en otras compañías recomponiendo sus cartera sería necesario, entre otras cosas; un mayor nivel de formación financiera de las familias, una regulación más ligera, una fiscalidad tal vez más proactiva y nuevas empresas cotizadas grandes y con perfil de riesgo más adaptado al espíritu más conservador que tienden a buscar la inversión de muchas familias.

Sin embargo, muy al contrario, los últimos años en la Bolsa española se han caracterizado por la escasez de grandes salidas a Bolsa (OPVs / IPOs en terminología financiera internacional de uso común) y las que han tenido lugar han carecido de tramo minorista a pesar de su atractivo como activo de inversión, lo cual se ha reflejado en la elevada demanda de sus títulos.

**Sigue siendo imprescindible aumentar la promoción de la cultura financiera desde la escuela. El día de mañana, todos los jóvenes tendrán que tomar decisiones financieras, desde pagar un alquiler o pedir una hipoteca a gestionar sus ahorros o abrir un plan de pensiones.**

Actualmente, la mayor parte del ahorro financiero familiar europeo se encuentra inmovilizado en depósitos. Según EFAMA, en 2015 los depósitos representaban un 37% de ese ahorro y en 2022 esa cifra alcanzaba el 41%, todo ello a pesar de que los altos niveles de inflación provocan una evidente pérdida de poder adquisitivo en los rendimientos de nuestras inversiones. Por supuesto, la inversión "en ladrillo", marca España por excelencia, también sigue ocupando un espacio preferente en las inversiones de las familias. Y como novedad, aunque cuantitativamente aún poco importante, otra parte de la inversión minorista se dirige hoy a diferentes activos de moda como los criptoactivos, que han atraído especialmente a inversores jóvenes y poco experimentados, a pesar de su volatilidad y del riesgo que implican. Son mercados que no cuentan con la seguridad, liquidez y transparencia de los mercados regulados como las Bolsas.

Sin embargo, esta realidad es poco conveniente a las necesidades de una economía europea que necesita urgentemente ser más competitiva, empezando por sus mercados de capitales. Dado que son muchas las razones que han provocado la menor presencia de los inversores minoristas en los mercados financieros europeos en los últimos años, es importante conocerlas para saber qué obstáculos se pueden eliminar para revertir la situación.

Como recuerda el informe Letta, publicado recientemente, la inversión privada es fundamental para financiar la transición hacia una economía sostenible en la que se halla inmersa la UE. Movilizar más ahorro privado hacia los mercados es una condición necesaria para relanzar la inversión y la productividad en España y en Europa. Y en este objetivo las familias son agentes financieros proveedores de financiación de primer orden. Lograr que los ahorradores pasen a ser inversores, siempre teniendo claro su perfil de riesgo, debe ser una prioridad. Y ahí deben jugar un papel importante, entre otros, los inversores minoristas. Elaborado por el exprimer ministro italiano tras un encargo de la Comisión Europa para analizar las prioridades de la región, el Informe destaca que una de las claves de la desventaja competitiva de la UE frente a otras regiones como EEUU es, precisamente, la menor inversión privada, tanto de institucionales como de minoristas, en los mercados financieros europeos. Esto tiene repercusiones directas en el crecimiento de sus empresas y su papel en el muy competitivo contexto internacional.

Y, tangencialmente, hay otra razón no menor que también invita a incentivar la presencia de los inversores minoristas en la Bolsa: las pensiones. Son múltiples los estudios académicos que remarcan la importancia de incrementar el ahorro vía planes de pensiones privados para complementar la pensión pública. Una sociedad en la que más personas invierten en Bolsa pensando en su jubilación será una sociedad más sostenible y que afronta con más solidez y garantías el futuro. Es un debate siempre polémico y postergado, pero los datos son tozudos y las tendencias, claras: hará falta más planificación financiera privada para hacer frente a las jubilaciones. También por eso es beneficioso para todos que haya más inversores minoristas en Bolsa y que se incentive fiscalmente la inversión destinada a complementar la pensión pública en el futuro.

## MEDIDAS PARA MEJORAR

En BME estamos convencidos de la importancia del rol que los inversores minoristas deben desempeñar en los mercados financieros y la forma tan desfavorable en la que han evolucionado los datos en los últimos años. Por eso, son varias las medidas relacionadas con favorecer su participación en ellos incluidas en nuestro Libro Blanco sobre el impulso de la competitividad de los mercados de capitales españoles que publicamos hace unos meses. En este estudio, que contó con aportaciones de una treintena de entidades, instituciones y participantes del mercado, realizamos un análisis comparado con otros países del estado de la competitividad de los mercados de capitales en España y proponemos hasta 56 medidas para mejorarla.

En el Libro Blanco se recogen algunos factores comunes a otros países europeos, porque muchos de los problemas señalados en el estudio son problemas de alcance europeo, pero también se detecta una serie de desventajas competitivas de nuestro país en ámbitos regulatorios y fiscales. Es fundamental que todos los actores implicados en los mercados financieros hagamos todo lo que esté en nuestras manos para eliminar esos obstáculos.

Muchas de las medidas propuestas tendrían una aplicación relativamente rápida y sencilla, con unos efectos positivos inmediatos.

Hay un amplio bloque de medidas encaminadas a lograr que más empresas quieran dar el paso de compartir su crecimiento con los inversores a través de los mercados de capitales. Sin estos activos fundamentales al alcance de las familias es difícil conseguir que estas jueguen el papel que pueden jugar como proveedores de financiación estable y de largo plazo para nuestras empresas más importantes.

En todo caso, hay que desarrollar fórmulas para incentivar la participación de inversores minoristas en los mercados de valores españoles, algo que va completamente en línea con el reciente plan estratégico de incentivo y mejora de la inversión minorista de la UE en el marco de la Unión del Mercado de Capitales (CMU, por sus siglas en inglés).

Entre otras muchas medidas, el Libro Blanco propone iniciativas para incentivar la participación de inversores minoristas y la creación de productos o vehículos de inversión en pymes nacionales. Varios países de nuestro entorno analizados en el informe, como Francia, Italia o Reino Unido, cuentan con esta clase de vehículos o incentivos que fomentan la inversión en pequeñas y medianas empresas cotizadas, algo que escasea en nuestro país donde incluso, muy al contrario, existen algunas limitaciones relevantes a dicha inversión.

La fiscalidad ocupa también un espacio relevante en el Libro Blanco. Son muchas las desventajas competitivas en materia de fiscalidad que afectan a los mercados de capitales españoles. También en lo relativo al incentivo de la presencia en Bolsa de inversores minoristas y no sólo como accionistas sino abriendo sus carteras a otros productos atractivos. Por ejemplo, sería importante exonerar del deber de retención a cuenta en el IRPF en los productos cotizados denominados genéricamente *Exchange Traded Products* o ETPs para atraer su cotización en España. Son productos de reciente implantación en los principales mercados bursátiles que amplían las opciones de inversión para inversores tanto minoristas como institucionales a distintos tipos de activos o instrumentos financieros. Tienen ya amplia presencia en otros grandes mercados bursátiles europeos como Alemania, Francia, Suiza o Italia.

También se propone en el Libro Blanco exonerar de retención a cuenta en el IRPF a los Certificados de Inversión cotizados en mercados oficiales. Se trata de productos de gran presencia e implantación entre inversores minoristas en mercados como Alemania, Francia o Italia, gracias a la diversificación que ofrecen. Actualmente son prácticamente inexistentes en la Bolsa española.

Sería también recomendable eliminar la obligación de retención a cuenta para las personas físicas residentes en lo que respecta a los pagos de cupón para los activos financieros de renta fija con rendimiento explícito (bonos y obligaciones). Esta obligación

de retención dificulta la operativa de los inversores minoristas e intermediarios y, además, no existe en el caso de las personas jurídicas.

El Libro Blanco contempla también la recomendación de mejorar y ampliar el acceso de los inversores minoristas al mercado primario (de emisión) y secundario (de negociación) de Deuda Pública (Letras, Bonos y Obligaciones del Tesoro español).

La iniciativa de incentivar el acceso de los clientes minoristas a la inversión alternativa llevada a cabo en el marco de la Unión del Mercado de Capitales y la *Retail Investment Strategy*, ha favorecido la armonización del régimen de comercialización de los vehículos de inversión colectiva alternativos entre inversores minoristas, así como la comercialización transfronteriza. Dicha apertura se ha materializado en el cambio del régimen de comercialización de los FILPE (en el ámbito europeo), así como en el régimen de comercialización de las Entidades de Capital Riesgo (en el ámbito nacional), y se va a completar próximamente con la modificación prevista en el Reglamento de Instituciones de Inversión Colectiva que permitirá la comercialización de las IIC de Inversión Libre entre inversores minoristas en mejores condiciones que las actuales.

### Desde el Libro Blanco de BME reclamamos la contemplación de los mercados de capitales como una opción estratégica de primer orden en la definición de la construcción del país. La competitividad de los mercados financieros es una cuestión de Estado y es importante no ver a los mercados como algo ajeno a la gente corriente

El Libro Blanco no se olvida de la financiación de compañías de menor dimensión y constata que no existen en España incentivos a vehículos cuyo objeto de inversión sean estas empresas. Por poner sólo algunos ejemplos de otros países, Francia cuenta con dos tipos de fondos de capital riesgo diseñados para invertir en pequeñas y medianas empresas relacionadas con distintos sectores estratégicos (como tecnologías de la información, ciencia, medio ambiente, energía o telecomunicaciones). Son los llamados *"Fonds Communs de Placement dans l'Innovation"* (FCPI) y *"Fonds d'Investissement de Proximité"* (FIP), ambos vehículos aptos para inversores minoristas. Por su parte, Reino Unido incentiva, mediante beneficios fiscales generalmente, la inversión en pequeñas y medianas empresas a través de tres modalidades: *Venture Capital Trust* (instituciones de inversión colectiva de tipo cerrado, similares a otras entidades de capital riesgo, que deben solicitar su admisión a negociación y cuya cartera debe consistir, al menos en un 70%, en acciones



de determinadas compañías no cotizadas o negociadas en el *Alternative Investment Market* (AIM), el SMN británico para empresas de crecimiento), *Enterprise Investment Scheme* (vehículo diseñado para atraer inversores personas físicas a pequeñas y medianas empresas británicas no cotizadas) y *Business Property Relief* (un tipo de esquema que otorga beneficios fiscales para inversiones de un contribuyente fallecido en acciones de compañías del AIM).

En Italia se han introducido los denominados *"Piani Individuali di Risparmio32"* (PIR), que son instrumentos diseñados para fomentar la inversión, por parte inversores minoristas, hacia compañías que no pertenecen a los principales índices bursátiles nacionales (en el caso italiano, el FTSE MIB) o internacionales, impulsando así la inversión en pequeñas y medianas empresas.

También es significativo el ejemplo sueco. Si bien en Suecia no existen vehículos similares a los previstos en Francia, Reino Unido o Italia, sí han diseñado otros instrumentos que buscan promover una mayor participación de la inversión minorista en los mercados de capitales suecos, como las *"Investeringsparkonto"*, que son cuentas de ahorro dirigidas a la inversión, con ventajas fiscales. Entre los activos elegibles se encuentran las acciones de empresas cotizadas.

#### MÁS CULTURA FINANCIERA

Otro aspecto fundamental para impulsar la presencia de inversores minoristas es el fomento de la educación financiera. Según todos los estudios, España ha mejorado en los últimos años en esta materia, pero seguimos en la parte baja de la clasificación. Sigue siendo imprescindible aumentar la promoción de la cultura financiera desde la escuela. El día de mañana, todos los jóvenes tendrán que tomar decisiones financieras, desde pagar un alquiler o pedir una hipoteca a gestionar sus ahorros o abrir un plan de pensiones. O, simplemente, ir al supermercado a hacer la compra o afrontar la intendencia diaria.

