

LISTING ACT

# Europa mejora sus reglas para hacer más atractivos los mercados de capitales



ANÁLISIS

**Las juntas de 2025**  
exigirán a sus consejeros  
más supervisión geopolítica,  
en IA y ciberseguridad



# LA SUITE DILITRUST GOVERNANCE

La Solución Todo-En-Uno Para Todas Sus Actividades Legales y Corporativas

- Gestión de Reuniones de Consejo (Board Portal)
- Gestión de Contratos (CLM)
- Gestión de Litigios
- Gestión de Entidades
- Biblioteca Documental

Aproveche el Poder de la AI\*

Inteligencia Artificial Certificada y 100% Privada



## ORDEN DEL DÍA: GEOPOLÍTICA, DESREGULACIÓN Y OTROS RIESGOS

Un elenco de amenazas se cierne sobre los mercados. Las compañías tendrán que emplearse más a fondo para analizar posibles interrupciones regulatorias, tecnológicas y energéticas y acomodar sus estrategias corporativas a un mutante orden mundial.

IGNACIO J. DOMINGO • DIRECTOR DE EMISORES

**E**l año que vivimos peligrosamente. La laureada película australiana inspirada en las revueltas de 1965 contra el régimen indonesio de Sukarno podría resumir a la perfección el convulso 2024, en el que la geopolítica ha irrumpido como gran riesgo financiero y empresarial. En realidad, ha sido una constante desde el nacimiento del ciclo de negocios post-Covid y sus interrupciones en las cadenas de valor, rutas marítimas, sistemas logísticos, espirales inflacionistas y escaladas de tipos.

2025 no será diferente. Las carteras de inversión y los negocios empresariales, en especial los transnacionales, tendrán que sopesar los daños colaterales del pulso hegemónico entre EEUU y China o los derroteros bélicos en Ucrania u Oriente Próximo.

Ya lo avanzó la cumbre de Davos, en enero, con su *Global Risks Report 2024*. La desinformación, la climatología extrema, la polarización, la ciberseguridad y el estallido de un conflicto armado entre países son los 5 asuntos que más preocupan a los directivos. Y lo corrobora Jamie Dimon, CEO de JP Morgan Chase, cuando tiene ocasión. A su juicio “la estabilidad global ha empeorado”. Todos los asuntos de extrema preocupación -asegura- “son geopolíticos y condicionan el estado de las economías” y “no irán a mejor”. Porque las probabilidades de que ocurran accidentes en instalaciones productivas e infraestructuras energéticas o se generen nuevos conflictos armados o ciberataques no invitan al optimismo en el precio de los valores bursátiles a medio plazo.

“Debemos ser cautelosos y sumar a los análisis financieros y corporativos la prima de riesgo geopolítica”, alerta. En línea con las consignas del FMI, que anticipa episodios de alta volatilidad en los mercados de capital.

**Alerta en las juntas de accionistas.** Varios de los contenidos de este número de Emisores inciden en este sofisticado cuadro de mando. Quizás el más elocuente sea el augurio que contiene el informe *El Gobierno Corporativo y los Inversores Institucionales* de la firma Georgeson y el bufete Cuatrecasas de que los accionistas exigirán a los consejeros mayor capacidad de vigilancia sobre el orden mundial. En especial, en materia geopolítica y tecnológica, con atención preferencial a la Inteligencia Artificial y la ciberseguridad.

Aunque también destacan las directrices de la trascendental Listing Act o el Libro Blanco de BME Exchange. Las primeras establecen una batería legislativa impulsada por el Consejo de la UE para favorecer el acceso de compañías de cualquier dimensión a los distintos ecosistemas bursátiles del mercado interior y el segundo, consejos para rebajar las obligaciones regulatorias y fiscales sobre la inversión bursátil. Ambos, apuntan a la otra gran incógnita que subyace en el mercado: el aumento de la competitividad. Un acuse de recibo urgente hacia Europa que, además, deberá decidir si asume interrupciones regulatorias con la Administración Trump en la órbita tecnológica, sostenible, comercial y de seguridad.

●●●  
**Ese verde objeto de deseo.** Las inversiones con criterios ESG han perdido fuelle. O, para ser más exactos, se han paralizado súbitamente en el trienio 2022-24. Se han anclado en los 30 billones de dólares anuales. Con perspectivas de llegar a 40 billones en 2030, primera gran meta volante hacia las emisiones netas cero de CO2 en el ecuador del siglo; nada menos que 10 billones por debajo de las previsiones de 2022.

Por si fuera poco, un tercio de las recomendaciones discordantes a accionistas de los dos *proxy advisors* globales (ISS y Glass Lewis) se concentraron en 2024 en las remuneraciones, frente al 20% del año precedente, hasta superar el 10% de votos de castigo. La nota más discordante fue el uso masivo de retribuciones variables a ejecutivos vinculadas a objetivos ESG. En concreto, en casi siete de cada diez de las firmas del Ibex-35.

¿Cómo devolver el atractivo inversor al capital ESG? Todo dependerá de la geopolítica y de los derroteros del nuevo orden tecnológico y energético mundial sobre las empresas y el mercado.

●●●  
**A la caza de ‘cisnes negros’.** Alex Kokcharov (S&P Global Market Intelligence) aconseja poner en liza de planes de contingencia avanzados a las compañías, con sistemas de alerta preventiva y analítica de datos, e integrar en sus departamentos nucleares sus negocios exteriores.

Estrategia que Andrew Grant y Anke Raufuss, de McKinsey, describen de forma elocuente. Así, hablan de *cisnes negros* (eventos impredecibles) que obligan a plasmar distintos escenarios por la “implosión” de presiones geopolíticas y económicas; *rinós grises* (acontecimientos probables) pero de gran impacto, como la competitividad o los vetos comerciales y tecnológicos y subidas arancelarias cruzados entre EEUU y China, y *destellos de plata* (*Silver linings*, o resquicios de esperanza) con los que expresan la compleja, pero factible localización de oportunidades dentro de la miscelánea de riesgos. “Los directivos deberían tener habituales y jugosas conversaciones sobre cisnes, *rinós* y destellos de plata”, explican. ○

# sumario



05

LISTING ACT

## Europa mejora sus reglas para hacer más atractivos los mercados de capitales

La UE Listing Act es una batería legislativa impulsada desde el Consejo de la UE que pretende favorecer el acceso de compañías de cualquier dimensión a los distintos ecosistemas bursátiles.

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

Director: Ignacio J. Domingo  
 Asesor editorial: Pedro Saá  
 Directora de Publicidad: Lorena Sarmiento.

ESCRIBEN EN ESTE NÚMERO: Carlos Martín, Fernando Torrente García de la Mata, José María de Paz, Mario Lara, Ángel Saz-Carranz y Ricardo Seixas.

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.

### CRÉDITO DE MERCADO

**03 Orden del día: geopolítica, desregulación y otros riesgos / IGNACIO J. DOMINGO.** Director de Emisores.

### ENTREVISTA

**23 Domingo García Coto /** director del Servicio de Estudios de BME Exchange. **“Es momento de relajar la presión regulatoria y fiscal para que la Bolsa gane competitividad.”**



23

### ANÁLISIS

**15 Las juntas de 2025 exigirán a sus consejeros más supervisión geopolítica, en IA y ciberseguridad.**

### ENTREVISTAS

**14 Eduardo Sancho /** manager Corporate Governance en Sodali. **“Las retribuciones concentran las mayores reticencias de los asesores de voto globales”**

**28 Manuel Enrich /** presidente de AERI **“El reto de las Relaciones con Inversores es integrar la información corporativa con una visión estratégica.”**

### REPORTAJES

**12 La semilla de la discordia accionarial en 2024: las remuneraciones a ejecutivos... con sus bonus ESG.**

**20 La bolsa española atesoraría más de un billón de euros de capitalización con reglas de mercado más europeístas.**

**26 Tercera Edición de los Premios Iberian Equity Awards.**

**30 El capital ESG se enfrenta a un clima geopolítico adverso, pero con un negocio consolidado de 30 billones de dólares.**

### TRIBUNAS

**08 Listing Act y el proyecto de la unión del mercado de capitales /** Por Fernando Torrente García de la Mata y Carlos Martín, socios, de Baker & McKenzie.

**19 Geopolítica, consejos y acción /** Por Mario Lara, director del Centro de Gobierno Corporativo de Esade y Ángel Saz-Carranz, director de EsadeGeo.

**32 Un obstáculo (¿inesperado?) en la aplicación de la directiva CSRD /** Por José María de Paz. Socio de Corporate y coordinador de la práctica de Sostenibilidad de Pérez-Llorca.

**34 El deber fiduciario y el análisis de la ‘G’ por parte de las gestoras de fondos /** Por Ricardo Seixas, director de Renta Variable Iberica de Bestinver.



# Europa mejora sus reglas para hacer más atractivos los mercados de capitales

La UE Listing Act es una batería legislativa impulsada desde el Consejo de la UE que pretende favorecer el acceso de compañías de cualquier dimensión a los distintos ecosistemas bursátiles. La iniciativa nace en paralelo al informe de Enrico Letta en el que el ex primer ministro italiano reclama avances unificadores en los mercados de capitales europeos y en sus normas operativas para impulsar la productividad. Las autoridades europeas han preferido evitar cambios estructurales, aunque la reforma incluye notables enmiendas específicas dirigidas a incentivar la inversión.

TEXTO emisores

El Parlamento Europeo aprobó el pasado 24 de abril las normas Listing Act a las que dio validez el Consejo de la UE el 8 de octubre, paso previo y necesario para su entrada en vigor. Con estas renovadas reglas, Europa pretende elevar el atractivo y la accesibilidad de los parques bursátiles a sus empresas, con independencia de su tamaño, al reducir las cargas burocráticas y los costes en los que incurrir los emisores ya cotizados, por un lado, y facilitar y fomentar el ingreso y la participación de firmas privadas en los mercados de capitales, por otro; en especial, las pymes.

En su articulado son varias las novedades. Algunas de calado:

- Modificación del Reglamento de Folletos, con el propósito de facilitar los procesos de admisión a cotización, reduciendo gastos y trabas administrativas.
- Cambios regulatorios en el Reglamento de Abuso de Mercado para aligerar cargas derivadas de esta norma sobre los emisores y otros participantes en los mercados.
- Aprobación de una nueva directiva de acciones de voto múltiple en sociedades que soliciten por primera vez su admisión a cotización dentro de un Sistema Multilateral de Negociación (SMN). Norma que tiene por finalidad favorecer que los accionistas de control puedan mantenerlo aun después de la admisión.
- Reforma de la Directiva MiFID II (también conocida como 2014/65/EU) relativa a los mercados de instrumentos financieros, con el objetivo de incrementar la cantidad y la calidad de la información sobre pymes de la UE a disposición de los inversores, y, al mismo tiempo, flexibilizar el régimen de admisión en los centros de negociación del espacio común europeo.
- De igual modo, se transforman preceptos del Reglamento MiFIR. Aunque en este caso, solo para introducir modificaciones técnicas dirigidas a adaptarlo a varias de las novedades de la Listing Act.

Esta maniobra legislativa ha coincidido con la revelación del Informe Letta, en el

## Entre los cambios figuran modificaciones en los reglamentos de Folletos, para facilitar el acceso bursátil, y Abuso de Mercado para aligerar cargas sobre los emisores, nuevas reglas para el voto múltiple y reformas en la Directiva MiFID II y en los preceptos del MiFIR



que el ex primer ministro italiano recomienda configurar una bolsa europea para firmas tecnológicas dentro de las recetas para mejorar la competitividad del espacio interior -en sintonía con las que aconseja el antiguo presidente del BCE, Mario Draghi- y avances unificadores entre los centros financieros de la UE.

### Sintonía Letta-Listing Act

Letta ha sido se encargó de trasladar a las autoridades comunitarias la paulatina supresión de “obstáculos administrativos y legales” tras 30 años de funcionamiento del mercado único. Varias de sus directrices se recogen en el Listing Act.