Tan importante es contar con unos mínimos conocimientos financieros como manejar otros conceptos de cultura general. Las finanzas están en nuestro día a día y es necesario conocer, al menos, lo más básico. Por eso, en BME mantenemos históricamente un firme compromiso con la educación financiera, que canalizamos a través de nuestro centro formativo, Instituto BME, y también de Braindex, el centro de formación 100% online que cuenta con cursos para todo tipo de perfiles, también para personas que buscan unas nociones básicas para acercarse a los mercados financieros.

Cuanto más formadas sean las decisiones financieras de los ciudadanos, más concienciados estarán de la importancia de la inversión a largo plazo y, por lo tanto, mayor será su presencia en los mercados financieros. Esto repercutirá de forma favorable en la propia cartera de inversiones de los ciudadanos, pero también en el crecimiento económico. Unos mercados financieros sólidos, y esto también pasa por contar con la inversión de los minoristas, son la mejor garantía para impulsar el desarrollo social y el crecimiento.

Desde el Libro Blanco de BME reclamamos la contemplación de los mercados de capitales como una opción estratégica de primer orden en la definición de la construcción del país. La competitividad de los mercados financieros es una cuestión de Estado y es importante no ver a los mercados como algo ajeno a la gente corriente. Con frecuencia se ofrece una mirada estereotipada y prejuiciosa de los mercados financieros, como si ámbitos reservados a grandes empresas y grandes patrimonios e inversores multimillonarios. Lo cierto es que en Bolsa cotizan empresas de todos los tamaños y sectores, empresas cuyos empleados, proveedores y accionistas se benefician de las ventajas de cotizar en el mercado. Hay millones de personas en España que están presentes en Bolsa, ya sea mediante inversión directa o a través de fondos de inversión o planes de pensiones.

Mejorar la competitividad de los mercados nos compete y beneficia a todos. Cuanto más recurran las empresas a los mercados financieros, más diversificadas estarán sus fuentes de financiación y más preparada estará la economía en su conjunto para momentos de crisis. El desarrollo de planes de crecimiento y la creación de empleo de las compañías se ven impulsados por su presencia en la Bolsa. Los mercados financieros, además, son decisivos en el impulso de las finanzas sostenibles. Durante la pandemia de Covid-19, por ejemplo, la emisión de bonos sociales contribuyó a financiar la respuesta a la crisis sanitaria. La existencia de índices de renta variable de sostenibilidad, como el IBEX ESG o el IBEX *Gender Equality* promueven la inversión sostenible y abren un debate necesario sobre cuestiones como la igualdad de género. La financiación vía mercados será imprescindible para impulsar la transición verde y energética.

En definitiva, la competitividad de los mercados financieros es una cuestión que interpela al conjunto de la sociedad. Y, por ello, aumentar la presencia de inversores minoristas en los mercados ofrece múltiples oportunidades y potenciales beneficios para todos. ○

## Rosa Armesto

DIRECTORA ADJUNTA DE LA  
FEDERATION OF EUROPEAN  
SECURITIES EXCHANGES  
(FESE)



# “Los mercados europeos necesitan la liquidez que está durmiendo en depósitos minoristas”

La industria financiera en sus diferentes ámbitos ha llegado a un consenso sobre los aspectos a reformar para añadir competitividad a los mercados de capitales europeos frente a los norteamericanos. En el centro del análisis y del diagnóstico están las bolsas tradicionales, y Rosa Armesto es la directora adjunta de la Federation of European Securities Exchanges (FESE), la organización europea que las agrupa.

**La European Banking Federation (EBF), la European Fund and Asset Management Association (EFAMA) y FESE han encargado un informe sobre los mercados europeos a Oliver Wyman. ¿Por qué y cuáles son las conclusiones?**

Las elecciones europeas van a traer en torno al 50% de nuevos eurodiputados y habrá cambios en puestos claves como el de comisario o comisaria encargados de los servicios financieros. Es el momento de repensar cómo hacer las cosas en diferentes aspectos. La presidenta de la CE ya encargó un informe a Mario Draghi, y el Consejo, a

Enrico Letta. Hay dos temas que se repiten constantemente. El primero es la inversión minorista: Europa necesita esa liquidez que está durmiendo en depósitos a unos tipos de interés muy bajos y que tiene que entrar en los mercados, emulando lo que ocurre en EEUU. Y, por otro lado, el otro tema es cómo ganar competitividad en los mercados financieros. No sólo porque están muy fragmentados, sino porque hay que financiar la transición digital y verde y también las necesidades de defensa y de energía. Volviendo a las elecciones, todo el mundo está haciendo la lista o manifiesto

sobre lo que le gustaría que hicieran los políticos. En este contexto, en FESE pensamos que, además, de las infraestructuras de los mercados que representamos y el foco que ponemos en nuestro manifiesto, es también importante incorporar al *buy side* y al *sell side* para juntos ver como alcanzar mejores niveles de competitividad, y es lo que se ha pretendido hacer con este nuevo informe de Oliver Wyman.

### ¿Cuáles son las principales conclusiones del informe *The Capital Flywheel*?

Lo más relevante es que estamos muy de acuerdo todos respecto al diagnóstico. Hace falta que ese capital que está embalsado en cuentas y depósitos minoristas vaya a los mercados. Los grandes fondos no acaban de ver super-atractivos para sus estrategias los mercados europeos, las cosas como son. Y ven que los mercados norteamericanos son más ágiles, mucho más concentrados y hay más liquidez, y que las valoraciones de las empresas funcionan mucho mejor. Aquí, el otro problema que tenemos, no quiero llamarlo sobrerregulación, pero lo cierto es que hay una regulación, en ciertos aspectos, pesada. Hay muchos operadores regulados a nivel europeo, pero que conviven con regulación a nivel nacional. Una de las conclusiones del informe es que hay que aligerar y sobre todo armonizar las regulaciones.

### ¿Cómo se moviliza o motiva esa inversión minorista?

Hay casos de estudio que están funcionando fantásticamente en Europa, como Suecia y Dinamarca, cuyo motor ha sido el incentivo fiscal. Ha sido clave para que un inversor minorista con cierta cultura financiera piense que los mercados de capitales le pueden ayudar. Además, hay que facilitar, como dice el informe, productos más sencillos. También se están planteando productos de ahorro y de pensiones pan-europeos. Francia, que es pionera en esto, incluso está planteando que hubiese una primera avanzadilla de un grupo de países europeos para lanzar este producto. Esto, unido a la educación financiera, puede marcar una tendencia para la entrada a largo plazo de esa financiación minorista en los mercados.

**También se ha hablado de incentivar solo la inversión en compañías europeas. Hay quien ha recordado que si la**

**administración norteamericana hiciera lo mismo con sus mercados, los grandes inversores estadounidenses, que tienen una gran presencia en los cotizadas europeas, quizá podrían reconsiderar sus estrategias a este lado del Atlántico.**

No creo que los intereses de los minoristas europeos sean contrapuestos a los de los institucionales norteamericanos. Tienen espacios separados que no se van a pisar uno al otro. El recorrido de esa incorporación de la inversión minorista va a ser lento. Y, al final, de lo que se trata es de que la liquidez que hay en los depósitos se reconduzca a los mercados. Sin embargo, sí es cierto que hay que incentivar más al institucional europeo, que no está posicionado en los mercados en la escala que están los norteamericanos en sus mercados. Abogo, no por medidas proteccionistas, que no ayudan demasiado, sino por facilitar que los mercados sean más líquidos y más profundos, y con menor fragmentación. Eso va a beneficiar a todos y no creo que mermara el interés del inversor americano en absoluto. De hecho, los grandes inversores en los mercados europeos son ellos: sin con

“

Los grandes fondos norteamericanos son más ágiles, mucho más concentrados y con más liquidez, y que las valoraciones de las empresas funcionan mucho mejor

Hay que incentivar más al institucional europeo, que no está posicionado en los mercados en la escala que están los norteamericanos en los suyos

las actuales condiciones les interesamos, el interés sería mayor si las mejoramos.

**Aparte de promocionar la inversión minorista, qué más habría que hacer para mejorar la competitividad de los mercados de capitales europeos.**

No creo que haya una medida única para cambiar radicalmente la situación. Hay que aplicar una tanda de medidas que se retroalimenten. No se trata de darle mayores poderes a la ESMA –y esto me lo dicen todos los miembros de FESE–, por las múltiples ventajas de tener reguladores locales que conocen la idiosincrasia de sus mercados e inversores, sino que haya mucha mayor agilidad. La legislación sobre acciones, sobre cotizadas y sobre impuestos deberían converger en la UE. Si eso ocurriese, y además se impulsarían productos paneuropeos de ahorro, inversión y previsión, entraríamos en un círculo virtuoso donde una cosa llevara a la otra.

### ¿Y por qué no se ha hecho todo esto hasta ahora?

Porque la Union Europea es un conjunto de 27 países que en gran medida defienden las soberanías nacionales. Además, los países no están yendo a la misma velocidad. Ya he dicho que Suecia y Dinamarca tienen unos mercados de capitales que funcionan y, sin embargo, tienen la misma regulación europea que los demás países.

### ¿Cuál es el secreto del buen funcionamiento de esos dos mercados?

Dos cosas claves. Sobre todo, las ventajas fiscales para que el minorista entre en los mercados, los niveles de educación financiera superiores a los del resto al igual que un flujo de empresas cotizadas que buscan financiación en los mercados. Esto hace que la oferta y la demanda se agilicen, y el capital y liquidez aumenten. Además, se juntan países de poca población con una renta per cápita más alta que la media europea. Son lugares muy privilegiados.

### ¿Qué cosas son replicables de esos dos mercados a otros europeos?

Además de la fiscalidad y la educación financiera, el nivel de pymes cotizadas, que es más alto que el de la UE. Aunque también hay que recordar que una empresa sueca como Spotify prefirió cotizar en Wall Street, de hecho cotiza en NYSE.





### ¿Y qué más cosas hay que revisar en los mercados europeos?

La fragmentación. Mifid trajo ventajas a los mercados, pero también introdujo mucha fragmentación de la liquidez, proliferando, sobre todo, la internalización de la negociación y las OTC. El proyecto de *consolidated tape* no va a resolver esa fragmentación; sólo va a dar información sobre qué se está negociando, cuánto y dónde. En opinión de las bolsas, la fragmentación de la liquidez es un área que habría que volver a mirar en MiFIR, aunque es un tema más técnico que no está en la agenda. No hablo en negativo *per se* del *dark trading*, que tiene su razón de ser, que es para bloques de ordenes grandes que han de protegerse frente al impacto al mercado y tiene su función, pero puede haber un exceso de negociación opaca, y esto va en contra de la contratación transparente. Porque, además, cuanto más negociación se hace en transparente, más y mejor calidad hay en la formación del precio de los activos. Este es un tema

“

La legislación sobre acciones, cotizadas e impuestos debería converger en la UE. Si además se impulsarán productos paneuropeos de ahorro, inversión y previsión, entraríamos en un círculo virtuoso.

clave para el buen funcionamiento de los mercados y es aquí donde las bolsas juegan un papel fundamental.

**Las bolsas tradicionales se quejan de que las plataformas desvían negocio beneficiándose precisamente de los mejores precios que forman aquellas. Se supone que estas plataformas son más ágiles y más baratas. ¿Qué opina de que no pocas bolsas tradicionales ya no lideren la negociación de sus propias acciones?**

Efectivamente, es un tema preocupante, entre comillas, para las bolsas tradicionales, las que ofrecen negociación de mercado primario y secundario. Desde el punto de vista de la regulación y de la supervisión, no se están tocando demasiado los problemas fundamentales de las estructuras de mercado, como esos de las plataformas, y al mismo tiempo se está poniendo mucho el foco en el *market data*. Para mí, es una contradicción. En efecto, aparecen plataformas reguladas perfectamente, pero que tienen modelos de negocio que funcionan en base a los precios que sacan los mercados de las bolsas tradicionales. Si a este entramado le añades que las bolsas tradicionales están sometidas a un escrutinio muy estricto de los precios a los que venden sus datos y les obligas a meterlos en el *consolidated tape* a un precio limitado, veo una contradicción. Se nos exige proveer del dato con la calidad más alta, lo que requiere un coste muy elevado, y no se nos permite ajustar el *fee* al que lo proveemos incorporando el propio valor añadido del dato.

**¿Por qué hay tan pocas salidas a cotizar de compañías en Europa? Sobre todo pequeñas.**

Europa acaba de publicar la *Listing Act*, que intenta aligerar los requerimientos y la regulación. Esperemos que cuando entre en vigor ayude y lo haga más atractivo. Pero el problema que hay es que salen menos empresas y algunas consideran la plaza americana más atractiva para la valoración de las compañías, porque, como he comentado antes, el mercado está más concentrado y menos fragmentado, con una gran liquidez y con los precios muy destacables respecto a los que se pueden obtener en algunas plazas en Europa. Al mismo tiempo, el sueño americano de cotizar allí también tiene una `cara b´ que tampoco se cuenta,

y lleva tiempo, ser conocido, formar parte de un índice...y se cree que las cosas van a ir bien desde el minuto uno. Eso no es así. Lleva tiempo consolidar la situación. Y, por otro lado, salir a bolsa es un proceso no apto para cualquier empresa que requiera financiación y, además, no hay cultura de salida a los mercados como la hay en Estados Unidos. Esperemos que con lo que he dicho que hay que mejorar podamos revertir la tendencia.

**Volviendo a la fragmentación de los mercados, también se puede ver que el británico hace la guerra por su cuenta. Por ejemplo en la transición a T+1 en el *settlement* o en la reforma en marcha del estatuto de las cotizadas. Hay velocidades y velocidades, no sólo respecto a EEUU, sino también respecto a los mercados asiáticos, cada vez más potentes.**

En general, tener divergencia en la velocidad del *settlement* no va bien teniendo en cuenta que los mercados son globales. Queramos o no, si EEUU se mueve y Asia se mueve, a Europa no le queda otra que moverse y creo que es a donde vamos a ir. Más pronto que tarde, Europa va a pedir regulación en T+1. Estados Unidos, hasta hace poco, estaba más retrasado que Europa. Es claro que con T+1 reduces riesgos y lo haces todo más ágil, pero las cosas han funcionado bien en T+2. Por otro lado, Gran Bretaña, Suiza y Europa deben ir al unísono cuando las cosas se decidan. Por Bruselas se oye que la Comisión Europea podría estar trabajando en un borrador de regulación paralelo al trabajo oficial que está elaborando la ESMA. En todo caso, no veo a nadie que pueda hacerlo antes de 2027. Pero tampoco veo nerviosismo en el sector por la entrada en vigor del T+1 en Estados Unidos.

**Ampliando el foco. El último informe de la OCDE sobre los mercados de capitales en el mundo destaca el boom de media docena de mercados asiáticos respecto a los europeos e incluso respecto al americano. En negociación y en número de nuevas cotizadas, en especial.**

El mercado asiático es muy heterogéneo entre sí y tienen otros tipos de economías. Es cierto que todos los grupos bursátiles europeos y americanos tienen un pie en Asia y hacen negocio. Pero el gran competidor que siente Europa es Estados Unidos

“

Mifid tuvo muchas ventajas, pero también introdujo mucha fragmentación de la liquidez, proliferando, sobre todo, la internalización de la negociación y las OTC

Grupos bursátiles que operan en varios países de la UE tienen serios problemas en responder a las exigencias de los diferentes reguladores nacionales: la consolidación sin más no va a solucionar las cosas si no viene acompañada de la armonización normativa



y no Reino Unido, que en un momento parecía que lo iba a ser y ya no lo es, por lo que hemos hablado antes.

**Son mercados más regionales.**

Regionales, y muy heterogéneos entre sí.

**Hay quien piensa que lo de que los mercados de capitales europeos están sobre-regulados es un mito. E incluso que en Estados Unidos la regulación es similar o peor para una cotizada.**

Tiendo a pensar lo mismo. No creo que haya demasiada regulación en nuestro sector en Europa. La que está, está por algo. Si creo que en muchas ocasiones se sobre-regula lo fácil, por ejemplo, en el tema de los datos, o sobre empresas cotizadas respecto a no cotizadas. Hay que tener cuidado en esto: si queremos tener más OPVs, no desincentivemos a la cotizada; si queremos tener mercados vibrantes con excelencia en datos, no mermemos a las bolsas tradicionales. Veo más preocupante no que haya mucha regulación, sino que la que haya sea lo más homogénea posible en Europa.

**¿Qué espera del proyecto de Mercado Único Europeo y de la *listing act*?**

En este contexto, una de las ideas grandes que va a ocupar el debate es la de la consolidación de las infraestructuras de los mercados de capitales. Salió con el informe de Letta y probablemente saldrá con el de Dragui. Se está debatiendo, y la ESMA lo ha sugerido, si se puede plantear regulatoriamente facilitar la consolidación de las bolsas y también de las cámaras de compensación y liquidación. Pero tenemos que ir a los hechos. Consolidación ya ha habido: tenemos ejemplos de éxito, SIX se ha fusionado con BME, Euronext cubre ocho países, Nasdaq opera en siete...Ha habido intentos de grandes fusiones...La realidad de que a pesar de estas consolidaciones el mercado sigue fragmentado es que las leyes siguen fragmentadas. Sobre todo, como decía antes, en legislación sobre *securities*, sobre *corporate*, sobre tributación y sobre *accountability*. Si esas leyes se armonizaran, la desfragmentación sería más fácil y más fructífera. Grupos bursátiles que operan en varios países de la Unión tienen serios problemas en responder a las exigencias del regulador nacional en los diferentes países donde están. La consolidación sin más no va a solucionar las cosas si no viene acompañada de lo demás. ○



## Las cotizadas asiáticas dominan los mercados de valores

**emisores** | El predominio de las compañías asiáticas en los mercados de valores regulados no ha dejado de crecer en la última década. En especial, las chinas. Según el informe OECD Corporate Governance Factbook 2023, las empresas no financieras chinas han sido las usuarias más frecuentes del mecanismo de las OPVs en el mundo durante el última década, con alrededor de dos veces y media más ofertas que las empresas estadounidenses. +

## BME lanza 56 medidas para impulsar los mercados de capitales españoles

**emisores** | BME ha lanzado un Libro Blanco sobre el impulso de la competitividad de los mercados de capitales españoles, que incluye un "análisis de un proyecto a largo plazo desde la convicción de que los mercados financieros contribuyen a la financiación y solidez del tejido empresarial, al tiempo que permiten financiar la transición hacia una economía sostenible." +



## El minorista sigue siendo minoritario en la compraventa de acciones en España

**emisores** | Los inversores minoristas protagonizaron el 7,4% de las compras de acciones del Ibex-35 en 2023, frente al 6,2% de 2022, al 6,1% de 2021 y al 7,7% del año de la pandemia -2021-, según los datos ofrecidos por el Panel interactivo de sobre el comportamiento del inversor minorista que facilita anualmente la CNMV. +



"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"

Santander, Sabadell y Greenergy, premiados por la AERI



Sólo 6 compañías del Ibex-35 cumplen ahora el porcentaje de directivas de la Ley de Paridad

Los independientes duran en los consejos el 41,8% menos que los dominicales



Europa concentra ya el 84% de los fondos y ETF climáticos

# Caen las recompras mundiales de acciones, pero no en España

Las recompras mundiales de acciones cayeron un 14% en 2023, lo que equivale a un descenso de 181.000 millones de dólares (169.000 millones de euros) que situó el monto total del ejercicio en 1,11 trillón de dólares (1,038 trillón de euros). Pero este mecanismo ha marcado récord en España, con un aumento del 9,4%.

TEXTO **emisores**

La tendencia en Europa es la contraria, con aumentos en las recompras de acciones en países como, además de España, Italia, Noruega y Bélgica, donde se cosecharon datos de récord, según el último estudio anual *Share Buyback* de Janus Henderson, un suplemento especial de su índice trimestral *Global Dividend Index*.

Volviendo a la tendencia global, el importe total cayó incluso por debajo del dato de 2021, aunque se mantiene todavía por encima de los años pre-pandémicos. La recompra de acciones es una herramienta utilizada por las compañías para retribuir al accionista, ya que una compañía, al comprar sus propias acciones para amortizarlas o eliminarlas, reduce el capital social y, en consecuencia, eleva el valor de las que quedan.

La gestora ha concretado que, en el caso español, la recompra de acciones se situó en 14.000 millones de dólares (13.100 millones de euros) en 2023, un dato de récord gracias al incremento del 9,4% en comparación con el ejercicio previo, por el impulso de compañías como el Banco Santander, Iberdrola y Telefónica.

En un panorama más regional, Janus Henderson ha explicado que en Europa las recompras fueron cada vez más generosas en 2023, en tanto que el total pagado aumentó casi un 3%, hasta situarse en 146.000 millones de dólares (136.600 millones de euros).

De su lado, países como Italia cosecharon también récords gracias al impulso de entidades como Unicredit y Stellantis, aunque las que más aportaron al importe total en el continente fueron Francia, Países Bajos y Suiza, que en total sumaron 82.000 millones de dólares (76.700 millones de euros) en concepto de recompra de acciones.

Pese a su aportación al cómputo total, cabe destacar que Suiza sufrió la corrección más severa en el continente con una caída interanual de casi el 30% en la recompra de acciones, ya que pasó de 38.200 millones de dólares a 27.000 millones.

### ESTADOS UNIDOS

Por su parte, el informe, que ha puesto el foco en que el crecimiento de los dividendos continuó incluso cuando cayeron las recompras, ha señalado que Estados Unidos registró una caída del 17% en la recompra de acciones, hasta situarse en 773.000 millones de dólares (723.300 millones de euros). Ese descenso es el que ha propiciado la mayor influencia en la caída mundial de la recompra de acciones, ya que el país norteamericano es el de mayor peso en el mundo. Entrando al detalle, Janus Henderson ha observado que las empresas de tecnología estadounidenses fueron las que más recortaron, ya que redujeron la recompra de acciones en 69.000 millones de dólares; dentro de ellas, Microsoft y Meta redujeron las recompras en casi un tercio. También hubo grandes reducciones en gran parte del sector sanitario de Estados Unidos y entre el sector financiero, aunque no en el sector bancario, ha aclarado el estudio.

En otras geografías, Japón registró un aumento del 18% en la recompra de acciones en 2023, hasta situarse en 48.500 millones de dólares, mientras que en el resto de la región Asia-Pacífico, donde la práctica no está muy asentada, se registró una caída interanual del 40%, hasta situarse en 12.700 millones de dólares, por las menores recompras de acciones por parte de los bancos de Australia, elemento que contrarrestó con creces los aumentos en Hong Kong y Corea del Sur.

Las recompras en España fueron de 13.100 millones de euros en 2023, un dato de récord gracias al incremento del 9,4% en comparación con el año anterior, por compañías como Banco Santander, Iberdrola y Telefónica

### SECTORES

En un vistazo sectorial, las empresas de telecomunicaciones, bancos y automóviles registraron los aumentos más significativos en lo referente a recompras de acciones, mientras que la tecnología, la atención sanitaria y el sector financiero en conjunto experimentaron las mayores reducciones. El mayor impacto se observó entre las empresas estadounidenses; de hecho, las sanitarias fuera de EEUU aumentaron sus recompras.

Las empresas de los sectores químico, minero y de bienes de consumo básico, como el tabaco y los productos para el hogar, también recortaron sus recompras de acciones. ○

# ¿IMPORTA LA GOBERNANZA CORPORATIVA PARA LOS RENDIMIENTOS DE LAS ACCIONES?\*



**Ariadna Dumitrescu**  
Profesora titular, Departamento de Economía, Finanzas y Contabilidad en Esade. Profesora titular URL Investigadora, GREF - Grupo Investigación en Economía y Finanzas

La relación entre la gobernanza corporativa y los rendimientos de las acciones ha sido objeto de un debate y estudio significativos en la literatura financiera.