Por ejemplo, en las medidas para facilitar emisiones. En concreto, se elimina el umbral de 1 millón de euros para ofertas de valores y se fija otro para la exención del requisito del folleto, en 12 millones calculados sobre un periodo de 12 meses, aunque los Estados miembros podrán optar por reducirlo a 5 millones siempre que la oferta no requiera pasaporte.

De igual modo, se exceptúan del requisito de folleto las ofertas fungibles con valores admitidos a cotización en un mercado regulado o en uno de pymes en expansión, si representan a lo largo de 12 meses menos del 30% del volumen de valores en cotización en el mismo mercado o en los casos en los que el emisor no esté inmerso en un proceso de insolvencia o reestructuración, entre otros. Además, aquellos que hayan estado admitidos a cotización de manera continuada en los 18 meses anteriores. Siempre que no sean emitidos en relación con una adquisición mediante una oferta de canje, con una fusión o una escisión o en reestructuración o insolvencia.

Respecto a la exención de publicar folleto para la admisión a negociación de valores fungibles con otros ya cotizados, el umbral se eleva del 20% del volumen al 30%. Bajo los mismos criterios.

Los folletos deberán, con carácter general, seguir formatos estandarizados y deberán tener en cuenta si los emisores de valores participativos están sujetos a presentación de información en materia de sostenibilidad -de conformidad con la Directiva CSRD7- y si la comercialización

de los valores no participativos ofertados al público o admitidos a cotización en un mercado regulado tiene en cuenta factores ambientales, sociales o de gobernanza o si persiguen objetivos ESG.

### Modificaciones sobre Abuso de Mercado

Respecto a los cambios en el Reglamento de Abuso de Mercado, destacan, en los programas de recompra de acciones, la simplificación de los requisitos de información -por ejemplo, cuando las acciones coticen en varios mercados, las notificaciones se harán exclusivamente por parte de la autoridad nacional del mercado más importante en términos de liquidez- o en prospección de mercado, la ampliación de su definición actual para incluir información a inversores en casos o supuestos en que no se produzca un anuncio específico. También aclara que el régimen de las prospecciones constituye únicamente una opción para los partícipes del mercado, con carácter de puerto seguro (*safe harbour*). En materia de divulgación de información privilegiada y de retraso se reducen los alcances de las obligaciones y se aumenta la claridad jurídica.

En paralelo, se incrementa el umbral mínimo de notificación de operaciones realizadas por PCRD (Personas Con Responsabilidades de Dirección) o estrechamente vinculadas por cuenta propia sobre acciones y otros valores e instrumentos de emisores, de 5.000 a 20.000 euros. Con opción de que los Estados Miembros, a la luz de las condiciones del mercado nacional, aumenten dicho límite hasta los 50.000 euros, o lo disminuyan hasta los 10.000.

Al mismo tiempo, se incorporan medidas incluidas en la Nueva Directiva MVSS para posibilitar a las sociedades el uso de estructuras de acciones con derechos de voto múltiple (MVSS), lo que permitirá que sus accionistas de control conserven las garantías del negocio tras acceder a los SMNs, quedando fuera del ámbito de aplicación otros mecanismos de mejora del control, como las acciones sin derecho a voto o aquellas con derecho de veto relacionadas con determinadas decisiones y las acciones de lealtad, así como una serie de salvaguardas. Como la inclusión, por parte de los socios que lo consideren, de cláusulas de extinción (*sunset clauses*) basadas en la transmisión, en el tiempo o en ciertos acontecimientos.



Baker & McKenzie: “las firmas de inversión podrán con la Listing Act reacomodar sus pagos para la ejecución de servicios e investigaciones, lo que les otorga mayor transparencia y capacidad de divulgación de conflictos de intereses al tiempo que ofrece mayor protección a los accionistas”

En cuanto a la Directiva MiFID II, los giros normativos persiguen facilitar el acceso a los mercados, al reducir del 25% al 10% el requisito de *free float* mínimo para la admisión a negociación en los mercados regulados de la UE, con fórmulas alternativas a los Estados miembros, que podrán establecer formas alternativas de evaluar si la distribución de acciones al público es suficiente, en función de las características y volumen de cada emisión. También se suaviza el régimen a los servicios de investigación sobre inversiones y se suprime el umbral de capitalización a servicios de inversión (ESI). Y se fomenta los Mercados de Pyme en Expansión (SME Growth Markets) al permitir que los segmentos de SMN que cuenten con cierto nivel de independencia respecto al resto del SMN se transformen en Mercados de Pyme en Expansión.

Mientras, las principales modificaciones del Reglamento MiFIR se enfocan al establecimiento de un sistema de vigilancia cruzada de libros de órdenes para facilitar a las autoridades nacionales la detección de casos de manipulación de mercado.

Andrey Ivanov, Trainee Solicitor en Baker & McKenzie, considera que las nuevas reglas avanzan en armonización de activos y en el formato en el que deben comunicarse además de agilizar los requerimientos y prescribir factores de riesgo. En su opinión, las firmas de inversión podrán con la Listing Act “reacomodar sus pagos para la ejecución de servicios e investigaciones”, lo que les otorga “mayor transparencia y capacidad de divulgación de conflictos de intereses”. Para Ivanov, la normativa europea también “ofrece mayores mecanismos de protección a los accionistas”.

El despacho Cleary Gottlieb considera que los cambios de la Listing Act en el MAR (Reglamento de Abuso de Mercado) son “significativos” al apostar por un régimen “robusto de exigencias que preservan la integridad” de los centros financieros y “la confianza inversora”. En, al menos, tres grandes apartados: protección de información en M&A, el *safe harbor* como una opción en vez de un mandato procedimental y que las sanciones administrativas por infringir requerimientos han ganado “proporcionalidad” frente al tamaño de la infracción. ○

# LISTING ACT Y EL PROYECTO DE LA UNIÓN DEL MERCADO DE CAPITALES

La UE da un notable paso hacia adelante en la necesaria integración de los mercados europeos en un momento de declive de las bolsas mundiales que contrasta con el auge del capital privado, hacia donde peregrinan las empresas cotizadas sin que los 'public equity' sean capaces de atraer a nuevas empresas dispuestas a emprender la aventura de la cotización. La Listing Act insta avances simplificadores y modernizadores del régimen de cotización en el espacio europeo y fortalece la protección a los inversores.

Las bolsas mundiales y, particularmente las europeas, llevan sumidas en un progresivo y alarmante declive desde hace años. El impetuoso auge del capital privado (*Private Equity*) y su extraordinario poder y capacidad inversora ha desplazado a las bolsas como fuente de financiación de las empresas (*Public Equity*) y como mercado capaz de proporcionar liquidez a los inversores. Si añadimos a ello los excesos regulatorios, la falta de liderazgo político de nuestros gobernantes europeos junto con un incesante y creciente nacionalismo económico, nos encontramos con un triste abandono de nuestros mercados financieros y de nuestras bolsas, que está provocando un éxodo de las empresas cotizadas al mercado privado y una falta de reemplazo por nuevas compañías que estén dispuestas a dar el salto a los mercados organizados.

Ello es muy grave: la ausencia de un verdadero mercado de capitales europeo único, dotado de profundidad y de liquidez, que sea capaz de proporcionar financiación eficiente y adecuada a nuestras empresas está provocando un declive en Europa, un deterioro de su tejido empresarial y de su capacidad de creación de riqueza y de oportunidades a las nuevas generaciones.

Los gobernantes europeos llevan tiempo proclamando su empeño por crear un mercado único de capitales desde la firma del Tratado de Roma en 1957. A pesar de los intentos hechos en la última década del pasado siglo y la primera del presente, lo cierto es que no se han adoptado las medidas precisas para lograrlo. Pensemos que el establecimiento de unas reglas uniformes en el mercado de control de las empresas europeas terminó en fracaso tras más de 22 años de discusiones, con la aprobación en el año 2004 de la Directiva de OPAs que no resolvía los problemas planteados.

La libre circulación de capitales, consagrada en el Tratado de Maastricht en 1992 como una de las cuatro libertades fundamentales del mercado único, se encuentra amenazada en la actualidad por un preocupante intervencionismo político en el ámbito empresarial surgido a raíz de la pandemia Covid-19 que llevó, con la inicial justificación de que era necesario proteger a



Fernando Torrente García de la Mata  
Socio, Baker & McKenzie



Carlos Martín  
Socio, Baker & McKenzie

las empresas de posibles operaciones depredadoras, a la aprobación del Reglamento 2019/452 del Parlamento Europeo y del Consejo de 19 de marzo de 2019 para el control de las inversiones extranjeras directas en la Unión.

Este Reglamento está siendo objeto de revisión con el objetivo de establecer la obligación, para todos los Estados Miembros, de disponer un mecanismo de control de inversiones extranjeras.

Resulta paradójico que, en vez de hacer realidad lo que se sabe es necesario –un mercado único– para evitar el declive de los países que la integran, se promueva desde la propia Comisión la existencia de barreras políticas que hacen de Europa un mosaico de 27 mercados. Respecto de nuestros mercados de capitales, tras la crisis financiera de 2011, la Comisión Europea presentó en 2015 su primer Plan de Acción para la Unión de los Mercados de Capitales y en 2020 la Comisión publicó un nuevo plan de acción para impulsar la "culminación" de la unión de los mercados de capitales fruto del cual es la reciente aprobación por el Consejo Europeo el pasado 8 de octubre de la Listing Act, después de casi diez años.

Sin dejar de aplaudir esta iniciativa, no puede dejar de tenerse en cuenta que, como ha señalado Mario Draghi en su informe publicado el pasado 9 de septiembre "El futuro de la competitividad europea", la fragmentación de los mercados de capitales es una de las razones fundamentales que causa una menor eficiencia de la intermediación financiera en Europa y que los flujos de ahorro hacia dichos mercados sean inferiores, lo que explica el gran diferencial de crecimiento y de prosperidad con EEUU.

El Informe Draghi señala que, aunque la Comisión ha introducido medidas para tratar de construir una Unión de Mercados de Capitales (CMU), persisten tres grandes problemas que lo impiden: Primero, la UE carece de un supervisor y de un conjunto de normas único, existiendo además una gran variación en las prácticas de supervisión e interpretaciones de las regulaciones. Segundo, el entorno post-negociación para la compensación y liquidación en Europa está mucho menos unificado que en los EEUU. Tercero,

a pesar del progreso reciente, los regímenes fiscales y de insolvencia en los Estados Miembros siguen estando sustancialmente desalineados.

Además, los mercados de capitales de la UE no están suficientemente abastecidos de capital a largo plazo en comparación con otras economías importantes, debido en gran parte al subdesarrollo de los fondos de pensiones. Faltaría añadir que es necesario que se produzca una verdadera unión de las bolsas europeas, a través del modelo que sea más adecuado y que, respetando la identidad de las distintas bolsas nacionales, permita que operen integradas como un único mercado bajo una infraestructura común.

Esta bolsa paneuropea sería una fuente única de liquidez en el que estarían todos los productos, de renta fija y variable, y daría acceso a todos los inversores a través de entradas comunes. Este proceso ha sido iniciado y está liderado por alguno de los mercados europeos, pero no siempre ha encontrado la acogida y el respaldo institucional adecuado de los gobiernos y autoridades de los respectivos países miembros.

**“El Informe Draghi señala tres escollos que impiden la Unión de Mercados de Capitales: la carencia de un supervisor y normas unificadas, un entorno post-negociación para la compensación y liquidación alejado de la homogeneidad de EEUU y regímenes fiscales y de insolvencia desalineados”**

**“La Listing Act, que entrará en vigor de forma escalonada entre el 4 de diciembre de 2024 y junio de 2026, añade atractivo inversor mediante la simplificación del proceso de cotización en Bolsa y el reequilibrio de los costes regulatorios y de cumplimiento a las empresas”**

El Listing Act es un paquete normativo que revisa el Reglamento de Folletos, el Reglamento de Abuso de Mercado, el Reglamento MiFIR y la Directiva MiFID II; introduce una armonización mínima en la regulación de las acciones con derechos de voto múltiple en la UE y deroga la Directiva de Admisión a Cotización.