**T**radicionalmente, las empresas con buenas prácticas de gobernanza corporativa tendían a tener un mejor desempeño en el mercado de valores. Esta asociación positiva entre la gobernanza corporativa y los rendimientos de las acciones se debe al hecho de que las empresas con estructuras de gobierno sólidas toman mejores decisiones comerciales, gestionan los riesgos de manera más efectiva y generan más valor sostenible a largo plazo para los accionistas.

Los inversores a menudo prefieren invertir en tales empresas porque las perciben como con menos riesgo y más propensas a ofrecer rendimientos estables con el tiempo. Muchos estudios han proporcionado evidencia empírica que respalda esta relación positiva entre la gobernanza corporativa y los rendimientos de las acciones. Gompers et al. (2003) encontraron que las empresas con mejores prácticas de gobernanza tienden a superar a sus contrapartes con estructuras de gobierno más débiles. De manera similar, Bebchuk et al. (2009) documentaron una correlación positiva entre la calidad de la gobernanza y los inversores, incluidos los inversores institucionales como fondos de pensiones y gestores de activos, han reconocido cada vez más la importancia de la gobernanza corporativa en la toma de decisiones de inversión.

## ESTRATEGIAS

En consecuencia, muchos inversores institucionales han desarrollado estrategias para identificar e invertir en empresas con sólidas prácticas de gobernanza y aprovechar esta oportunidad de arbitraje hasta que esta oportunidad desapareció. Bebchuk et al. (2013) muestran que la correlación entre los rendimientos de las acciones y los índices de gobernanza corporativa dejó de existir en el período 2002-2008. Sin embargo, la relación entre la gobernanza corporativa y los rendimientos de las acciones continuó evolucionando después de 2008.

En nuestro estudio, mostramos que de hecho la relación entre gobernanza y rendimientos desapareció después de 2000, pero

reapareció en la dirección opuesta (correlación negativa) en el período posterior a la crisis financiera de 2008. En este período, las empresas con una gobernanza deficiente están subvaluadas y una estrategia de inversión cero que compra acciones de empresas con una gobernanza deficiente y vende en corto las de buenas prácticas genera más del 2,5% de rendimientos ajustados al riesgo mensualmente.

En nuestro estudio concluimos que la reversión de la relación entre gobernanza y rendimientos puede estar impulsada por

**La relación entre gobernanza y rendimientos desapareció después de 2000, pero reapareció en la dirección opuesta (correlación negativa) en el período posterior a la crisis financiera de 2008**

los precios que reflejan su alta asimetría de información y el efecto que esto tuvo en la demanda de los inversores institucionales. Encontramos que de hecho la información agregada en los precios de las acciones con buena y mala gobernanza diverge después de la crisis financiera: mientras que la información agregada en el precio de las acciones con buena gobernanza aumenta, la de las acciones con una gobernanza corporativa deficiente disminuye después del período de disociación (2001-2008). Mostramos que esto se debe a que los inversores institucionales pueden entender los riesgos de gobernanza que otros participantes del mercado no pueden reconocer.

## FLUJOS DE INFORMACIÓN

Esto demuestra que el flujo de información jugó un papel importante en hacer que la correlación entre gobernanza y rendimientos reapareciera en la dirección opuesta. Además,



**Después de 2008, las empresas con una gobernanza deficiente están subvaluadas y una estrategia de inversión cero que compra acciones de empresas con una gobernanza deficiente y vende en corto las de buenas prácticas genera más del 2,5% de rendimientos ajustados al riesgo mensualmente**

al explorar cómo responden los inversores institucionales a estos cambios, encontramos que el aprendizaje inducido por la información cambió sus preferencias de gobernanza. Después de 2008, la propiedad institucional a corto plazo (a largo plazo) en acciones con una gobernanza deficiente (buena) es mayor en comparación con los años de disociación. Mientras que antes de 2000 existía una relación positiva entre la gobernanza corporativa y los rendimientos de las acciones, en el período más reciente la relación se invirtió.

¿Cómo afectó la crisis financiera de 2008 la atención de los inversores a la información sobre gobernanza? Sabemos que la atención y el procesamiento del *disclosure* son determinantes clave de la elección de inversión (Barber y Odean, 2008;

**La relación entre gobernanza y rendimientos puede verse influenciada por varios factores, incluidos eventos externos como crisis financieras, cambios en las preferencias de los inversores y asimetría de información**

Blankespoor et al., 2020). También sabemos que la gobernanza corporativa puede potencialmente mitigar el riesgo de caídas (Wang et al., 2015). Por lo tanto, planteamos que, debido a una mayor atención durante el período de crisis, los inversores se dieron cuenta de que la mayor volatilidad en los mercados aumenta el riesgo de caída para las empresas con mala gestión. Es probable que algunos inversores identifiquen esto debido a sus superiores capacidades de recopilación y procesamiento de datos. Definimos aprendizaje sofisticado como el proceso mediante el cual los inversores aprenden durante la crisis financiera de 2008 que las empresas mal gobernadas son más propensas a la información asimétrica y a un mayor riesgo de caída. En este sentido, los inversores sofisticados son los inversores que utilizan esta nueva información en conjunto junto con la información sobre las características de gobernanza para diseñar nuevas estrategias de inversión.

## FACTORES

La relación entre gobernanza y rendimientos puede verse influenciada por varios factores, incluidos eventos externos como crisis financieras, cambios en las preferencias de los inversores y asimetría de información. Comprender estas dinámicas es esencial para los inversores que buscan beneficios utilizando estrategias de cero-inversión. Sin embargo, los inversores que quieren reducir el riesgo de sus inversiones deberían seguir invirtiendo en empresas con buen gobierno corporativo, ya que el buen gobierno corporativo actúa como una póliza de seguro contra las cosas que pueden ir mal en la empresa tanto porque reduce el riesgo, pero también porque ayuda a aumentar la información incluida en los precios de la empresa. ○

\* Este artículo resume las conclusiones del artículo escrito junto con Mohammed Zakriya, 'Governance, information flow and stock return', y publicado en 'Journal of Corporate Finance', 2022, 102168.

# “La transición verde debe hacerse y tiene sus costes, pero estos serían mayores a largo plazo si no se afronta”



**Pilar Galán Gavilá**

SOCIA DE KPMG Y HEAD OF FINANCIAL SERVICES LEGAL EN ESPAÑA

El mundo de la sostenibilidad afronta un año de elecciones a ambos lados del Atlántico que podrían influir en el sentido y ritmo de la transición verde. Pilar Galán Gavilá, socia de KPMG y Head of Financial Services Legal en España, repasa algunos de los temas de la agenda sostenible.

TEXTO **emisores** FOTOS Jesús Umbría

El KPMG ESG Assurance Maturity Index indica que el 75% de una muestra de 750 grandes compañías de todo el mundo se consideran “debutantes” en materia de aseguramiento de la ESG en aspectos como la gobernanza o la gestión de datos. ¿Cómo lo ve?

Uno de los retos más importantes que tenemos es el de la transparencia en la información del reporte respecto a las directivas que ya se aplican o se están ultimando. Básicamente, la CSRD, la CSDDD y la SFDR. La exigencia es diferente según sectores y tipos de empresa, y existen problemas de disponibilidad y fiabilidad de los datos. Por ejemplo, si eres una entidad financiera, necesitas la información de tu cadena de proveedores o de distintos *stakeholders* y estos no siempre van a estar preparados para facilitártela. Por otro lado, eso se enmarca dentro de los objetivos de cada organización y estos no son los mismos en cada empresa. Por poner un caso, en KPMG, básicamente, por su actividad, la importancia en su estrategia de los factores “s” y “g” es clave. En otras empresas, como por ejemplo las intensivas en emisión de carbono, el factor “e” (medioambiental) ocupará gran parte de sus esfuerzos. Esto requiere inversiones y esfuerzo y, por último, ser transparente en reportar cómo lo estás haciendo, con la presión de consumidores, inversores u otros *stakeholders*.

**Las elecciones europeas van a producir cierto parón en la maquinaria burocrática y legislativa de Bruselas y quizá un perfil político de las instituciones menos proclive a las cuestiones ESG. Y al otro lado del Atlántico ocurrirá algo parecido este año, por no hablar de la oposición frontal de los estados republicanos. ¿Qué se puede esperar de estos procesos?**

A nivel europeo, las elecciones van a tener su efecto y estoy totalmente de acuerdo. En las materias donde no haya acuerdo del Parlamento, las normas tendrán que volver a la Comisión. Donde sí hay acuerdo a nivel de Parlamento, debe continuar la tramitación con el Consejo y también podría haber cambios. En términos de tiempo, la presidencia de Bélgica ha tratado de acelerar las tramitaciones y se han producido muchos acuerdos últimamente. En realidad, la SFDR ya la tenemos y se está regulando la normativa de segundo nivel. En CSRD o CSDDD, ya están aprobadas y se han descafeinado bastante para poderlas

“

**Hay Estados norteamericanos que han avanzado mucho en términos de sostenibilidad, abordándolo de manera diferente a Europa, tratando de incentivar el movimiento de las empresas, sin regular tanto**

sacar adelante y ahora vendrán las transposiciones nacionales, y es verdad que aquí si puede influir bastante el apetito político. Aquí, sobre todo, ha habido más cuestionamiento de los tiempos por algunas opciones políticas, más que una oposición a la ESG. Al final, esta transición debe hacerse y tiene sus costes, pero estos serían mayores a medio y largo plazo si no se afronta, aunque las cosas siempre se puedan mejorar.

**¿Y Estados Unidos?**

Es más complejo. Tienes Estados que han avanzado mucho en términos de sostenibilidad, abordándolo de manera diferente a Europa, tratando de incentivar el movimiento de las empresas (por ejemplo, a través de incentivos fiscales), sin regular tanto. Hay muchas diferencias. Ha habido muchísimo cuestionamiento en algunos otros Estados, pero es cierto que está aumentando la concienciación a nivel consumidor y ciudadano. Aunque creo que si hay cambio en las presidenciales, esto va a afectar muchísimo a las políticas de sostenibilidad, creo que también hay una presión de los *stakeholders*, que suelen ser más internacionales, sobre todo, de grandes empresas, para que se siga avanzando.

**Volviendo a las directivas europeas de sostenibilidad, parece que se están suavizando bastante. Por ejemplo, en la CSRD se ha introducido una moratoria de aplicación para cinco sectores enteros de los más contaminantes.**

Hay mucha preocupación para que la transición a la sostenibilidad se haga de una manera sostenible también económicamente.

**¿Hay una corriente de mitigación del impacto económico de las políticas de sostenibilidad?**

La directiva de diligencia de debida –CS-DDD- está diseñada de tal manera que tienen efectos en toda la cadena de distribución. Si eres una empresa pequeña proveedora de una grande que sí que esté bajo el alcance de CSDDD, tienes que facilitar información y cumplir una serie de requisitos ESG. Hay muchas empresas pequeñas que no tienen esa capacidad, por lo que la reducción del ámbito de aplicación de CSDDD para reducir el número de empresas bajo su alcance ha respondido a estas presiones de asociaciones y por la presión política.

**Pero las políticas de sostenibilidad se están abriendo a campos nuevos. IFRS ha anunciado que estudia nuevos estándares de reporte para biodiversidad y capital natural.**

Al final, estamos hablando sobre transparencia en información no financiera. Dependiendo del tipo de empresa, de su actividad, tienen más o menos sentido determinados ámbitos de información. Hay empresas para las que la biodiversidad es un factor clave por el impacto que puede tener o evitar. El equilibrio entre la carga de las nuevas obligaciones de reporte y los objetivos que se pretenden conseguir con ellas es difícil de conseguir. Se necesita también una revisión en el tiempo para ver cómo pueden irse adaptando a la realidad en términos de eficiencia y de costes para las empresas.

**OFI, la quinta gestora francesa, más otros 16 inversores han puesto en cuestión las políticas climáticas de Repsol y otras cinco energéticas. Hay quien piensa que es desincentivador para que nuevas empresas entren a financiarse a las bolsas europeas que se les pida más a las cotizadas en materia ESG, y en otras regulaciones, que a las que no lo son.**

La realidad es que aunque pueda haber una relajación desde el punto de vista político de las obligaciones legales de cumplimiento, hay al mismo tiempo una presión de los distintos *stakeholders* de distinto tipo que debes tener en cuenta. El riesgo reputacional y civil, por litigios, es muy grande. Un juzgado ha admitido a trámite una denuncia contra un gran banco europeo por no haber reducido lo suficiente la financiación al sector del carbón, y eso ha salido por todas partes.



Las cotizadas deben valorar especialmente esos riesgos. Dentro de los planteamientos para cotizar o no es está el especial escrutinio que vas a tener en transparencia, y no sólo por la sostenibilidad.

**Se está preparando una regulación para las agencias de rating ESG. Tendrán que constituir sociedades diferentes para desarrollar la actividad de calificación, por un lado, y las demás de auditoría o consultoría, por otro, para evitar los conflictos de interés. También se baraja que indiquen cómo ponderan la E, la S y la G en cada calificación. O que se favorezcan a las pequeñas agencias. ¿Qué debería y qué no debería incluir la nueva normativa?**

Hay diferencias en las calificaciones ESG que se otorgan ahora en función de las distintas metodologías que se utilizan. Lo importante es que se conozcan las metodologías, porque no necesariamente unas son mejores que otras.

**Eso es justamente lo que no suelen contar las agencias.**

Si las calificaciones son distintas dependiendo de la agencia, debes poder entender por qué. Y dependiendo del sector, puede tener sentido la ponderación de cada área. A lo mejor, que no desglosen exactamente la metodología, pero sí que expliquen las principales líneas para poder entender las calificaciones, aunque algunas ya lo hacen.

“

**El riesgo reputacional y civil, por litigios, es muy grande. Un juzgado ha admitido a trámite una denuncia contra un gran banco europeo por no haber reducido lo suficiente la financiación al sector del carbón**

**¿Y los conflictos entre auditoría y consultoría?**

Es importante introducir medidas que los mitiguen y también que estén bien desglosados los conflictos.

**Las pequeñas certificadoras han perdido discriminación positiva frente a las grandes.**

Depende de cuál sea el objetivo. Fomentar la competencia está muy bien, pero no dejas de intervenir el mercado. Tiendo a pensar que si haces una cosa bien, y estás especializado, te vas a mantener. No sé qué es mejor.

**ESG e inversión. Ya hay normativa de la ESMA sobre nombres en los fondos de inversión para evitar el *green-washing*. Sólo el 45% cumple al 100% los requisitos para poder denominarse así por porcentaje de inversión. ¿Cómo compaginar el riesgo de la sobrerregulación con la protección de un inversor minorista con limitada cultura financiera?**

La información sobre los fondos está normalizada (modelos definidos por el regulador) pero es muy difícil de entender. Al mismo tiempo que se han impuesto esos modelos, la normativa requiere que la información se facilite de una manera clara que entienda el cliente, lo cual no es fácil. Regular los porcentajes de inversión para poderte llamar sostenible tiene sentido, pero quizá debería simplificarse la información que se da a los inversores. Ahora veo las cosas más calmadas respecto a la oferta de fondos sostenibles, quizá esperando a ver hacia dónde va la regulación o por un menor interés del mercado. Aunque también podríamos llegar al riesgo del *green-hushing*, que los fondos no quieran denominarse sostenibles porque no compensan los riesgos de adoptar ese nombre.

**Las entidades financieras están publicando cada vez más los sectores contaminantes que no van a seguir financiando, con fechas concretas. Y son muchos sectores. ¿Qué opina de la economía de la transición?**

Se entiende que esos sectores deben hacer una transición para hacer las cosas de manera distinta y, sobre todo, alcanzar los objetivos de descarbonización para el año 2050. Tiene sentido que las entidades financieras indiquen sus estrategias de sostenibilidad para alcanzar sus propios objetivos en esta área. Para una transición necesitas invertir y financiarte. Si de manera estricta dejas de financiar, el impacto en los sectores puede ser importante. Lo difícil de la transición es que en poco tiempo hay que hacer muchas cosas de manera distinta y con financiación. Pero hay vías de transición como los certificados de emisión para paliar esos efectos no deseados. Lo que más se está cuestionando es la viabilidad económica de la economía de transición. Eso cuesta dinero, pero no hacer nada puede ser un coste infinitamente mayor en 30 o 40 años. Hay que ser inteligente en encontrar las formas regulatorias y prácticas de que las cosas se hagan. ○



ALEX ROHNER

Estratega de renta fija de J. Safra Sarasin Sustainable AM

## Las calificaciones ESG dejan su huella en los mercados desarrollados

*Los inversores en renta fija reconocen cada vez más que los riesgos ESG, también para los emisores soberanos de los mercados desarrollados, tienen el potencial de afectar sustancialmente a los resultados de la inversión.*

**H**emos observado que nuestros ratings ESG ajustados a la renta de cada país explican una parte importante de los riesgos crediticios a precio de mercado en el espacio soberano, en particular para los grupos de países con calificaciones más bajas, menos apoyo institucional y una mayor dispersión de los diferenciales de crédito. Nuestro marco ESG patentado permite identificar señales de alarma que pueden no influir en el rendimiento a corto plazo, pero que podrían conllevar riesgos sustanciales para los inversores a medio y largo plazo.

Existen numerosos estudios que demuestran que los factores ESG pueden ser importantes impulsores del rendimiento de los activos financieros, ya que influyen en las preferencias de los inversores con respecto a los futuros rendimientos esperados, la diversificación y la mitigación del riesgo.

Tradicionalmente, la inclusión de criterios ESG en el proceso de selección de inversiones, tanto de renta variable como de renta fija, ha sido sencilla en el caso de las compañías del sector privado. Dicho esto, la atención se ha desplazado también a la ampliación del marco ESG a los mercados de bonos soberanos de los mercados desarrollados, en busca de rendimientos superiores ajustados al riesgo. El análisis tradicional del crédito soberano se centra en: (1) La solidez y diversidad de la economía respectiva, la capacidad de producir la producción necesaria para reembolsar la deuda; (2) La situación fiscal, es decir, el importe de la deuda en relación con el PIB pendiente; (3) La cobertura de los tipos de interés, la proporción de los pagos de intereses en relación con los impuestos; (4) La exposición a diversos riesgos, como los riesgos de financiación o políticos, etc; (5) Por último, también se evalúa la calidad de la gobernanza. Si bien el último punto, la G, tiene en cuenta una parte importante del marco ESG, el análisis tradicional puede no captar las tendencias a medio y largo plazo que pueden afectar a la capacidad de los emisores para reembolsar la deuda. Por lo tanto, la ESG es un complemento importante del análisis tradicional de la deuda soberana y puede alertar con antelación sobre posibles problemas.

La eficacia de las puntuaciones ESG para los bonos soberanos de los mercados desarrollados puede ser limitada a corto plazo. Dicho esto, puede pasar tiempo hasta que una baja puntuación ESG soberana se refleje en un rendimiento significativamente inferior. Por un lado, a diferencia del sector privado, los deudores soberanos de los mercados desarrollados siempre pueden intentar emitir más deuda para cumplir con sus obligaciones. Esto es especialmente cierto si los emisores gubernamentales cuentan con el sólido respaldo de un banco central creíble. En ese caso, sus bonos del Estado en moneda local pueden mostrar un rendimiento superior al esperado durante un tiempo considerable. En segundo lugar, dado que un alto rendimiento al vencimiento es un factor clave para el rendimiento de la inversión en un bono soberano, incluso un soberano con una puntuación ESG baja puede obtener buenos resultados, si consigue tirar la casa por la ventana durante el tiempo suficiente...pero normalmente no a medio o largo plazo. En última instancia, los malos fundamentos siempre se manifiestan, normalmente de forma no lineal,

en forma de un repentino e impactante evento de *risk-off*. Esta es la clave para entender el valor de las puntuaciones ESG. Una buena puntuación refleja unos fundamentos más sólidos que, en última instancia, conducen a mejores políticas y pueden reducir sustancialmente el riesgo de resultados negativos. Esta es la razón por la que los países con una alta puntuación ESG deberían tener menos impagos y ofrecer mejores rendimientos ajustados al riesgo a medio y largo plazo. Ahora analizamos si esto ya se refleja en la actual valoración del mercado del riesgo de crédito.

#### UNA MIRADA MÁS DE CERCA A LOS PRECIOS DE MERCADO DEL RIESGO DE CRÉDITO

Nuestro nuevo enfoque de las puntuaciones ESG ajustadas a los ingresos permite una mejor comparabilidad entre los distintos países. En primer lugar, examinamos las puntuaciones ESG relativas ajustadas a los ingresos y, a continuación, estudiamos si estas puntuaciones se reflejan en la actual valoración del riesgo de crédito en el mercado. Utilizamos las primas de los swaps de incumplimiento crediticio a 5 años como aproximación al precio de mercado del riesgo de crédito. Aunque existen algunos problemas de liquidez con estos instrumentos, tienden a proporcionar las medidas más coherentes y comparables para el riesgo de crédito puro a través de una serie de países.

En primer lugar, nos fijamos en los países industriales desarrollados de alta calificación con bajos diferenciales de crédito. Los países nórdicos europeos obtienen la puntuación más alta, y EE.UU. y Singapur la más baja. Los países nórdicos europeos, Nueva Zelanda y también Suiza se sitúan en cabeza de este grupo, con puntuaciones superiores a la media en los pilares medioambiental, de gobernanza y social. Canadá y Australia se sitúan por debajo de la media, sobre todo por sus bajas puntuaciones medioambientales, lo que no es sorprendente dado su papel como importantes productores de materias primas. Estados Unidos y Singapur obtienen las puntuaciones más bajas en todos los ámbitos. EE.UU. tiene una puntuación especialmente baja en el pilar medioambiental, mientras que Singapur tiene la puntuación social más baja de nuestra muestra de países.

Por otra parte, los diferenciales de riesgo crediticio se correlacionan con la puntuación ESG de los soberanos de mercados desarrollados. Observamos una clara correlación inversa entre las puntuaciones ESG ajustadas a los ingresos y las primas de riesgo crediticio, lo que sugiere que las puntuaciones ESG altas se asocian generalmente a primas de riesgo más bajas. Los países nórdicos y Suiza, junto con Alemania y los Países Bajos, tienen el diferencial de crédito más bajo, en consonancia con su elevada puntuación ESG.

#### DISTINTA RELACIÓN INVERSA DENTRO DEL ESPACIO DE MERCADOS DESARROLLADOS DE ALTA CALIFICACIÓN

Asimismo, las puntuaciones ESG relativamente bajas de EE.UU. y Singapur parecen reflejarse en unos diferenciales algo elevados. Sin embargo, Nueva Zelanda y el Reino Unido lo están haciendo sustancialmente peor de lo que sugeriría su puntuación. Además, aunque Australia y Canadá se encuentran en un grupo de puntuación ESG similar, existen diferencias en sus primas

**Dado que un alto rendimiento al vencimiento es un factor clave para el rendimiento de la inversión en un bono soberano, incluso un soberano con una puntuación ESG baja puede obtener buenos resultados, si consigue tirar la casa por la ventana durante el tiempo suficiente... pero normalmente no a medio o largo plazo**

de riesgo. Por lo tanto, también encontramos incoherencias entre los países, pero eso no es una sorpresa. Hay otros factores que pueden explicar las divergencias en los diferenciales. En primer lugar, los diferenciales suelen ser pequeños para empezar y puede haber algunos problemas de liquidez en el swap de incumplimiento crediticio subyacente y, en segundo lugar, los diferenciales de crédito de los emisores soberanos se ven influidos de muchas otras maneras a corto plazo.

#### A CORTO PLAZO, LOS DIFERENCIALES SOBERANOS PUEDEN VERSE AFECTADOS POR OTROS FACTORES

Ya hemos mencionado que el riesgo de la deuda soberana de los países con un banco central creíble que les apoye puede negociarse con un riesgo de crédito menor. Por lo general, este apoyo mantendría los diferenciales artificialmente más bajos, en comparación con otros países, de lo que serían normalmente.