Este conjunto de reformas cuya entrada en vigor tendrá lugar de forma escalonada desde el 4 de diciembre de 2024 hasta junio de 2026, supone un hito significativo en la regulación de los mercados de capitales europeos y pretende dinamizar y hacer más atractivo el mercado europeo de capitales mediante la simplificación del proceso de cotización en Bolsa y el reequilibrio de los costes regulatorios y de cumplimiento para las empresas, asegurando al

mismo tiempo la protección de los inversores y la integridad del mercado. Sin dejar de aplaudir esta iniciativa, no podemos dejar de poner de manifiesto que, como ha resaltado Mario Draghi en su informe "El futuro de la competitividad europea" publicado el pasado 9 de septiembre, la fragmentación de los mercados de capitales es una de las razones fundamentales que provoca que la intermediación financiera sea menos eficiente en Europa y que los flujos de ahorro hacia dichos mercados sean inferiores, provocando el gran diferencial con EEUU.

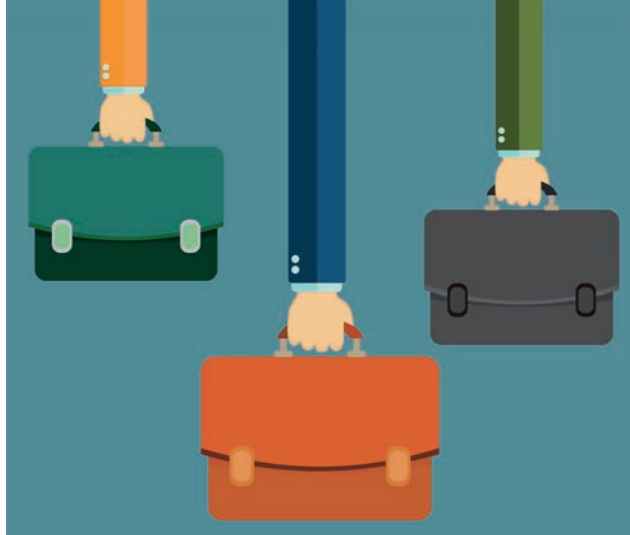
Aunque la Comisión ha introducido varias medidas para tratar de construir una Unión de Mercados de Capitales (CMU), persisten tres grandes problemas que lo impiden: Primero, la UE carece de un supervisor y de un conjunto de normas único, existiendo además una gran variación en las prácticas de supervisión e interpretaciones de las regulaciones. Segundo, el entorno post-negociación para la compensación y liquidación en Europa está mucho menos unificado que en los EEUU. Tercero, a pesar del progreso reciente, los regímenes fiscales y de insolvencia en los Estados Miembros siguen estando sustancialmente desalineados. Además, los mercados de capitales de la UE no están suficientemente abastecidos de capital a largo plazo en comparación con otras economías importantes, debido en gran parte al subdesarrollo de los fondos de pensiones.

Dejando de lado algunos cambios que podrían resultar de mayor relevancia mediática pero que aún se encuentran sujetos al detalle de la transposición por cada Estado Miembro, como las acciones de voto múltiple o la reducción del requisito de *free float* mínimo del 25% al 10%, la *Listing Act* introduce novedades muy relevantes, y de aplicación directa, en el Reglamento de Folletos y el Reglamento de Abuso de Mercado.

Respecto al Reglamento de Folletos, y si bien se ha eliminado el umbral de 1 millón de euros para su aplicación, se ha procedido a ampliar con carácter general a 12 millones de euros el umbral para la exención del requisito de folleto. No obstante, quedamos pendientes de la postura a adoptar por nuestro legislador nacional en tanto la normativa comunitaria permite a los Estados Miembros reducir este umbral a 5 millones de euros cuando la oferta no requiera pasaporte.

Destaca especialmente la flexibilidad con la que esta nueva normativa dota a las emisiones de valores fungibles, que por ejemplo podrán beneficiarse de la exención a la obligación de elaborar folleto si dichos valores han estado admitidos a cotización de manera continuada durante los 18 meses anteriores en un mercado regulado o en un mercado de pymes en expansión, sin que les resulte de aplicación ningún umbral. Esta nueva exención agilizará muy especialmente las ampliaciones de capital con derecho de suscripción preferente de las sociedades cotizadas, que hasta la fecha solían exigir la elaboración de un folleto de oferta debido al ofrecimiento preferente generalizado a los accionistas que tiene lugar en este tipo de operaciones.

Los emisores que deseen acogerse a estas exenciones deben cumplir con ciertos requisitos, como no estar sujetos a procedimientos de insolvencia o reestructuración, y presentar ante la autoridad competente un documento breve de un máximo de 11 páginas. Además, la segunda de las exenciones requiere que los valores no sean emitidos en relación con una adquisición mediante una oferta de canje, con una fusión o una escisión.



Otra de las novedades es que las autoridades competentes nacionales ya no tendrán que evaluar folletos aprobados fuera de la Unión Europea para determinar su equivalencia con los estándares de divulgación europeos. En su lugar, la Comisión Europea adoptará actos delegados para conceder la equivalencia conforme a criterios generales.

Por último, entre otros aspectos relevantes que desburocratizan y facilitan el procedimiento de salida a Bolsa, se ha reducido de 6 a 3 días el período mínimo entre la publicación del folleto y el final de la oferta para una oferta pública inicial en un mercado regulado y se han limitado de 3 a 2 años los ejercicios de información financiera necesarios para la elaboración del folleto.

En lo que al Reglamento de Abuso de Mercado se refiere, una de las novedades más relevantes afecta a la obligación de divulgar información privilegiada (IP) en los procesos prolongados, como las operaciones de M&A, que pueden implicar varias etapas o fases en las que existe IP. A partir de ahora solo se exigirá comunicar los “sucesos definitivos”, esto es, los eventos concretos que el proceso prolongado pretende producir o tiene como resultado (como, por ejemplo, el acuerdo en las condiciones fundamentales de un contrato), y no los pasos intermedios cuya publicación era técnicamente obligatoria hasta la fecha, pero quedaba habitualmente retrasada bajo la responsabilidad de los emisores cumpliendo determinados requisitos. Aunque es una modificación técnica, esta novedad simplifica los trámites para los emisores en los procesos prolongados y brinda mayor seguridad jurídica.

Además, se clarifican las condiciones para retrasar la difusión de IP, sustituyendo el criterio de que el retraso no induzca a error al público por el de que la información no contraste con el último anuncio público u otra comunicación del emisor sobre el mismo asunto. Esta novedad puede ayudar a los emisores en situaciones de incertidumbre o cambios, ya que solo necesitarán verificar que la información es consistente con lo que ya han comunicado.

La *Listing Act* también introduce cambios destinados a dotar de una mayor flexibilidad a las prospecciones de mercado o *market sounding*. A partir de ahora, el régimen legal de las prospecciones de mercado se tornará opcional y tendrá el carácter de “puerto seguro” para los participantes al mercado y se ha establecido que no resulta necesario notificar al receptor que la información facilitada ha dejado de ser IP una vez que ésta haya sido difundida públicamente.

Asimismo, se amplía la protección de “puerto seguro” a las comunicaciones en relación con potenciales operaciones que finalmente no llegan a culminar, lo que es muy habitual en operaciones de M&A y mercado de capitales donde se intercambia IP sin que la

“Confiamos en que la nueva normativa contribuya a reactivar el mercado, impulse la unión de las bolsas europeas e incentive la activación de reformas estructurales imprescindibles para la creación de un verdadero mercado único de capitales, tal y como reclama el Informe Draghi”

operación llegue a materializarse. Este hecho puede incentivar la realización de prospecciones de mercado bajo el amparo del Reglamento de Abuso de Mercado, consideradas por la propia normativa como un “instrumento muy valioso” para el buen funcionamiento de los mercados financieros.

En cuanto a las operaciones de administradores y directivos (PDMR), cabe destacar que mediante la *Listing Act* se amplían las excepciones a la prohibición de operar durante los períodos restringidos o de “*blackout*”, excluyéndose las operaciones o actividades que no impliquen decisiones activas de inversión de los PDMR o que dependan de factores externos o términos pre-determinados, y se elevan los posibles umbrales de notificación de las operaciones de los PDMRs y sus personas con vínculo estrecho hasta €50.000. Habrá que esperar a conocer si finalmente España opta por aumentar el umbral desde los actuales €20.000 hasta €50.000.

Otra novedad importante es la revisión del formato de las listas de iniciados mediante la extensión del modelo simplificado previsto para pymes en expansión a todos los emisores, con lo que se busca reducir la carga administrativa y facilitar el cumplimiento normativo, permitiendo a las empresas centrarse en sus actividades principales sin verse abrumadas por requisitos burocráticos.

Por último, la *Listing Act* también modifica el sistema de sanciones en materia de abuso de mercado a fin de adaptar su importe al tamaño de la empresa, de forma que éstas puedan resultar más proporcionales en función del volumen de negocios anual total y con umbrales máximos en función del tipo de infracción. Ello pretende asegurar que las sanciones sean justas y adecuadas al contexto de cada empresa, evitando penalizaciones desproporcionadas que podrían afectar negativamente a las pymes.

En definitiva, la *Listing Act* representa un paso importante hacia la simplificación y modernización del régimen de cotización en la Unión Europea, al tiempo que fortalece la protección de los inversores y la integridad del mercado. Confiamos en que los cambios en la normativa de folletos informativos y sobre abuso de mercado, destinados a facilitar el acceso a los mercados de capitales y fomentar un entorno financiero más dinámico y competitivo, puedan contribuir a la reactivación del mercado tras la ralentización vivida durante los últimos años, sin olvidar la necesidad de impulsar la unión de las bolsas europeas y acometer las reformas estructurales que son imprescindibles para la creación de un verdadero mercado único de capitales, de sobra conocidas y que han quedado recogidas, con toda claridad, en el Informe Draghi. ○



Es el momento

# ¿HOLA?



iPhone 16

Ven al Santander  
y disfrútalo por:

0 € /mes<sup>1</sup>

Renting a 36 meses  
Cumpliendo condiciones

1. Renting ofrecido por Banco Santander. Renta mensual del iPhone 16 128 GB Sin Seguro 24,99€/mes. Se recibirá una bonificación de 24,99€ netos mensuales (tras aplicar la retención según normativa fiscal vigente, actualmente el 19%) por la contratación de un renting tecnológico a 36 meses para personas físicas que domicilien por primera vez su nómina o pensión superior a 1.200€ o cuota de autónomos o mutualidad y la mantengan junto con la domiciliación de dos recibos mensuales, un movimiento mensual de tarjeta de crédito o saldo en cuenta igual o superior a 1.000€ todos los días del mes y Bizum activo en Banco Santander. Es necesario cumplir todas las condiciones de la promoción y adherirse a la campaña mediante el formulario a disposición de los clientes. Promoción válida hasta el 15/02/2025. Operación de renting y de tarjeta de crédito sujetas a previa aprobación por parte del banco. Consulta las bases de la promoción en [www.bancosantander.es](http://www.bancosantander.es). Al terminar tu contrato de renting puedes quedarte el iPhone 16 128 GB comprándolo por un valor de: 287,98€ (IVA incluido), devolverlo o contratar uno nuevo para estar siempre actualizado.





De izquierda a derecha, Lucas Osorio, presidente de Emisores Españoles, Nuria Martín, secretaria del Consejo de Administración de Grifols, Marieta del Rivero, consejera independiente de Cellnex Telecom y Gestamp Automotive y Ricardo Seixas, director de Renta Variable Iberia en Bestinver.

## La semilla de la discordia accionarial en 2024: las remuneraciones a ejecutivos... con sus bonus ESG

Las voces disonantes en las Juntas Generales de Accionistas del Ibex-35 –en realidad, 33 porque Arcelor-Mittal y Ferrovial no las realizan en España– se volvieron a escuchar en el apartado retributivo de consejeros y directivos. Pero con mayor intensidad que en ejercicios precedentes. Un tercio de las recomendaciones contrarias del duopolio de ‘proxy advisors’ (ISS y Glass Lewis) se concentraron en las resoluciones de los informes de remuneraciones. Frente al 20% de 2023. Con más de un 10% de votos de castigo y, dentro de ellos, dos de cada tres con un grado de disenso del 20%. La nota más discordante fue el uso en las retribuciones variables de los ejecutivos del cálculo por objetivos ESG. En casi siete de cada diez –en concreto, en el 69% de las firmas del selectivo español– obtuvieron algún tipo de reparo por parte de los accionistas.

TEXTO emisores

El perfil de las juntas de accionistas del Ibex-35 tiene un patrón de comportamiento cada vez más visible. En 2024, el 94% se configuraron como híbridas –presencial y virtual–, y bajo quórums estables que alcanzaron el 73,3% del accionariado en 2024. Ligeramente por debajo del 74,1% de 2023 y mínimos retrocesos de participación de los accionistas flotantes, que retroceden 1,3 puntos, hasta suponer el 48,2% de las JGA. En línea con su pérdida de protagonismo en las estructuras de capital del Ibex-35, que le han pasado factura el 62,6% en 2023 al 61,9% en el ejercicio recién terminado. Así lo refrenda el cuadro de mando 2024 *European Proxy Season Review* sobre España elaborado por Sodali & Co, firma de asesoramiento estratégico corporativo global a accionistas.

En este contexto –dice el informe– los accionistas flotantes se mostraron menos activos durante las juntas que en el pasado, ya que solo el 56,1% de ellos votaron, frente al 57,9% de 2023. Pese a lo cual, “siguen siendo cruciales” en la aprobación de los asuntos. “Especialmente ahora que tanto los *proxy advisors* como las agencias de ratings ESG están supervisando minuciosamente todos los niveles de discrepancia de sus votos en las juntas” porque se consideran “signos de buena salud de la gobernanza corporativa”.

Sobre las elecciones de miembros del consejo, el perfil operativo ha seguido las pautas de años precedentes. En cada una de las tres modalidades –ejecutivos internos, independientes ajenos a la compañía y directores externos, bien en representación de accionistas estratégicos o de otras categorías– de coexistencia para mandatos de cuatro años.

Las nominaciones internas (el 9,9%) continúan sin ser problemáticas, aunque en 2024 recibieron más recomendaciones de votos adversos –en una proporción de 2 contra 1– y superiores ratios de disenso: el 4,02% en general y del 13,62% para el tramo flotante, frente al 1,92% y el 6,2% –respectivamente– del año precedente. Mientras las 40 designaciones de consejeros de afiliación externa (el 36% del total) apenas registraron un 6,7% de votos discrepantes, si bien se llevaron el 17,65% de las desavenencias de los accionistas flotantes. Con mejores registros que en 2023, donde protagonizaron el 7,7% y el

20,30% de las disconformidades totales y parciales del tramo free float. Una vez más, las candidaturas de independientes (60) fueron las más refrendadas y las más numerosas –el 54,1% del total– con el 97,96% de los votos y el 93,58% de los flotantes. Más incluso, que en 2023: 96,9% y 91,1% respectivamente.

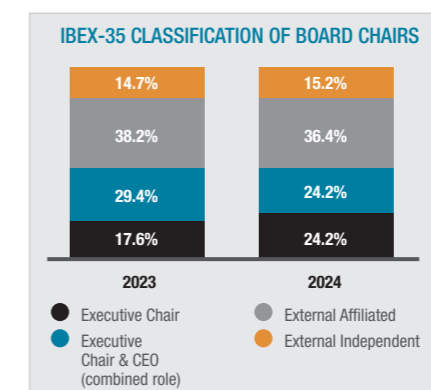
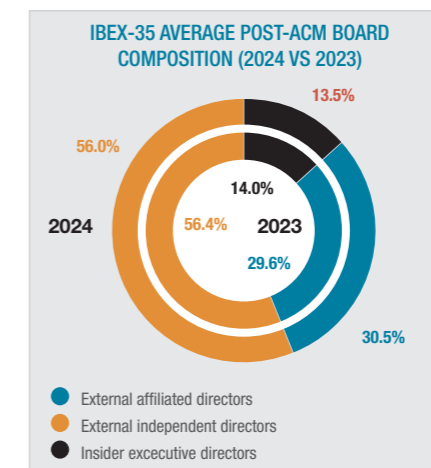
En 2024, únicamente hubo una recomendación de voto de oposición de los *proxy advisors* frente a los 3 de 2023, y las cotas de disenso más elevadas (el 14,07% de los sufragios emitidos) se dirigieron a aspirantes independientes en empresas del Ibex-35 “con políticas de diversidad de género poco consistentes o insuficientes en los últimos años”. Dato que pone en tela de juicio la Recomendación 15 del Código de Buen Gobierno Corporativo español que exige incluir al menos un 40% de los consejeros del género menos representado, por la trasposición al ordenamiento jurídico de la *Directive 2022/2381 on gender balance amongst directors* con la promulgación de la Ley Orgánica 2/2024 del 23 de agosto.

En la campaña de juntas 2024, los puestos en manos de mujeres supusieron el 42,25% de los consejos, frente al 57,75% de hombres. Y solo 2 compañías del Ibex-35 no han alcanzado todavía el 30% de cuota de género que se recomendaba para el ejercicio 2020.

La práctica totalidad –todas, excepto una– han perfilado consejos de hasta 15 miembros, como aconsejan las buenas prácticas de gobierno. El 91% entre 10 y 15 sillones de consejeros, y 10 de ellas, 15, el máximo recomendado. Con un oscilante cambio de peso relativo de los presidentes y CEO's: del 24,2%, en cada uno de los cargos (ver cuadro adjunto).

Sin embargo, la cuestión más candente en medio de este clímax de relativa marejada dentro de las juntas españolas surgió, una vez más, en el apartado de los emolumentos del consejo. Tanto por la política corporativa en materia de retribuciones, donde se definen los puntos básicos de las compensaciones de los consejeros para periodos de entre 3 ó 4 años, como por el informe de remuneración, que desarrolla los detalles de los pagos en el año bajo revisión, y por los LTIP's o Long-Term Incentive Plans para sus ejecutivos. Todos ellos, con una oposición por encima del 85%.

Mientras que el consejo-tipo del Ibex-35 es de mayoría independiente (56%), entre sus presidentes predominan los ejecutivos (48%) frente a los ajenos a la compañía, que representan un 15%.



## “Las retribuciones concentran las mayores reticencias de los asesores de voto globales”



Eduardo Sancho, manager Corporate Governance in Sodali.

### ¿Hay margen para que las firmas del Ibex-35 ganen capital flotante?

Pese a la SHRD (Shareholders' Rights Directive) y las políticas de implicación de accionistas, aún hay un amplio margen para que las empresas vean aumentar la participación del accionariado flotante que en 2024 se ha situado en el 56% de media entre las empresas del Ibex 35.

Dicha prioridad cobra más importancia, cuando vemos que dicho perfil de accionista ostenta el 62% de la propiedad de la empresa frente a los accionistas estratégicos (ejecutivos, empleados, inversores representados en el consejo).

### ¿Cómo definiría la composición de los consejos en la gran compañía española?

Sobre las elecciones al consejo, los consejeros independientes son los que mayores apoyos reciben de los accionistas, reforzados por el consejo de los asesores de voto. Mientras que el consejo-tipo del Ibex-35 es de mayoría independiente (56%), entre sus presidentes predominan los ejecutivos (48%) frente a los independientes, que representan un 15%.

En cuanto a la diversidad de género, por primera vez el índice ha alcanzado el umbral del 40% para el género menos representado, si bien aún un 24% de los consejos no han logrado alcanzar dicha cota. De manera mayoritaria, las consejeras se desempeñan como independientes 80%.

Solo un 2% ejerce como consejera ejecutiva.

### ¿Cómo explicaría las controversias en las juntas a las retribuciones a sus ejecutivos?

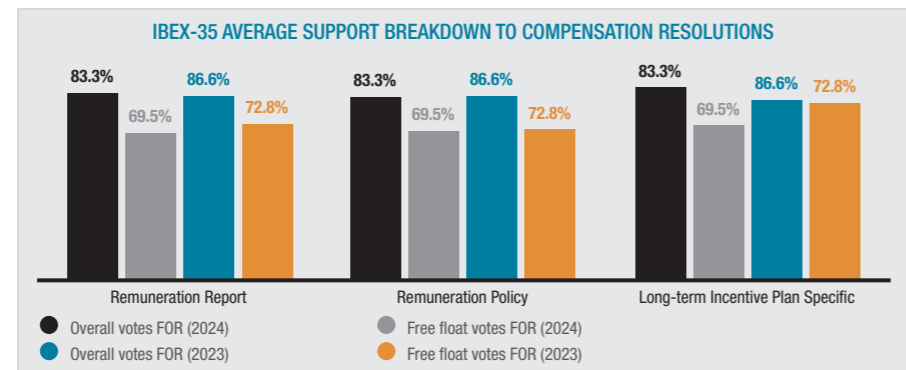
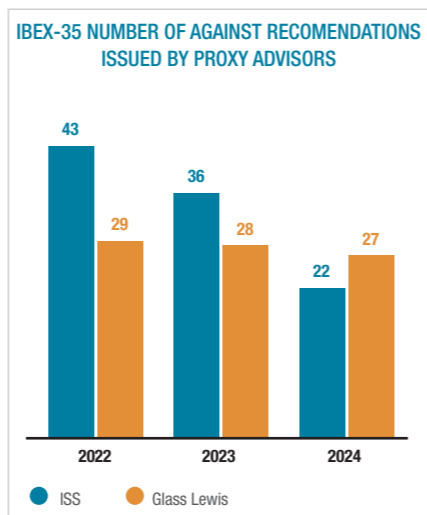
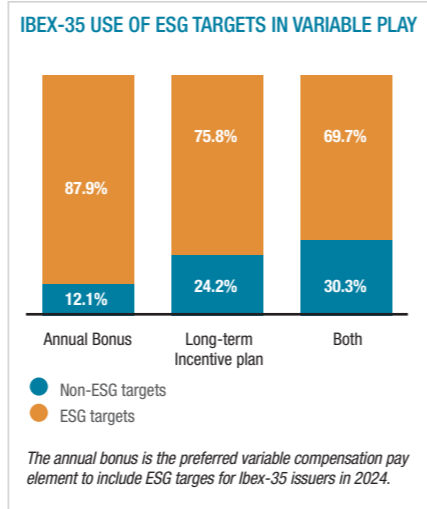
Son las más controvertidas en todo el Ibex-35. Concentran las principales contradicciones de los asesores de voto globales, los mayores disensos del capital flotante, con tan solo un 69% de apoyo medio y los menores respaldos totales, en torno al 85% de promedio.

Los motivos para oponerse suelen esgrimir que los emolumentos que reciben los ejecutivos son excesivos para el rendimiento de la empresa en el contexto de su sector, que el nivel de transparencia del reporte de remuneraciones es muy bajo, o que las prácticas de remuneraciones adoptadas por las empresas son inadecuadas. ○

El informe refleja que una tercera parte de sus resoluciones recibieron recomendaciones de voto contrario por parte de ISS o Glass Lewis –frente al 2% de 2023– mientras 1 de cada 3 de ellas superaron el 10% de disidencia de los sufragios emitidos. Por otro lado, las 16 políticas de remuneración sometidas al escrutinio de sus juntas por parte de las empresas del Ibex-35 en 2024 fueron las más contestadas en este apartado. Un total del 14,3% de ellas recibieron votos contrarios; el 29,6% de los accionistas flotantes. En tercer término, los LTIP's se unieron en 2024 a la lista de controversias. El 90,8% de la junta y el 72,1% de los flotantes manifestaron su rechazo; muy en especial, por los beneficios extraordinarios –variables y bonus– y “la pobre divulgación del cálculo de métricas y objetivos”, así como la asignación de acciones a ejecutivos que mantienen un significativo nivel de valores de la compañía. Pero donde la incidencia fue más punzante fue en el uso de los objetivos ESG –Environmental, Social and Governance– y sus métricas para vincular las retribuciones variables de sus ejecutivos. El 69% de las compañías del selectivo español los incluyen a corto y largo plazo como elementos de pagos extraordinarios y el bonus es el concepto preferido del 87,9% de ellas.