En el caso de Reino Unido y Nueva Zelanda, los grandes déficits por cuenta corriente y una proporción tradicionalmente alta de propiedad extranjera tienden a mantener las primas de riesgo crediticio más elevadas de lo que implican las respectivas puntuaciones ESG.

En muchos casos, una puntuación ESG relativamente baja puede ser el resultado de una combinación de una puntuación de gobernanza elevada y unas puntuaciones medioambientales y sociales más bajas. Varios estudios han demostrado que la puntuación de gobernanza es el factor ESG más importante para los diferenciales a corto plazo. Por otra parte, las puntuaciones medioambientales y sociales bajas pueden tardar mucho tiempo en influir en el perfil de riesgo crediticio de un país y, en última instancia, manifestarse de forma no lineal en forma de algún acontecimiento negativo. Por lo tanto, una puntuación ESG más baja causada por una puntuación social y medioambiental baja podría no aparecer en las primas de riesgo crediticio negociadas actualmente. Una cuestión que sin duda merece la pena considerar es el caso de Australia, que tiene un diferencial demasiado bajo en relación con su puntuación ESG, que a su vez es baja principalmente debido a su puntuación medioambiental.

Ahora centramos nuestra atención en un grupo de países con cifras de PIB per cápita más bajas, una mayor dispersión de las primas de riesgo crediticio y con un mercado de bonos todavía relativamente líquido. Cabría esperar que las puntuaciones ESG



**La ESG es un complemento importante del análisis tradicional de la deuda soberana y puede alertar con antelación sobre posibles problemas**



**En muchos casos, una puntuación ESG relativamente baja puede ser el resultado de una combinación de una puntuación de gobernanza elevada y unas puntuaciones medioambientales y sociales más bajas. Varios estudios han demostrado que la puntuación de gobernanza es el factor ESG más importante para los diferenciales a corto plazo**

tuvieran un mayor poder explicativo que en el grupo de menor calificación. El segundo grupo incluye a los países periféricos de la zona del euro, pero también a algunos países de Europa del Este que pertenecen a la Unión Europea y, por tanto, comparten normas medioambientales, sociales y de gobernanza comunes. Por lo tanto, el principal interés radica en la cuestión de si las puntuaciones ESG ajustadas a los ingresos contienen más información para los prestatarios con menor calificación y mayor riesgo de crédito y de eventos (negativos). De nuestra selección de países, la República Checa, pero también Portugal, tienen las puntuaciones ESG ajustadas a los ingresos más altas. Eslovaquia ocupa la mejor posición del grupo de Europa del Este, con Rumanía, pero también Grecia, decepcionante a la baja.

La República Checa y Portugal ocupan los primeros puestos, mientras que los países de incorporación tardía a la UE y Grecia ocupan los últimos puestos.

Existe una correlación inversa sustancialmente más fuerte entre la puntuación ESG ajustada a los ingresos y las primas de riesgo crediticio, de nuevo medidas por swaps de incumplimiento crediticio a 5 años, que en el grupo de menor diferencial anterior. La República Checa y Portugal tienen los diferenciales más bajos, totalmente coherentes con sus elevadas puntuaciones ESG. El diferencial de Hungría parece demasiado amplio, mientras que el de Grecia parece significativamente demasiado ajustado, dada su baja puntuación ESG.

Una vez más, es importante destacar que los países con puntuaciones ESG elevadas suelen asociarse a políticas más sólidas y sostenibles, lo que implica un menor riesgo de crédito para los inversores a medio plazo. Las primas de riesgo crediticio negociadas no siempre siguen los fundamentos ESG a corto plazo. Por ejemplo, Grecia tiene la segunda puntuación de gobernanza más baja de nuestra muestra, y aún así mantiene un diferencial muy bajo, mientras que la preocupación por la situación fiscal de Hungría es probablemente responsable de su elevada prima de riesgo, a pesar de que sus puntuaciones ESG son mejores en comparación con Grecia.

#### EL MARCO ESG AYUDA A DETECTAR RIESGOS INFRAVALORADOS

Una elevada puntuación ESG ajustada a los ingresos no garantiza automáticamente una rentabilidad superior ajustada al riesgo, ni siquiera en el espacio soberano de alta calificación. El marco ESG es un complemento vital del análisis tradicional del riesgo de crédito soberano. Un marco ESG sofisticado permite identificar señales de alarma que pueden no influir en el rendimiento a corto plazo, pero que podrían conllevar riesgos sustanciales infravalorados a medio y largo plazo. Los factores de riesgo ESG son de naturaleza no lineal y tienden a tener un gran impacto repentino debido a un acontecimiento inesperado y desproporcionado. Un ejemplo de ello son los riesgos medioambientales, que no parecen estar adecuadamente valorados en los mercados actuales, pero que podrían tener un impacto sustancial en el potencial de crecimiento de un país afectado y, por tanto, en su capacidad para devolver la deuda. ○

## Los informes 'say on climate' se desinflan

Tan sólo 24 cotizadas europeas presentaron informes sobre sus políticas climáticas o 'say on climate' en las juntas de accionistas celebradas en 2023. Al *boom* de este tipo de informes, que se introdujeron en los mercados de 2021, parece haber sucedido cierto desinterés en el reporte informativo sobre las cuestiones climáticas.

TEXTO emisores

**L**a caída en el número de informes 'say on climate' (SoC) presentados por las cotizadas europeas, "se debe a que menos inversores alientan a las empresas a presentar este tipo de propuestas y a que el nivel promedio de apoyo ha disminuido. Por tanto, hay pocos incentivos para que las empresas avancen en el SoC en sus juntas de accionistas anuales", explican los expertos de Georgeson/Computershare en su memorándum interno *Looking ahead to the 2024 AGM Season: "Say on Climate" Board Proposals*.

Este documento recoge que Reino Unido, Francia, España y Suiza tienden a tener empresas que presentan propuestas de SoC cada año, y que Alemania, a través de Alzchem, y Portugal, con Energías de Portugal, se incorporaron el año pasado por primera vez a las votaciones sobre políticas climáticas en las juntas. En España, Aena y Ferrovial son las cotizadas que presentan recurrentemente informes SoC.

La mayoría de los votos de informes SoC todavía están siendo propuestos por empresas del Reino Unido y Francia. Sin embargo, en la temporada de juntas de 2023 se produjeron menos votos sobre el clima anunciados por empresas del Reino Unido, con 8 empresas, en comparación con la temporada de juntas del ejercicio inmediatamente anterior, cuando el número fue exactamente del doble.

Los primeros informes SoC se introdujeron en 2021, con 12 empresas, de las cuales 6 se comprometieron a presentar informes de progreso anuales a votación de los accionistas. Ya en 2022, se produjo un boom, con 30 nuevas empresas presentando informes SoC y 6 más presentando informes de progreso. Contra los pronósticos de que este tipo de reporte climático se impondrían crecientemente, ha habido una gran caída entre 2022 y 2023 en el número de empresas informantes.

### MENOR APOYO PARA LOS SOC

El nivel promedio de apoyo durante la temporada de juntas de 2021 para este tipo de propuestas en Europa fue del 97%, y en todos los casos superior al 88,7%. Pero durante la temporada de juntas del año pasado, el apoyo de las 24 propuestas presentadas se redujo en promedio al 91,0%, siendo "el nivel más bajo del 53,1%, que es el nivel más bajo de apoyo desde el inicio de las votaciones de SoC propuestas en juntas", según recoge el memorando citado. Los niveles de apoyo son inferiores si se sólo se tienen en cuenta los votos de los 10 mayores gestores de activos europeos invertidos en compañías europeas. El apoyo

**"Menos inversores alientan a las empresas a presentar este tipo de propuestas" y "el nivel promedio de apoyo ha disminuido. Por tanto, hay pocos incentivos para que las empresas avancen en el SoC en sus juntas de accionistas anuales", explican los expertos de Georgeson/Computershare**

de este selecto grupo alcanzó en promedio sólo el 73,9% en las juntas del año pasado, de modo que ha habido una caída en su nivel de apoyo a este tipo de propuestas de 18,4 puntos porcentuales de 2021 a 2022 y otro 1,5 punto porcentual de 2022 a 2023. En el caso de los 10 mayores gestores norteamericanos invertidos en cotizadas europeas, curiosamente, el apoyo fue superior en 2023, con un 92,7% de votos favorables, un porcentaje mayor que en los dos ejercicios precedentes.

Respecto a los dos principales proxys, ISS y Glass Lewis, que codificaron sus políticas respecto a los informes SoC en 2022, sus tendencias de voto son diferentes. Glass Lewis, más crítica, votó 16 veces a favor y 3 en contra, absteniéndose en ocasiones, en 2023. ISS emitió 3 votos negativos y 21 positivos en ese mismo ejercicio. ○

## Compensación y liquidación de operaciones, un mundo a varias velocidades



Los mercados de capitales norteamericanos han pasado a realizar la compensación y liquidación de operaciones —*settlement*— en un día, o T+1, hace apenas un mes y medio. Los mercados asiáticos y los europeos mantienen ritmos diferentes y estudian qué hacer y cuándo.

TEXTO emisores

**L**a decisión de la SEC de adoptar el ciclo T+1, en funcionamiento en el mercado canadiense desde el 27 de mayo de este año y un día después en el resto de los norteamericanos, ha sido respaldada en gran medida por los participantes de esos mercados, ya que anticipan beneficios de este cambio, y en particular, una reducción del riesgo de contraparte en todo el ecosistema del *settlement*. El T+1 puede actuar, además, como catalizador para aumentar los niveles de automatización y estandarización en los procesos post-negociación, que nadie duda que llegarán a ser automáticos o en tiempo real en pocos años y, finalmente, en todos los mercados.

A este lado del Atlántico, aunque Europa siempre ha acabado adoptando los sucesivos acortamientos del *settlement* adoptados en otros mercados, lo cierto es que este desfase no ha ocasionado problemas graves en la operativa.

Con la salida de Gran Bretaña del Brexit, los mercados británicos han acentuado las diferencias en varios aspectos respecto a los comunitarios, lo que también podría ocurrir en el caso del *settlement*. Así, el denominado *Grupo de Trabajo sobre Liquidación Acelerada del Reino Unido*, promovido por el Tesoro británico, ha publicado su informe sobre las reformas del ciclo de liquidación, en el que recomienda avanzar hacia el ciclo de T+1 en los mercados bursátiles de las islas. El *Accelerated Settlement Taskforce Report* analiza las consecuencias del paso de todos los mercados norteamericanos a un ciclo T+1 en mayo de este mismo año, así como el hecho de que China ya haya operado en T+0 desde hace tiempo y que la India lo haga ya en T+1. El Grupo de Trabajo destaca que "casi dos tercios (62%) de los inversores institucionales que poseen acciones del FTSE All

Share en el LSE son inversores no británicos, el 40% de los inversores institucionales son de América del Norte y el 14% de Europa (excluido el Reino Unido)."

### CON O SIN EUROPA

También señala que "si la UE u otras jurisdicciones europeas se comprometen a fijar una fecha de transición a T+1, el Reino Unido debería considerar si desea alinearse con ese cronograma", aunque "si eso no puede lograrse en un plazo adecuado, el Reino Unido debería proceder en cualquier caso."

De todos modos, el informe también explica que "sin una acción coordinada es difícil. Nadie invertirá en mejorar su tecnología para permitir T+1 a menos que todo el mercado lo haga al mismo tiempo", lo que "sólo sucederá cuando lo exijan los reguladores y el gobierno".