“Interesadamente –admite el informe– los LTIP's no son la opción preferencial de los objetivos ESG, a pesar de que, por su naturaleza, podrían intuitivamente identificarlos como el lugar más adecuado para ello”. ○

El 69% de las compañías del selectivo español incluye a corto y largo plazo el uso de objetivos ESG y sus métricas para vincular retribuciones variables a sus ejecutivos como elementos de pagos extraordinarios.



## Las juntas de 2025 exigirán a sus consejeros más supervisión geopolítica, en IA y ciberseguridad

Los riesgos tecnológicos y en materia de sostenibilidad se han diversificado de tal forma que reclaman a las compañías conocimientos precisos en un amplio abanico de asuntos sobre los que girarán en el futuro sus negocios. Por ejemplo, en la esfera diplomática internacional, en ciberdelincuencia o en el avance de la Inteligencia Artificial (IA). Cada sociedad mercantil decidirá si aborda estos desafíos con asesores externos, nombramientos de consejeros experimentados o integrando a expertos en sus equipos directivos. Sea como fuere, las agendas de las juntas de 2025 asumirán en su orden del día estos hechos relevantes.

El informe *El Gobierno Corporativo y los Inversores Institucionales* del proxy solicitador Georgeson y el bufete de abogados Cuatrecasas –al que acompaña el elocuente subtítulo de *Preparando la Temporada de Juntas 2025*– transita entre las características que han gobernado los consejos de administración a lo largo de 2024 y las peculiaridades que se atisban para el próximo ejercicio. Y, en esta radiografía de situación, sus expertos destacan que los consejeros deberán atender riesgos emergentes que tendrán que incorporar a sus funciones supervisoras derivadas del “uso de las nuevas tecnologías, así como de aspectos ligados a la sostenibilidad” entre los que citan los asuntos relacionados con la geopolítica, la proliferación de ciberataques o los avances en innovación y, muy en particular, los enfocados a la Inteligencia Artificial (IA).

El documento habla de una multiplicidad de nuevos retos de especial relevancia que hacen más compleja la función de supervisión de los consejeros. Sin embargo –admiten sus autores– “existe un debate abierto sobre la mejor forma de abordar estos riesgos emergentes desde el consejo”. Así, mientras algunos de ellos abogan por “nombrar consejeros con conocimientos y experiencia específica” en estos asuntos, otros “son partidarios de contar con asesoramiento externo” y un tercer grupo “se inclina por integrar en el equipo directivo a personas expertas en esta materia que reporten y den seguimiento al consejo de administración”. Pero asegurándose de que todas las áreas críticas “estén adecuadamente cubiertas”, porque “el conocimiento de los consejeros sobre estos asuntos se torna cada vez más relevante”, lo que hace augurar que “sean cada vez más necesarias sesiones formativas en estos ámbitos”.

El desafío, de hecho, es ya una realidad. En la temporada de juntas 2024, a los tradicionales asuntos de deliberación –retribuciones y composición del consejo, modificaciones de capital– se unieron el escrutinio de los accionistas de las cuestiones medioambientales (*say on climate*), destinadas en gran medida a la acreditación de las ventajas y riesgos de los criterios ESG –sostenibles, sociales y de buen gobierno–, así como la valoración de operaciones corporativas. Muchas de las cuales alteraron las estructuras accionariales de ciertas cotizadas, si bien contaron con cerca de un 90% de apoyo por parte de los accionistas, aunque no obtuvieron apoyo de todos los *proxy advisors*.

En Georgeson y Cuatrecasas anticipan que en 2025 la información sobre sostenibilidad será aún más relevante por la adopción en el ordenamiento jurídico español de las normas de la Directiva CSRD que busca aumentar la transparencia y responsabilidad corporativa por el impacto de los proyectos de inversión ESG.

El estudio dedica un capítulo final a la preparación de las juntas de 2025 en el que establece un decálogo de recomendaciones para que las compañías cotizadas perfilen sus encuentros con los accionistas a partir de los “múltiples retos” y los desafíos relevantes detectados en 2024.

## El sofisticado trilema al que se enfrentan los futuros consejos

La lectura de Georgeson y Cuatrecasas coincide con diagnósticos como el de la multinacional británica WTW –de seguros de crédito exportador– y la consultora Oxford Analytica que revelan que nueve de cada diez ejecutivos de empresas transnacionales admitieron “haber registrado pérdidas corporativas” en 2022 y 2023 por el elevado voltaje geoestratégico global y que el 68% de ellas suscribió pólizas de riesgo político –frente al 25% de 2021– en medio de un temor general a un proceso de *decoupling* o fragmentación en dos bloques comerciales –uno liderado por EEUU y otro, por China y Rusia– de la globalización de los mercados; riesgo en el que cree el 86% del medio centenar de ejecutivos de su panel demoscópico.

Elisabeth Braw, investigadora del American Enterprise Institute, certifica este nuevo rumbo que han tomado los negocios en el exterior: “Las empresas piensan que ya no pueden ignorar nunca más los riesgos geopolíticos”.

La ciberdelincuencia también estará presente en el clima de las juntas de administración de 2025 a tenor de cálculos como los de Cybersecurity Ventures. Los hackers –asegura su último estudio– gestionaron un negocio oculto de 10,5 billones de dólares en 2023 –cantidad similar a la suma combinada de la tercera y cuarta economías del planeta, Japón y Alemania, más los 1,5 billones de dólares del PIB español– con una factura empresarial media por cada *data breach* o incursión en un sistema informático por robo de información, asciende a los 4,2 millones de dólares; solo en inversiones de escudos con robustez suficiente para prevenir o repeler ciberataques.

En el terreno de la IA y del Big Data –disciplinas sobre las que se asientan plataformas de Chabot como ChatGPT– han sacado a relucir cuestiones relacionadas con el acceso, suministro, precisión y contabilización de la información que emplean unas herramientas que dicen utilizar el 35% de las compañías globales y que piensa poner en marcha el 42% en 2025, como pronostica SOAX, firma de inteligencia de datos. Al tiempo que consultoras como Boston Consulting Group (BCG) sugieren métodos organizativos para maximizar el valor potencial humano y tecnológico de los instrumentales de la IA y espolear la productividad y la innovación del sector privado. •

Estos son, por orden de trascendencia, los diez mandamientos que deja el cuadro de mando de Georgeson y Cuatrecasas:

### 1. Nuevos ámbitos de supervisión del consejo.

La geopolítica, el impacto desconocido de las nuevas tecnologías y, en especial, de la IA, y la proliferación de ciberataques a las estructuras internas de las compañías constituyen algunos de los asuntos que deberán formar parte de la agenda de los consejos de administración en 2025. El conocimiento de los consejeros sobre ellos debe ser profundo y exhaustivo por ser acontecimientos cada vez más prioritarios en la toma de decisiones corporativas y que conllevan “riesgos” estructurales. Y, por ende, contemplar nuevos ámbitos de supervisión con componentes de elevada complejidad.

### 2. Identificación de nuevos perfiles en el consejo sobre nuevas tecnologías y ESG.

Para atender las amenazas emergentes. Sus miembros deben asumir más responsabilidades en materia de sostenibilidad y digitalización. Bien nombrando consejeros de experiencia reconocida en estos ámbitos, contando con asesores externos o sumando a sus equipos directivos expertos que reporten y den seguimiento de sus conclusiones al consejo.

### 3. Requerimientos sobre paridad.

Su nueva ley orgánica, vigente desde el 22 de agosto, establece un régimen más estricto que el del legislador comunitario, de donde procede su formulación. El informe considera que los grupos de interés (*stake-holders*) serán más exhaustivos al analizar la diversidad de género en los consejos que la Recomendación 15 del Código de Buen Gobierno que aconsejaba hasta ahora un 40% de mujeres en el consejo. Por ello, el informe recuerda que la nueva regulación exige una cuota legal mínima en el sexo menos representado del 40% a partir del 30 de junio de 2026 para las cotizadas del Ibex35 y desde esa misma fecha un año más tarde (2027) para las demás cotizadas. Además de incluir ajustes en los procesos de selección de los consejeros y nuevas medidas de transparencia y decisiones de paridad similares para la alta dirección. Con sanciones por incumplimiento.

### 4. El ámbito retributivo seguirá bajo la lupa.

Tanto de los *proxy advisors* como de los inversores institucionales –la firma de asesoramiento de votos Institutional Shareholder Services (ISS) aunque, sobre todo, su rival, Glass Lewis–, penalizaron varios IARC’s (Informe Anual sobre Remuneraciones de los Consejeros) de compañías que venían mostrando elevados niveles de disidencia en la aprobación de sus políticas de retribución como los pagos por finalización de contrato por encima de las expectativas de mercado o bonos extraordinarios.

Las colisiones en 2025 seguirán focalizadas en los Incentivos a Largo Plazo (ILP) –duración mínima de 3 años–; en transparencia retributiva, por el cumplimiento tanto de métricas individualizadas, como de criterios ESG en todas las primas variables o la denominada TSR28, usada en ILP’s. Así como

## Diversidad y matriz de competencias en los consejos, según Cuatrecasas

Los letrados de Cuatrecasas recuerdan el estudio Diversidad y matriz de competencias en el consejo de administración que presentaron en la V edición del Premio Manuel Olivencia al Buen Gobierno, y en el que reflexionan sobre la cualificación y aptitudes técnicas de los consejeros, del que extraen las siguientes recomendaciones:

- La aproximación a la diversidad de la composición del consejo no es una cuestión formal o mecánica, sino que debe partir de un análisis de las contribuciones que los distintos perfiles pueden aportar a cada compañía.
- La comisión de nombramientos debe identificar las necesidades del consejo para asegurarse de cubrir las con perfiles adecuados. Las áreas que no queden cubiertas por consejeros, especialmente las que requieran un alto grado de especialización, habrán de completarse acudiendo al auxilio de expertos internos o externos.
- La matriz de competencias es clave para que la comisión de nombramientos pueda analizar las fortalezas y debilidades del consejo en términos de diversidad. Además, la publicación de esta matriz puede ayudar al mercado y a los accionistas a evaluar la composición del consejo.
- La especialización excesiva de cada uno de los consejeros podría, sin embargo, llegar a fragmentar las responsabilidades del consejo, que debe operar como un órgano colegiado con una voluntad unitaria. Además, el tamaño óptimo del consejo, del que se encarga la Recomendación 13 del Código de Buen Gobierno (CBG) se sitúa en un máximo en 15 consejeros y limita la inclusión de múltiples perfiles técnicos. •

en la definición de peers adecuados, detallando motivos de elección y su divulgación; en la prohibición de la discrecionalidad excesiva otorgada a la comisión de retribuciones o en la contribución a los planes de pensiones de consejeros ejecutivos en línea con la del resto de empleados. Además, ganarán trascendencia las respuestas al mercado de los niveles de disidencia de juntas anteriores y el quantum retributivo y la divulgación de criterios comparativos de retribución (*benchmarks*) para la justificación de alzas salariales.

### 5. Sostenibilidad. En España, destacan dos cuestiones ineludibles.

Por un lado, la aprobación de la información no financiera por el aumento de las obligaciones de transparencia derivadas de la Directiva CSRD. Georgeson considera que la emisión de una opinión “sin reservas” por parte del verificador externo continuará siendo de especial relevancia para que el nivel de apoyo en este punto del orden del día se mantenga. Por otro, sobre las propuestas en relación con el *say on climate*, se espera que continúe el alto grado de heterogeneidad en las expectativas de los *proxy advisors* e inversores y que algunos de ellos cuestionen la conveniencia de someter planteamientos *say on climate* a votación, bien de forma consultiva o vinculante, de los accionistas. Por norma general, las empresas de sectores con mayor impacto ambiental, o aquellas que cuenten con un accionista activista en materia de cambio climático en su accionariado, deberán valorar la posibilidad de someterlo a aprobación y tratar de alinearse con las mejores prácticas de *reporting* de información climática.

### 6. Accountability de los consejeros.

Los *proxy advisors* y los inversores institucionales están penalizando la reelección de consejeros cuando algún punto del orden del día de la junta del ejercicio anterior se salde con un voto disidente elevado (más de un 20% de voto no favorable) en algún ámbito de su responsabilidad y el mercado juzga que el consejo no abordó adecuadamente las preocupaciones manifestadas por sus accionistas. Bajo la justificación de falta de independencia o diversidad de género (e impacto en la comisión de nombramientos) o de alineación en el modelo retributivo de los consejeros ejecutivos (con impacto en la comisión de retribuciones). Y con menor frecuencia por motivos que relacionan con alguna propuesta sobre cambio climático.

### 7. Activismo: OPAs y cambios en la estructura accionarial.

España se caracteriza por un bajo nivel de activismo accionarial debido a la estructura de capital de las cotizadas (con núcleos de control). Pero 2024 marcó un punto de inflexión en cuanto a la actividad de inversores institucionales y grupos que intentan ampliar su participación o adquirir, total o parcialmente, una cotizada. Destaca en este ámbito la creciente inversión de fondos soberanos asiáticos, lo que puede tener un impacto significativo en el éxito o fracaso de acciones corporativas.

## El Observatorio Georgeson de Retribuciones de Consejeros Ejecutivos

La Cuarta Edición del Observatorio de retribuciones de consejeros ejecutivos, revela varias de las recomendaciones para las juntas generales de 2025 en cuatro esferas de actuación:

### Con respecto a la retribución total.

- El mix retributivo debe alinearse con las expectativas de mercado, donde la parte variable represente la mayor proporción de la total, y dentro de ésta, la variable de largo plazo tenga mayor peso que la de corto plazo.
- Realización de *benchmarks* retributivos para identificar el posicionamiento del consejero delegado (CEO) y del consejo de administración como órgano supervisor, con respecto a la cesta de comparables.
- Establecer límites a la retribución variable total (corto y largo plazo) como un porcentaje de la retribución fija.

### Con respecto a la retribución fija.

- Tener en consideración que cualquier incremento en la retribución fija será objeto de gran escrutinio por el mercado, lo que requerirá de una adecuada justificación: posicionar el nuevo salario junto a una cesta de comparables; haber tenido un óptimo desempeño financiero en la compañía; experiencia de accionistas positiva o la adopción de medidas similares en la plantilla.
- Estándares internacionales. Un incremento por encima del 10% será por lo general objeto de mayor escrutinio del mercado.

### Con respecto a la retribución variable.

- Incluir métricas ESG en toda la retribución variable con un peso que debe fluctuar entre el 10%-20%. Las métricas ESG de corto y largo plazo no deben ser similares.
- Métrica TSR a largo plazo: se debe divulgar la cesta de comparables, y para su devengo, el desempeño de la compañía en esta métrica debe ser igual o superior a la mediana de desempeño de la cesta de comparables.
- Las cláusulas *malus* y *clawback* deben ser aplicadas a todas las retribuciones variables. El periodo de aplicación de la cláusula *clawback* y los motivos que lleven a su aplicación deben ser divulgados.

### Con respecto a otros aspectos contemplados en las políticas de remuneraciones:

- Los pagos por final de contrato superiores a dos anualidades (incluidos los pagos por no competencia) serán objeto de penalización, al igual aquéllos de carácter extraordinario a consejeros ejecutivos.

Todos estos asuntos pueden repercutir en el nivel de apoyo que reciban los informes anuales de siguientes ejercicios, incluso cuando no hayan sido de aplicación en el año en curso, enfatiza los expertos de Georgeson. •

Para 2025, se espera que este fenómeno continúe, por lo que las compañías deberán supervisar de cerca a su accionariado y los movimientos en su estructura accionarial. Para ello, resultará crucial implementar estrategias efectivas como el uso periódico de servicios de identificación accionarial, cambios registrales o comunicaciones proactivas y transparentes (*engagement*) con accionistas y formar equipos de respuesta rápida. Las nuevas tecnologías facilitan la rápida difusión de ideas por parte de activistas y permiten realizar análisis sofisticados para identificar motivos que van desde baja rentabilidad a un desempeño de la acción por debajo de su valor.

### 8. Mayor participación de inversores institucionales domésticos.

Verificable por el alza de las interacciones directas con emisores españoles a través de actividades de diálogo (*roadshows*), desarrollo de políticas de voto propias, y mayor uso de recomendaciones de voto de los *proxy advisors*. Esta evolución sitúa al mercado español en una trayectoria similar a la de otros mercados europeos más maduros –Francia o Alemania–, aunque aún está por detrás de referentes internacionales como EEUU o Reino Unido, con tradiciones de mayor recorrido en inversiones institucionales.

El reciente lanzamiento del primer *stewardship code* para el mercado español por parte de la CNMV ha podido ser uno de los principales catalizadores de este movimiento que podría consolidarse en 2025 como grupo de interés de creciente relevancia.

### 9. Diálogo con inversores y proxy advisors.

Aunque es una práctica común entre las compañías de mayor capitalización (Ibex-35), convendría que se extendiese a todas las cotizadas y que se realice fuera de la temporada de juntas para explicar los avances que se han producido en gobierno corporativo y sostenibilidad, atender las preocupaciones de los *stakeholders* y darles respuesta. Adicionalmente, durante la temporada de juntas, se aconseja mantener cauces breves, dada la menor disponibilidad de estos grupos de interés durante esta fase y para explicar aspectos específicos de la junta de accionistas. La participación de algún consejero –especialmente del independiente coordinador– o el presidente la comisión de retribuciones, en estos diálogos está despertando un interés creciente por parte de *proxy advisors* e inversores.

### 10. Crecientes requerimientos en reporting.

Las firmas afrontan desafíos importantes en materia de *reporting* como consecuencia de las obligaciones previstas en la Directiva CSRD y las ambiciosas demandas de inversores institucionales y *proxy advisors*; sobre todo, en materia retributiva, buen gobierno y, más recientemente, sostenibilidad.

Todo ello, supondrá que las compañías deberán realizar esfuerzos de difusión informativa al mercado en un entorno normativo complejo y en constante evolución. ○

# GEOPOLÍTICA, CONSEJOS Y ACCIÓN

El auge y la proliferación de los riesgos geopolíticos y geoeconómicos requiere que las empresas se preparen adecuadamente y, en este proceso, el Consejo, por la responsabilidad indelegable que le confiere la Ley de Sociedades de Capital en la supervisión de la gestión de riesgos, debe ser un actor dinámicamente clave.

**TEXTO** Mario Lara, director del Centro de Gobierno Corporativo de Esade, Ángel Saz-Carranz, director de EsadeGeo

En los últimos años hemos observado un incremento notable de la relevancia de los riesgos asociados a la confrontación geoeconómica y geopolítica que ha supuesto una llamada a la acción para muchos gestores y en consecuencia, por quienes asumen la responsabilidad última de aprobar las principales decisiones de la vida societaria: los consejos de administración.

El Global Risk Report 2024, publicado por el Word Económica Forum, sitúa entre los 10 riesgos más importantes por probabilidad de ocurrencia en los próximos años a nivel global, la desinformación, la gran polarización social, la ciber-inseguridad, los conflictos armados entre estados o la falta de oportunidades económicas para una parte importante de la población. El auge y la proliferación de estos riesgos requiere que las empresas se preparen adecuadamente y, en este proceso, el Consejo, por la responsabilidad indelegable que le confiere la Ley de Sociedades de Capital en la supervisión de la gestión de riesgos, debe activamente ser un actor clave, pero ¿cómo?

En el proceder del Consejo, al menos como desde Esade lo vemos, hay iniciativas que no son diferentes a cómo actúa el consejo en otros ámbitos de la gestión de riesgos (identificación y valoración de los impactos, definición del plan de contingencia, protocolos de gestión de crisis). Pero hay acciones específicas que pueden asumir los consejos para abordar adecuadamente estos riesgos.

Es crítico en el mundo que vivimos, que los consejos de administración comprendan la importancia de los riesgos geopolíticos en la cadena de valor de los sectores con los que se interrelaciona o en los mercados donde se sitúan sus clientes.

Es imposible definir una estrategia empresarial completa y efectiva sin tener en cuenta la geopolítica y por ello los Consejos deben en primer lugar, integrar los riesgos geopolíticos en su debate estratégico y estar presente de una forma periódica cuando la estrategia se revisa o actualiza en sus agendas.

Para ello, desde EsadeGeo han desarrollado un modelo de aproximación que facilita la labor de los consejos en este ámbito y que se integra en tres líneas de acción sobre las que los consejos deben preocuparse de forma directa:

### 1. ASEGURAR UN BUEN ANÁLISIS DE LAS DINÁMICAS GEOPOLÍTICAS:

Es imprescindible que los consejos y altos ejecutivos cuenten con recursos y capacidades en materia geopolítica. Los Consejos deben poder identificar riesgos y oportunidades geopolíticas a corto y largo plazo. El conocimiento geopolítico es determinante en los Consejos incluso cuando todavía no se ha desatado una crisis geopolítica, y preparar sus operaciones y negocios para ser resilientes ante las mismas. Por ejemplo, en el momento de la segunda invasión rusa de Ucrania en 2022, Rusia llevaba más de una década realizando acciones cada vez más desestabilizantes (invasión de Georgia, primera invasión de Ucrania, intervención en Siria, interferencias en las elecciones estadounidenses de 2016). A pesar de lo cual, muchísimas empresas fueron sorprendidas por esa segunda invasión de Ucrania y sufrieron pérdidas financieras y reputacionales enormes debido a la guerra de sanciones que se desató. ¿Por qué la mayor parte de esas empresas no consideraron su presencia en Rusia arriesgada?

“

Es responsabilidad del consejo exigir que la empresa incorpore el contexto geopolítico en sus reflexiones estratégicas, inquirir en cómo está expuesta a los riesgos y valorar respuestas corporativas

Un Consejo bien informado es una fuente de confianza para los inversores, actores públicos y personas interesadas. La anticipación no se improvisa. En la agenda de los Consejos es esencial poder valorar riesgos y oportunidades y reflexionar y preparar posibles futuras respuestas. Que los Consejos dediquen más tiempo a las cuestiones geopolíticas es una señal de resiliencia y fortaleza empresarial.

### 2. CONEXIÓN ENTRE EL SECTOR PÚBLICO Y EL PRIVADO:

Los Consejos necesitan una visión de la seguridad que considere actores públicos y privados. El dominio tecnológico y la posición de toda la cadena de valor está ligada a la seguridad nacional. La política de seguridad nacional también cuenta con la corresponsabilidad de la sociedad y el sector privado en su conjunto. Al plantear una estrategia geopolítica de empresa siempre hay que mantener conexiones y contacto con el sector público.

La inteligencia competitiva se comparte con periodicidad en algunas empresas, pero ¿qué hacen aquellos que no tienen estructuras similares de inteligencia? Nuestra obligación como consejeros está en buscar el apoyo de expertos que nos ayuden a entender la realidad que nos afecta y como ésta puede afectar directamente a nuestra sostenibilidad. Además, si el impacto del riesgo puede ser muy alto, debemos buscar acceso y emplear las redes de inteligencia, nacionales y globales. Se tratan de redes privilegiadas de información claves para la economía.

### 3. GESTIÓN DE RIESGOS Y OPORTUNIDADES:

Ante una crisis geopolítica, debemos hacer una evaluación transversal a nivel corporativo y conocer estrategias que incorporen factores multidisciplinares y consideren la gobernanza nacional y global para dar mayor flexibilidad y capacidad de acción a las empresas. Es responsabilidad del consejo exigir que la empresa incorpore el contexto geopolítico en sus reflexiones estratégicas. El consejo debe también inquirir en cómo la empresa está expuesta a la geopolítica mediante su cadena de valor global y su exposición a distintos mercados. Por último, el consejo debe asegurarse que la empresa valore respuestas estratégicas ante posibles eventos geopolíticos.