Por su parte, la ESMA prepara su informe sobre esta cuestión para no antes de 2025. La *European Securities and Markets Authority* (ESMA), el supervisor europeo de los mercados, continúa recabando opiniones sobre un eventual acortamiento a un día en el tiempo del *settlement*. La mayoría de los mercados europeos, incluyendo los españoles, operan ahora en T+2. En un informe que recoge las primeras las opiniones recabadas sobre esta cuestión entre diferentes operadores del sector financiero, la ESMA concluye que la adopción del T+1 tendría "impactos mixtos", es decir, positivos y negativos, sobre la industria y su operativa, al tiempo que registra "una fuerte demanda de una señal clara desde el frente regulatorio al inicio del trabajo y una coordinación clara entre los reguladores y la industria." Algunos participantes en la encuesta también han "alertado sobre posibles infracciones debido a la desalineación de los ciclos de *settlement* entre la UE y América del Norte." Fuentes de sector en Bruselas opinan que es probable que la propia Comisión Europea encargue su propio informe al margen de la ESMA para acelerar lo que se considera un ritmo demasiado lento para adaptarse al movimiento de los mercados estadounidenses en materia de *settlement*, que, en mayor o menor medida, no deja de ser un argumento más en contra de la menguante competitividad de los europeos. ○



ISABEL FERNÁNDEZ TORRES

Catedrática (Ac.) de Derecho Mercantil  
Universidad Complutense de Madrid

## Sobre la propuesta de reforma de la FCA sobre sociedades cotizadas: una aproximación preliminar

*La autora repasa los últimos movimientos de la plaza bursátil británica para ganar competitividad comparándolos en ciertos aspectos con los que se proyectan en Europa o los que ya se han producido en mercados como el estadounidense.*

### PLANTEAMIENTO

Hace unos meses, la *Financial Conduct Authority* -FCA-, presentaba el documento de consulta *Detailed proposals for listing rules reforms* (CP 23/31) (diciembre de 2023)<sup>1</sup>. La propuesta no es sino un fiel reflejo de la preocupación que ha generado el Brexit (aunque no solo) a diversos niveles y que ha llevado a distintas instituciones a promover reformas con vistas a hacer que los mercados británicos resulten más atractivos y puedan competir mejor con otros centros financieros como el de Nueva York, los mercados asiáticos u otras plazas europeas. Según “The UK Listing Review”, las cotizaciones en el Reino Unido se han reducido un 40% desde 2008, amenazando así la posición de Londres como centro financiero global<sup>2</sup>. Respondiendo a estos datos y a la preocupación señalada, en una reforma sin precedentes, el organismo intenta que el sistema de admisión a cotización de las compañías en el Reino Unido sea más efectivo, más accesible y competitivo. Así, siguiendo las líneas previamente esbozadas en el anterior documento sometido a consulta *Primary Markets Effectiveness Review: Feedback to DP22/2 and proposed equity listing rule reforms* de mayo de 2023<sup>3</sup> y las respuestas al mismo recibidas, el nuevo documento establece la necesidad de introducir una mayor flexibilización en el régimen de cotización de acciones con vistas a hacer de la plaza londinense un mercado más atractivo para los inversores. En términos generales se puede decir que la propuesta pivota sobre la necesidad de simplificar y agilizar las normas de admisión a cotización en el Reino Unido.

La FCA trabaja con un calendario de reforma muy ajustado y espera que el nuevo régimen entre en funcionamiento a principios del segundo semestre de 2024 (el actual período de consulta concluyó el pasado 22 de marzo de 2024).

### EL RETO DE CONTAR CON MERCADOS MÁS ATRACTIVOS: ¿POR QUÉ Y CÓMO?

Las propuestas de reforma del supervisor británico no sólo responden a las necesidades generadas por el Brexit sino que, en general, se vislumbra una preocupación que es común a los supervisores de los distintos mercados europeos por ganar en competitividad, por resultar atractivos para los inversores a nivel mundial. Existe un temor generalizado y justificado que no es otro que los mercados británicos y europeos en general, se queden rezagados con respecto a sus competidores asiáticos y estadounidenses.

Es éste sin duda un mantra al que se recurre con frecuencia para justificar algunas de las reformas que se han venido introduciendo en distintos Estados de la Unión en los últimos años ya sea en relación con las SPACs, las acciones con derecho estatutario adicional doble por lealtad, o la más reciente y a la que nos referiremos más adelante, las acciones con derecho de voto múltiple.

<sup>1</sup> <https://www.fca.org.uk/publication/consultation/cp23-31.pdf>

<sup>2</sup> [https://assets.publishing.service.gov.uk/media/603e9f7ee90e-077dd9e34807/UK\\_Listing\\_Review\\_3\\_March.pdf](https://assets.publishing.service.gov.uk/media/603e9f7ee90e-077dd9e34807/UK_Listing_Review_3_March.pdf)

<sup>3</sup> <https://www.fca.org.uk/publication/consultation/cp23-10.pdf>

Todo lo cual nos lleva a considerar que las propuestas británicas deben analizarse en un contexto más amplio en el que tienen cabida un conjunto de iniciativas que se están produciendo a nivel europeo y que sin duda pueden estar influyendo decisivamente en el impulso de reforma de la FCA: la Unión de los Mercados de Capitales. Este es un proyecto cuya finalidad última es conseguir la integración de los mercados nacionales y transformarlos en un auténtico mercado único a escala de la UE. Aunque se puso en marcha en 2015, tras la crisis generada por la Covid-19, la constatación de que los mercados continuaban estando fragmentados y la necesidad de impulsar la recuperación económica, la Comisión Europea, en septiembre de 2020, publicó un nuevo plan de acción (el segundo) con vistas a dar un nuevo impulso a la Unión de Mercado de Capitales.

**Los paralelismos entre las propuestas del supervisor británico y el legislador europeo son evidentes. Ambas coinciden en la necesidad de simplificar el régimen jurídico y ayudar a las empresas con ello (especialmente a las PYMES) a ser más atractivas para los inversores y favorecer su financiación a través del fomento del acceso a cotización de las sociedades en los mercados.**

La Comisión reconocía en 2020 que las admisiones a cotización en los mercados europeos resultaban muy costosas (especialmente para las Pymes) por lo que entendía necesario simplificar las normas de admisión a cotización. Esto no ha pasado inadvertido al supervisor británico quien aboga también, como una de las medidas más relevantes, por reemplazar los segmentos de cotización “estándar” y “premium” por una única categoría de cotización para las “commercial companies”. La propuesta busca el necesario equilibrio entre flexibilidad y accesibilidad, combinándolo con medidas de transparencia y el mantenimiento de unas exigencias que aseguren la integridad del mercado y la admisibilidad a cotización de dichas sociedades. En definitiva, se busca clarificar y simplificar el régimen eliminando el cumplimiento de ciertas exigencias que pueden disuadir a las empresas a cotizar. En esta línea, la propuesta sugiere establecer unos criterios de admisibilidad menos exigentes y un régimen simplificado basado en la transparencia, con una intervención reguladora reducida.

A nivel europeo, el 7 de diciembre 2022, la Comisión Europea presentó una propuesta de reforma del *Listing Act Package* que contiene un conjunto de medidas destinadas a hacer que los mercados sean más atractivos para las empresas de la UE y facilitar el acceso al capital para las pequeñas y medianas empresas (“PYME”). El objetivo general del *Listing Act Package* es introducir ajustes técnicos en la normativa de la Unión con

vistas a reducir los costes regulatorios y de cumplimiento para las empresas que deseen cotizar o que ya hayan cotizado. Se trata de alguna manera de racionalizar el proceso de cotización y aumentar la seguridad jurídica, garantizando al mismo tiempo un nivel adecuado de protección de los inversores y de integridad del mercado. A su vez, se espera que esto contribuya a diversificar las fuentes de financiación de las empresas de la UE y a aumentar las inversiones, el crecimiento económico, la creación de empleo y la innovación en la UE.

La propuesta europea sugiere introducir modificaciones en: el Reglamento sobre folletos 2017/1129; el Reglamento sobre Abuso de Mercado 596/2014 (MAR) y el Reglamento relativo a los mercados de Instrumentos Financieros 600/2014 (MiFIR)<sup>4</sup>.

Adicionalmente, acompañan a esta propuesta otras dos relacionadas con dos Directivas: una por la que se modifica y deroga la Directiva 2001/34/CE del Parlamento Europeo y del Consejo (Directiva sobre la admisión de valores negociables a cotización oficial)<sup>5</sup>, que pretende tanto (i) racionalizar y clarificar los requisitos de cotización como (ii) aumentar la inversión en investigación en PYMES; y, en tercer lugar, una propuesta de nueva directiva sobre estructuras accionariales de voto múltiple con la que se pretenden abordar los obstáculos normativos que surgen en la fase previa a la salida a bolsa y, en particular, la desigualdad de oportunidades a la que se enfrentan las empresas de la UE a la hora de elegir las estructuras de gobernanza adecuadas cuando cotizan en bolsa (COM (2022) 761 final, 2022/0406 (COD))<sup>6</sup>.

<sup>4</sup> The « Listing act package » recoge: Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2014/65/EU to make public capital markets in the Union more attractive for companies and to facilitate access to capital for small and medium-sized enterprises and repealing Directive 2001/34/EC, Brussels, 7.12.2022, COM(2022) 760 final, 2022/0405 (COD) ; Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on multiple-vote share structures in companies that seek the admission to trading of their shares on an SME growth market, Brussels, 7.12.2022, COM(2022) 761 final, 2022/0406 (COD) ; Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Regulations (EU) 2017/1129, (EU) No 596/2014 and (EU) No 600/2014 to make public capital markets in the Union more attractive for companies and to facilitate access to capital for small and medium-sized enterprises, Brussels, 7.12.2022, COM(2022) 762 final, 2022/0411 (COD).

<sup>5</sup> Directiva 2001/34/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de mayo de 2001, sobre la admisión de valores negociables a cotización oficial y la información que ha de publicarse sobre dichos valores, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A02001L0034-20070120>

<sup>6</sup> Proposal for a DIRECTIVE OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL on multiple-vote share structures in companies that seek the admission to trading of their shares on an SME growth market , <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52022PC0761>





Los paralelismos entre las propuestas del supervisor británico y el legislador europeo son evidentes. Ambas coinciden en la necesidad de simplificar el régimen jurídico y ayudar a las empresas con ello (especialmente a las PYMES) a ser más atractivas para los inversores y favorecer su financiación a través del fomento del acceso a cotización de las sociedades en los mercados.

El documento sometido a consulta por la FCA podría dividirse en dos grandes bloques.

Un primer bloque que aborda todo el conjunto de medidas dirigidas a la sustitución de los dos segmentos de cotización actuales por uno solo; el supervisor considera que potenciar e incentivar la cotización de las sociedades en la plaza londinense pasa necesariamente por la simplificación de los criterios de admisión a cotización. Una de las medidas más relevantes sería la propuesta de creación de una categoría única para la cotización de acciones de las “commercial companies” y que sustituiría a las actuales “premium” y “standard”. Es preciso advertir que la propuesta se sitúa en un punto intermedio, por lo que al cumplimiento de requisitos se refiere, entre las dos categorías anteriormente señaladas. Así, para esta nueva categoría se propone eliminar la exigencia de cumplir con los requisitos financieros actuales limitándose a señalar que deberán cumplir con las exigencias del folleto en relación con la información de

los estados financieros de los 3 últimos años y ofrecer un estado del capital circulante.

Además, se abordan cuestiones relativas a las operaciones con partes vinculadas y las acciones con derecho de voto múltiple.

La segunda mitad del documento formula propuestas tanto para las sociedades que buscan cotizar exclusivamente en el Reino Unido como para aquellas que eligen el Reino Unido como segunda plaza. Adicionalmente, formula algunas propuestas de regulación de las “Shell companies” (que no son sino el germen de las conocidas SPACs), hace un planteamiento sobre los fondos de inversión cerrados, sobre las sociedades de capital público y, finalmente, proponen una serie de cambios con normas generales de admisión a cotización.

No es éste el momento ni el lugar oportuno para hacer un análisis exhaustivo de todos los temas señalados pues el calado de las reformas propuestas exigirían un tiempo y un espacio del que no disponemos ahora. Por ello, me detendré solo en algunos de ellos.