El Consejo de Administración tiene el mandato de velar por la sostenibilidad a largo plazo de los negocios y hoy es imposible cumplir con esta responsabilidad sin integrar adecuadamente la geopolítica en sus debates y, sobre todo, en su acción. ○

# La bolsa española atesoraría más de un billón de euros de capitalización con reglas de mercado más europeístas



El ‘Libro Blanco sobre impulso de la competitividad de los mercados de capitales españoles’ editado por BME Exchange asegura que los excesos o lagunas regulatorios, la falta de ambición a la hora de equiparar las reglas de mercado europeas y, en general, una fiscalidad atentatoria contra figuras patrimoniales como las Sicavs o las Socimi, pero también desfavorable para el estímulo de vehículos de inversión como los ETF's, restan atractivo inversor a España. Al igual que un doble déficit, de tamaño y de competitividad en las emisiones de deuda privada (renta fija), que ha ocasionado fugas hacia otros mercados de capitales. Ante esta encrucijada, BME reclama medidas para atraer empresas al parqué, canalizar capitales y ahorro en circulación y configurar ecosistemas de financiación.

TEXTO emisores

El operador de los mercados de valores y sistemas financieros españoles (Bolsas y Mercados Españoles, BME Exchange) alerta de que el mercado nacional no opera bajo un marco competitivo adecuado para las inversiones bursátiles. Así lo refleja el *Libro Blanco sobre impulso de la competitividad de los mercados de capitales españoles* que editó a comienzos de 2024 y cuyo diagnóstico coincide con otro informe, presentado en octubre, y elaborado por la firma de servicios profesionales EY en colaboración con el Real Instituto Elcano y la CEOE en el que se reclaman menos restricciones legales y mayor agilidad en la adopción de regulaciones europeas. Ambos estudios se confabulan para abordar un mismo desafío: proyectar más productividad y, por ende, una mayor competitividad a los mercados europeo y español, si no se desea perder protagonismo en el orden económico mundial, tal y como reivindican los ex primeros ministros italianos Mario Draghi y Enrico Letta para estimular la prosperidad europea.

El Libro Blanco es categórico a la hora de desplegar su hipótesis de trabajo: el mercado de capital español, en un análisis retrospectivo de los últimos diez años, podría haber superado el billón de euros de capitalización conjunta de sus empresas cotizadas en caso de que hubiera alineado sus reglas a las de Europa. En cambio, al cierre de octubre de 2023, su valor ascendía a 630.000 millones de euros, lo que representa un aumento de tan solo un 9,6% respecto a diciembre de 2013. Y elige varios botones de muestra. Unas normas “más atentas a conservar y expandir figuras como las Sicavs”, hubieran impedido que sus más de 3.000 fórmulas patrimoniales (en concreto, 3.036) y sus 28.000 millones de euros de valor bursátil se hayan reducido a apenas medio millar y con la mitad de capitalización. Pese a su reconversión en otros instrumentos de Inversión Colectiva. Porque una parte substancial de su capital se ha trasladado a mercados como Luxemburgo, con legislaciones más benévolas.

No son los únicos instrumentos de inversión perjudicados por el clima regulatorio. También las Socimi han presenciado un decaimiento de sus valores tras alcanzar las 80 firmas en 2020. O las ETF –fondos cotizados–, con cerca de 80 referencias en 2015 en activos bajo gestión de 45.000 millones de euros. El duro tratamiento fiscal las ha reducido a 5 (y a 500 millones) y las ha alejado de la tendencia alcista europea.

Sin olvidar que las emisiones de deuda privada han preferido otros mercados y han propiciado la pérdida de tamaño y competitividad de la bolsa española. “Entre 2017 y 2022, si la mitad de las operaciones de deuda en renta fija que el sector privado sacó al exterior se hubiesen ejecutado en España, el importe anotado en este capítulo se habría incrementado en 220.000 millones de euros”, hasta los 780.000 millones.

“Hay, pues, un notable déficit de tamaño en nuestros mercados de capitales” que contagia del mismo síndrome a las compañías hispanas frente a sus rivales de los países de nuestro entorno, retarda la convergencia del tejido empresarial con la dimensión promedio del sector privado de la UE y, por tanto, resta 3,3 puntos al PIB, según un estudio de 2017 del Ministerio de Economía.

“En esa estructura, el tamaño es fundamental para captar más empresas, más inversores y más capital en los mercados de valores” y el factor que más rápido acelera las transformaciones de las cadenas productivas “de forma individual y agregada”.

El Libro Blanco de BME expone 60 medidas para mejorar la productividad y la competitividad y, por ende, para estimular la capitalización de la bolsa española y deja un aviso a navegantes –a legisladores, reguladores y agentes económicos– porque –admite– en los últimos años la CNMV ha acelerado las acciones para elevar el censo de partícipes en los mercados de valores, “pero han sido insuficientes”.

**Unas normas “más propensas a conservar y expandir figuras como las Sicavs” hubieran impedido su drástica reducción en número y capitalización, porque una parte substancial de su capital se ha trasladado a mercados como Luxemburgo, con legislaciones más benévolas**

## EL LIBRO BLANCO PROPONE CUATRO GRANDES CAMBIOS ESTRUCTURALES:

### 1. Para la incorporación de empresas a los mercados de valores españoles.

Entre otras, la simplificación del proceso de admisión a cotización (*listing*) y una rebaja de las exigencias que deben reunir los folletos, los plazos y los requisitos documentales; agilizar el acceso a la cotización en el mercado principal (regulado) desde otros segmentos del mercado (SMN) por decisión voluntaria de las empresas; incentivos fiscales a las startups cuando empiecen a negociar en SMN o en BME Growth y campañas de capacitación para compañías, inversores y directivos sobre las posibilidades que ofrecen los mercados.

En este capítulo, BME también reclama suprimir la obligación de pasar por el SMN para llegar al mercado principal si alcanzan un cierto umbral de capitalización; la publicación y cálculo de KPI's específicos que refleje la evolución y plazos de los procesos de emisión de valores; desarrollar nuevos mercados y segmentos más flexibles y menores requisitos para valores de pymes y Socimis, o maximizar las autorizaciones de productos derivados o su exclusión de las restricciones vigentes sobre marketing, distribución, negociación y comercialización.

### 2. Para potenciar la canalización de la inversión a las empresas.

Enfocadas a incentivar la participación de minoristas y a crear vehículos de capital en pymes. Como desarrollar fórmulas del marco de la Capital Markets Union (CMU) y fomentar el conocimiento de los mercados de valores españoles para captar emisores y la cobertura de valores cotizados por los analistas. Y, desde el punto de vista fiscal y regulatorio, la prestación de servicios de *sponsored research*, que “se han incrementado significativamente en otros mercados de nuestro entorno o la no sujeción a IVA del servicio auxiliar de informes de inversión o análisis financieros o flexibilizar la capitalización de pymes cotizadas con vehículos de inversión colectiva.

En este apartado se insta a modificar el régimen de comercialización de las Instituciones de Inversión Colectiva de Inversión Libre para impulsar su uso como fórmula alternativa al ahorro privado, en línea con la nueva regulación de los Fondos de Inversión a Largo Plazo Europeos, conoci-

dos como FILPE 2.0. Así como establecer un régimen fiscal favorable a la inversión directa a través de vehículos colectivos, cotizados o no, destinados a pymes de la bolsa española; dotar a los fondos de inversión de una fiscalidad competitiva; ampliar la exención de tributación a no residentes por rentas derivadas de las transmisiones de valores; incentivar la salida a bolsa como vía de desinversión o modificar la regulación de las entidades de capital riesgo-pyme (ECR-pyme) para que puedan invertir en firmas cotizadas dentro del Sistema Multilateral de Negociación.

### 3. Para atraer la circulación de ahorro e inversión en mercados nacionales y evitar su deslocalización.

Dirigidas a promover la inversión doméstica y fortalecer la economía y la industria financiera locales. Como la eliminación del Impuesto a las Transacciones Financieras (ITF), en vigor de manera unilateral en España, para evitar la discriminación de las acciones de las cotizadas frente a activos de jurisdicciones comunitarias donde no se aplica este tipo de impuesto; una estrategia conjunta del regulador y los agentes del mercado para conseguir un aumento de los volúmenes de emisión de renta fija por parte de las grandes empresas españolas o una regulación, que data de 2007, de la operativa de préstamos de valores para las Instituciones de Inversión Colectiva. Además de la reducción de la capacidad de veto y límites regulatorios a inversores foráneos en ciertas empresas.

En paralelo, BME pide la supresión de la retención a cuenta en activos cotizados en los siguientes supuestos: exonerar la retención a cuenta en el IRPF de los Exchange Traded Products (ETP), productos de reciente implantación, para atraer su cotización en España y de los Certificados de Inversión cotizados en mercados oficiales, de gran presencia en mercados como el alemán, el francés o el italiano y de gran aceptación entre minoristas, pero que son casi inexistentes en el español; extender a los mercados alternativos de renta fija como el MARF la excepción por retención del IRPF a rentas derivadas de la transmisión, amortización, canje y conversión de activos cuando los valores se negocien en estos Sistemas Multilaterales de Negociación (SMN); es decir, bonos y obligaciones. Así como la no obligación de retener ren-

dimientos por transmisión o reembolso de activos para casos de negociación en un mercado regulado español o un SMN como el MARF cuando los valores se negocien en ellos, ni para residentes por pagos de cupón.

Pero, quizás, las peticiones de mayor enjundia son las que se encaminan a la revisión y armonización del régimen fiscal de las Instituciones de Inversión Colectiva (IICs) y que se sintetizan en varios puntos:

- Extender el régimen de traspasos exentos en los Fondos de Inversión a sujetos pasivos del Impuesto de Sociedades (IS).
- Aplicar el régimen de diferimiento fiscal o traspasos exentos a los ETFs, tanto para personas físicas sujetas pasivos del IRPF, como para pasivos del IS.
- Reformar el Impuesto sobre la Renta de No Residentes (IRNR) para eliminar la retención a cuenta de las rentas derivadas de la transmisión y reembolso de IICs cotizadas en Sistemas Multilaterales de Negociación.
- Rectificar el régimen regulatorio y fiscal de las Sicav y las Socimi. En el primer caso, respecto al número de inversores, que incentiva la deslocalización de grandes patrimonios hacia otras jurisdicciones utilizando vehículos similares y, en el segundo, sobre el tipo impositivo aplicado sobre los dividendos no distribuidos, porque resta competitividad frente a otras plazas europeas.
- Reducir al 0% la tributación de los Fondos de Inversión y otras IICs españolas en el IS que actualmente se grava al 1%.

#### 4. Para favorecer el desarrollo efectivo de nuevos ecosistemas regulados de inversión y financiación.

Destinadas a la innovación en el sector financiero. Esencialmente, crear estructuras para aprovechar el régimen simplificado del Reglamento MiCA (Market In Crypto Assets) de la UE para desarrollar un procedimiento de prestación de los servicios sobre criptoactivos previstos; establecer medidas tributarias incentivadoras para activos digitales; agilizar los mecanismos de colaboración entre operadores y autoridades para promover iniciativas innovadoras y fijar ventajas fiscales sobre traspasos. O la conversión de ahorro en bienes reales (especialmente inmuebles) en ahorro financiero o el traspaso de funciones y conocimientos de criptoactivos del Banco de España a CNMV

## Contar con unos mercados de capitales fuertes y atractivos ha demostrado ser un factor clave para acelerar el progreso de las potencias avanzadas y en España, en los últimos años, se están debilitando, advierte el Libro Blanco

en una especie de ley-ascensor que permita trasvasar información a la CNMV como entidad encargada de la concesión de licencias bajo la regulación MiCA o al Banco de España por su experiencia en tramitación de expedientes y por sus conocimientos en criptoactivos.