#### UNA MEDIDA ESTRELLA: LAS ACCIONES CON DERECHO DE VOTO MÚLTIPLE

Pero más interesante resulta la propuesta en relación con el reconocimiento de las acciones de voto múltiple al tiempo de la solicitud de admisión a cotización. Aunque las acciones con derechos de voto múltiple son reconocidas en EE.UU, la situación es muy desigual en Europa. Algunos estados miembros de la Unión Europea las admiten si quiera sea por la vía de hecho (como los Países Bajos, por ejemplo) mientras que en otros no tienen cabida (España, por ejemplo). Alemania, un país tradicionalmente contrario a la introducción de prácticas o estructuras que alteraran el principio de proporcionalidad (como Austria o Suiza), aprobó en 2023 la *Zukunftsförderungsgesetz*<sup>7</sup> –ZuFinG– en la que se reintroducen las *Dual-Class shares*. La propuesta legislativa se justifica en la necesidad de que los centros de negociación alemanes resulten más atractivos para los inversores en comparación con el americano cuyos mercados han atraído numerosas salidas a bolsa de empresas tecnológicas, *start-ups* y empresas en crecimiento desde la salida a bolsa de Google en 2004. Este desarrollo se ha atribuido, entre otras

<sup>7</sup> Gesetz zur Finanzierung von zukunftssichernden Investitionen (Zukunftsförderungsgesetz — ZuFinG), BGBl. 2023 I Nr. 354 vom 14.12.2023.

<sup>8</sup> Proposal for a DIRECTIVE OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL on multiple-vote share structures in companies that seek the admission to trading of their shares on an SME growth market, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52022PC0761>

cosas, a las acciones con derechos de voto múltiple en EE.UU. que ofrecen un instrumento que permite mantener el control a los socios fundadores al tiempo que obtienen dinero a través del mercado. Alemania ha preferido adelantarse al legislador europeo<sup>8</sup> lo que sin duda complicará la adopción de un texto fácilmente asumible por el resto de los estados miembros.

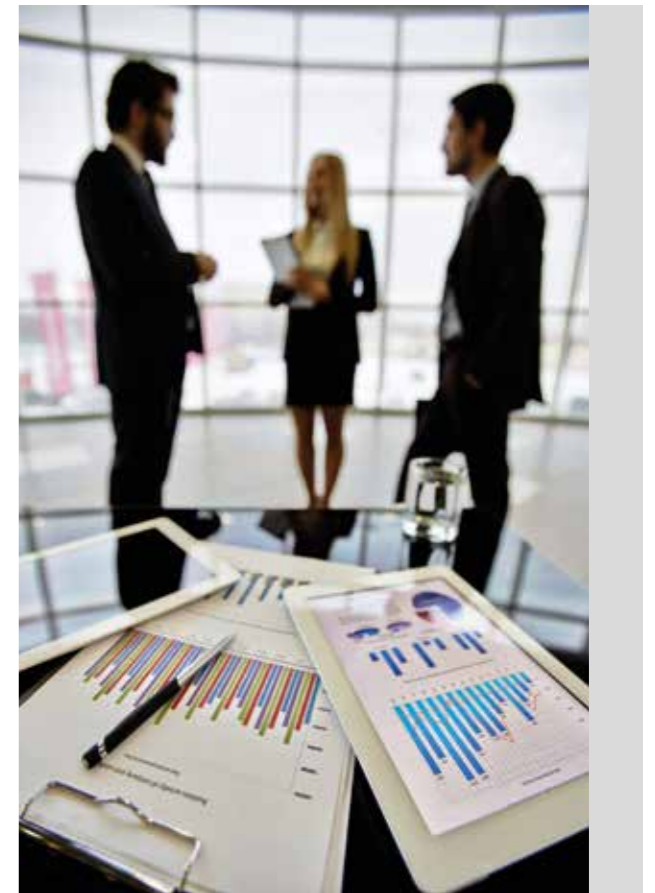
A diferencia de la propuesta británica, Alemania no exige requisitos personales para los titulares de derechos de voto múltiple. Pero quizás el nudo gordiano de la regulación propuesta radique en las conocidas como “sunset clauses” o cláusulas de extinción. Dichas cláusulas se ha entendido, tradicionalmente, que constituyen una herramienta necesaria para limitar los peligros o riesgos asociados al uso de estos mecanismos<sup>9</sup>. Se considera que constituyen un instrumento que permite guardar un equilibrio entre la prohibición total o, en sentido opuesto, su utilización sin limitación alguna. La relevancia de estas cláusulas se compadece mal con la solución propuesta por el supervisor británico que ha optado por su supresión completa alejándose de su propuesta formulada en mayo de 2023 que establecía un plazo de 10 años después del cual desaparecería el derecho mejorado.

Por su parte, en Alemania se ha optado por admitir la posibilidad de prorrogar el mantenimiento del derecho una única vez lo que ha sido criticado por una parte de la doctrina que sostiene que hubiera sido más razonable permitir sucesivas prórrogas a condición de que la medida sea apoyada por una mayoría (cualificada) de los accionistas no controladores. Finalmente, conforme a la propuesta británica habrá menos asuntos en los que los titulares de acciones con derecho voto múltiple puedan votar comparado con lo previsto en el documento de consulta de mayo de 2023.

#### LAS SPACS O “SHELL COMPANIES”

El supervisor británico también ha puesto el foco en las SPACs a pesar de que, a tenor de las respuestas recibidas al documento de consulta, éstas no parecen suscitar una gran preocupación. Y es que, aunque en los años 2020 y 2021 asistimos a un auténtico boom de operaciones realizadas a través de estos vehículos en EE.UU. En 2021, se colocaron 613 SPAC en los mercados a nivel mundial, que en conjunto captaron 162,503 millones de

<sup>9</sup> Lucian A. Bebchuk & Kobi Kastiel, “The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock”, 103 Va. L. Rev. 585, 590 (2017) (“When the wedge between the interests of the controller and those of the public investors grows over time, the agency costs of a dual-class structure can also be expected to increase.”).



dólares situándose la captación media por SPAC en 2020 en los 336 millones de dólares. En marzo de 2021 ya había alcanzado 320,7 millones de dólares y en 2022 las cifras claramente mostraban un signo ya completamente contrario. A finales de 2023 se contabilizaban apenas 30 Ofertas por un importe de 3,705 millones de dólares. Las cifras muestran que la figura ha perdido interés en el mercado.

El cambio de tendencia no ha hecho que los supervisores pierdan el interés en este vehículo respecto del cual se ha considerado que constituye un mecanismo de atracción de la inversión extranjera; se teme no poder adaptarse a los tiempos y se busca entrar en la carrera por y en los mercados norteamericano y asiáticos. Así lo señaló el Presidente de la CNMV y se recoge en el Preámbulo de Ley 6/2023 de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión a través de la cual se han incorporado las SPACs a la Ley de Sociedades de Capital.

De hecho, fueron constantes entre 2020 y 2022 los rumores o noticias del interés de algunas compañías por buscar aliados europeos.

Ello explica que la FCA proponga mantener el régimen actual introducido en 2021 (PS21/10) en una parte importante pero con las necesarias adaptaciones que pasarían por reforzar los



requisitos de elegibilidad que deberían concurrir en la sociedad tanto en el momento de admisión a cotización como posteriormente y otras medidas de protección de los inversores para evitar lo que en alguna ocasión he calificado como “incentivos perversos”.

#### LAS OPERACIONES CON PARTES VINCULADAS

Las operaciones con partes vinculadas son aquellas que realiza una sociedad con otra entidad o persona que directa o indirectamente tiene capacidad de decisión o de influencia sobre ella.

Este tipo de operaciones son frecuentes en el tráfico y desempeñan una importante función pero también presentan importantes riesgos.

Tanto es así que, como es por todos conocido, la Ley de Sociedades de Capital tras la reforma operada por la Ley 5/2021, de 12 de abril, de implicación a largo plazo de los accionistas, introdujo un nuevo régimen sustantivo fruto de la transposición de la Directiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de mayo de 2017.

Dos son los elementos sobre los que descansa el nuevo régimen español:

1. el sistema de autorización interna de las operaciones.
2. la transparencia o información al mercado. Estos dos elementos aparecen también en las normas propuestas por el supervisor británico.

En efecto, la propuesta de la FCA establece que las operaciones que alcancen o superen el 5% de las partidas del activo, deberán quedar sujetas al cumplimiento de unos requisitos:

1. El consejo de administración debe contar con un procedimiento interno que permita separar a un administrador en caso de conflicto.
2. Un régimen de publicación *ad-hoc*.
3. El consejo de administración debe hacer una evaluación acerca de si la operación es justa y razonable.
4. Asesoramiento al emisor cuando se proponga realizar una operación que sea o pueda ser una operación con partes vinculadas.

#### SOCIEDADES CONTROLADAS POR EL ESTADO

El supervisor británico, sorprendentemente, formula propuestas en relación con las sociedades públicas (sociedades controladas por el Estado). Es éste un planteamiento diferente a todos los del entorno europeo que no muestran interés alguno en este tipo de sociedades. En el documento de consulta se señala que, a día de hoy, no constituyen una categoría relevante pues ninguna sociedad pública cotiza en el mercado británico; por ello, se considera que no es necesario establecer una categoría específica de cotización. Así pues se considera suficiente que queden sujetas al régimen general con algunas especialidades.

Es evidente que en las sociedades públicas pueden darse situaciones de conflicto de interés y tensiones entre los accionistas minoritarios y el Estado cuando deben aprobarse operaciones con partes vinculadas. A este respecto, ya en 2018 se eliminó la obligación de solicitar la previa aprobación de la operación por la Junta General o de contar siquiera con una valoración sobre si la operación es justa y razonable.

En el documento sometido a consulta se opta por flexibilizar y eliminar la necesidad de cumplir con ciertas exigencias en aras de dotar a dichas sociedades de una mayor flexibilidad incluso en relación con las estructuras de acciones de voto múltiple. De hecho, no puede olvidarse que este tipo de mecanismos son los que permitieron al Estado, en Francia, mantener el control de muchas sociedades reduciendo su inversión (Loi Pacte 2019).

A modo de conclusión, la reflexión que podemos hacernos es si estas medidas son suficientes para hacer de los mercados europeos unos centros más atractivos. Dicho en otros términos, ¿cuál es la razón de la pérdida de competitividad de los mercados europeos? Sólo si somos capaces de identificar esas causas podremos buscar mecanismos para atraer la inversión a las plazas europeas. ○



CONSEJEROS

www.revistaconsejeros.com



Consenso del Mercado

www.consensodelmercado.com



THE CORNER

www.thecorner.eu



LAS FUNDACIONES

www.lasfundaciones.com

# GRUPO CONSEJEROS



Revista  
CONSEJEROS



Revista  
GESTORES



Revista  
EMISORES



Anuario  
101 FUNDACIONES



## 23.º Premio AECA a la Transparencia Empresarial

Este prestigioso galardón, convocado desde hace más de dos décadas por AECA, tiene por objeto reconocer el esfuerzo y los resultados de las empresas españolas en materia de transparencia informativa.

Un Premio consolidado, altamente valorado por las empresas, referente sobre información corporativa –financiera, de sostenibilidad, y de gobierno corporativo– hecha pública a través de la web (1.0 y 2.0).

Se convoca en tres modalidades: **Empresas del IBEX-35** **Empresas cotizadas** **Resto de empresas**

### GANADORES DEL PREMIO EN SU EDICIÓN 2024

#### Modalidad Empresas del IBEX-35

GANADOR DEL PREMIO



ACCÉSITS Y MENCIONES PARA



#### Modalidad Empresas cotizadas IBEX Medium y Small Cap

GANADOR DEL PREMIO



ACCÉSITS



*Enhorabuena a las empresas premiadas y nuestro reconocimiento a todas las entidades participantes en el Premio: patrocinador, colaboradores, apoyos institucionales, medios de comunicación, etc., gracias a los cuales se ha conseguido el éxito de la convocatoria*

PATROCINA



COLABORAN



CON EL APOYO DE



MEDIOS DE COMUNICACIÓN



**aeca**

Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas  
aeca.es · info@aeca.es · 91 547 37 56

2024