Junto a estas recomendaciones, BME Exchange aconseja el diseño de un Plan Nacional de Educación Financiera orientado a mejorar la diversificación de la estructura de ahorro e inversión de las familias españolas; adaptar la regulación y fiscalidad para la creación de un producto de inversión individual en cuentas de inversión o fondos paraguas que permitan traspasos entre activos elegibles; desarrollar servicios de análisis y rating de sostenibilidad (Research ESG) para cotizadas de pequeña y mediana capitalización y crear una mesa nacional de seguimiento y mejora continua de la competitividad de los mercados de capitales españoles.

Los mercados de capitales se han desarrollado extraordinariamente en España desde la primera Ley del Mercado de Valores en 1988 y han sido esenciales en la internacionalización de negocios y la competitividad exterior. Esencialmente, por haber proporcionado notables cantidades de financiación diversificada para todo tipo de empresas. “Contar con unos mercados de capitales fuertes y atractivos ha demostrado ser un factor clave para acelerar el progreso de las potencias avanzadas”, dice el Libro Blanco que, sin embargo, alerta que, en España, en los últimos años, se están debilitando. En parte por “las numerosas trabas o fiscales y regulatorios” que discriminan a los activos y, en gran medida, por la desventaja competitiva de no armonizar leyes europeas que favorecen “arbitrajes normativos y tributarios” y contribuyen a la armonización del mercado interior. Ambos diagnósticos tienen como origen una insuficiente importancia sobre el rol de los mercados de capitales para “crecer y hacerlo más rápido”.

Las bolsas –resalta el análisis– no solo son “las estructuras de financiación empresarial de un país”, sino un elemento de diversificación de liquidez. Entre 2013 y 2022, la capitalización de sus empresas cotizadas ha perdido relevancia al pasar del 1,4% al 0,6% del PIB global. También en Europa, donde ha retrocedido 2 décimas, hasta el 3,1% del PIB comunitario. Pese a que los grandes mercados de la eurozona han ganado peso.

En cambio, la proporción de las cotizadas españolas en el índice de referencia europeo EURO STOXX 50 se ha reducido casi hasta la mitad desde 2013, pasando del 12,3% al 6,5% y su presencia española en el ranking Top 100 Global se perdió en 2018. Además, España ha sido la economía que más peso ha perdido en el índice MSCI Blue Book Developed Markets en la última década. En un momento en el que se intensifican las acciones para unificar los mercados bursátiles (CMU) europeos, el capital captado en salidas a Bolsa (OPV/IPO) en España entre 2020 y 2022 cayó a una quinta parte del registrado entre 2014 y 2016, principalmente por la escasez de empresas de tamaño medio y alto.

Por todo ello, el llamamiento de BME a las autoridades nacionales –y europeas– es que contribuyan con sus iniciativas legislativas y cambios estructurales a la “reducción de sus brechas” competitivas también en los mercados de capitales. ○



### DOMINGO GARCÍA COTO

DIRECTOR DEL SERVICIO DE ESTUDIOS DE BME EXCHANGE

El director del Servicio de Estudios de BME Exchange (Bolsas y Mercados Españoles), Domingo García Coto (Santiago de Compostela, 1961) es uno de los autores intelectuales del Libro Blanco sobre *el Impulso de la Competitividad de los mercados de capitales española* que ha editado BME Exchange y que incide, entre una multiplicidad de recomendaciones, en dos ideas motrices. Por un lado, en la necesidad de que la bolsa española se sacuda su déficit competitivo y, por otro, en que aborde el desafío inapelable de rebajar los excesos regulatorios y las desventajas fiscales que, a su juicio, impiden al mercado de capitales español tomar más vuelo inversor.

En su explicación, García-Coto parece recordar el mensaje de otro economista jefe, en este caso del FMI, que apeló a la urgente intervención de los bancos centrales para frenar la caída libre del euro en los mercados cambiarios meses antes de su puesta en circulación. Entonces, Michael

TEXTO emisores FOTOS BME Exchange

Musa se preguntó: “Si no es ahora, cuándo”, durante la reunión extraordinaria de otoño del Fondo Monetario Internacional de 2000, en Praga. Horas después, se produjo una histórica acción concertada de las autoridades monetarias que salvó, por primera vez, a la divisa europea en el concierto mundial. Ahora, su homólogo en BME considera que “es el momento de relajar los requerimientos normativos y fiscales” para impulsar los mercados de capitales españoles.

**El Libro Blanco de BME Exchange comparte el diagnóstico de los informes de los ex primeros ministros italianos Mario Draghi (Competitividad) y Enrico Letta (sobre Mercado Interior), ¿han sido unos adelantados a los tiempos?, ¿cómo sintetizaría la batería de medidas que el parqué bursátil español necesita para ganar atractivo inversor?**

El Libro Blanco que lanzamos en enero fue, en efecto, uno de los primeros de un gran número de diagnósticos con conclusiones similares. Todos estos informes parten de la idea de que, en un mundo de creciente competencia internacional, Europa y, dentro de ella, España, deben hacer todo lo posible para poder tratar de tú a tú a las grandes potencias mundiales.

Nuestro trabajo expresa además el sentir del conjunto del sector. Es un estudio que elaboramos en BME junto con Deloitte, pero que cuenta con las aportaciones de una treintena de entidades.

Parte de la convicción de que los mercados financieros y, en particular, los de capitales públicos contribuyen de forma significativa a la financiación y la solidez del tejido empresarial. Buscamos, sobre todo, hacer un análisis comparado entre España y los principales países de su entorno y, en base a él, proponemos hasta 56 medidas para impulsar la competitividad de la Bolsa y del resto de mercados de capitales en nuestro país.

**El diagnóstico desvela perjuicios regulatorios y fiscales en instrumentos como las Sicavs o las Socimi, pero también sobre los fondos cotizados ETF que han recibido ventajas legislativas en EEUU. ¿Cómo debería enfocarse la agenda reformista que propone el Libro Blanco?**

Es el momento adecuado. Precisamente por el contexto en el que nos encontramos impera en el sector la idea de que es ahora

o nunca. En el terreno de la fiscalidad y de la regulación hay obstáculos a la competitividad. Los mercados españoles no operan en igualdad de condiciones. Por eso pedimos la eliminación del Impuesto sobre las Transacciones Financieras, que se aplica en España de forma unilateral; modificar la fiscalidad de los ETF, porque pese a ser fondos de inversión, no gozan del tratamiento fiscal incentivador que existe para personas físicas que invierten en fondos tradicionales (no cotizados) y corregir la tributación de productos como los ETPs o los Certificados de Inversión eliminando las retenciones a cuenta.

O la puesta en marcha de una imposición específica para los activos digitales, ya que la falta de una regulación fiscal expresamente adaptada en España puede estar incentivando a emisores y proveedores de servicios vinculados a *criptoactivos* a buscar jurisdicciones con una regulación y un régimen fiscal construido a la medida de esta nueva tipología de productos. n

**¿Cómo sintetizaría, por orden de prioridades, estas recomendaciones reformistas?**

La filosofía del Libro Blanco es nítida: se deben eliminar las desventajas competitivas de España para que los mercados públicos de capitales como la Bolsa o los de Renta Fija puedan desarrollar todo su potencial en favor del tejido empresarial y competir en igualdad de condiciones.

Es mucho lo que han aportado a la economía española en los últimos 30 años, empezando por la internacionalización de sus empresas y la atracción de fuertes sumas de capital extranjero que ha ayudado a España a crecer de manera sostenida. Incluso en la última década, con mercados de capitales debilitados por falta de apoyo regulatorio y fiscal, han sido capaces de canalizar financiación al sector privado, en forma de capital, por valor de 217.000 millones de euros. Y, si sumamos la contribución de la renta fija, en la que se incluye la Deuda Pública, la cifra asciende a 1,5 billones de euros a través de los mercados que gestiona BME, el tamaño del PIB español.

Por eso es esencial entender que impulsar la Bolsa debe ser una cuestión de Estado.

Lo positivo del Libro Blanco es que se trata de un documento vivo que propone un seguimiento continuo y que ha sido muy bien recibido por el sector. Tras su publicación, hemos puesto en marcha mesas

“

**“Pedimos suprimir el unilateral Impuesto sobre las Transacciones Financieras, modificar la nada incentivadora fiscalidad de los fondos de inversión y corregir la tributación de productos como los ETPs o los Certificados de Inversión, eliminando las retenciones a cuenta”**

de trabajo sobre distintos campos. No nos conformamos con retratar la situación, queremos ser una parte activa en la toma de decisiones para eliminar las desventajas competitivas.

**¿Qué cambios sustanciales deberían acometerse para fomentar la incorporación de empresas a los mercados de valores españoles?**

En este campo proponemos simplificar, agilizar y reducir el coste para las empresas del proceso de admisión a cotización, mantener el incentivo fiscal de la ley de startups cuando las empresas empiecen a negociar en sistemas multilaterales como el BME Growth y suprimir la obligación de pasar de este modelo al mercado principal al alcanzar cierto umbral de capitalización.

Además de agilizar los procesos de autorización de productos en los mercados y las cámaras de compensación de derivados o incorporar al Impuesto sobre Sociedades, medidas que recoge la propuesta de Directiva europea DEBRA, con objeto de corregir el sesgo de la financiación en forma de deuda.

**¿Y para la canalización de la inversión a las empresas?**

Desarrollar fórmulas que incentiven la participación de inversores minoristas, flexibilizar y fomentar la inversión en pymes españolas cotizadas a través de vehículos de inversión colectiva, modificar el régimen de comercialización de las instituciones de inversión colectiva de inversión libre para fomentar su uso como producto de in-

versión alternativa para el ahorro privado y estimular la salida a Bolsa como vía de desinversión para las participadas de entidades de capital riesgo y venture capital.

**¿Cuál es la valoración sobre los mecanismos para atraer ahorro e inversión y evitar deslocalizaciones?**

Es un factor clave y uno de los puntos centrales del informe Letta: que el ahorro y la inversión europea, que es muy elevado, se canalice también en los mercados financieros europeos, para financiar proyectos empresariales europeos. De ahí que propongamos eliminar el Impuesto a las Transacciones Financieras, desarrollar una estrategia de comunicación que logre un aumento real en los volúmenes de emisión de renta fija de las grandes empresas españolas, ampliar la exención de tributación en el Impuesto sobre la Renta de No Residentes a ganancias de capital obtenidas en valores cotizados en mercados para pymes en crecimiento (BME Growth), mejorar el acceso de los minoristas al mercado primario (de emisión) y secundario (de negociación) de Deuda Pública y modificar la regulación relativa a los ETF.

**Finalmente, ¿qué propuestas incluye para los sistemas regulados de inversión y financiación?**

En este punto incluimos medidas que agilicen la creación de estructuras destinadas a aprovechar el régimen simplificado de MiCA, establecer un régimen fiscal incentivador para actividades de activos digitales o diseñar un Plan nacional de Educación Financiera orientado a mejorar la diversificación de la estructura de ahorro e inversión de las familias españolas. Así como converger con Europa y promover la creación de una Mesa nacional de seguimiento y mejora continua de la competitividad de los mercados de capitales españoles.

Pero quisiera hacer una mención especial a la oportunidad de impulsar una cuenta personal de ahorro inspirada en el modelo sueco, que permita invertir y desinvertir dentro de ella entre distintos activos elegibles. Se podría diferir la plusvalía al momento que se retire dinero de la cuenta o, como se hace ahora mismo en Suecia con gran éxito, aplicar todos los años un impuesto reducido sobre el valor total de los activos de la cuenta de ahorro.

**¿Por qué las empresas españolas están menos representadas en Bolsa en relación a su PIB (un 51%)? ¿debería**

**crear mercados tecnológicos que capten startups y pymes con potencial para convertirse en unicornios?**

No es una pregunta fácil de responder. Pero parece claro que las desventajas competitivas no ayudan. Desde BME hacemos todo lo que está en nuestra mano para impulsar el acceso de todo tipo de compañías a los mercados financieros, independientemente de su tamaño y su área de actividad y del momento de su ciclo de vida en el que se encuentren. Por eso contamos con iniciativas para distintos momentos y necesidades de las empresas: el Entorno Pre Mercado, un programa formativo y de networking para firmas que piensan abordar mercados financieros; el BME Scaleup, dirigido a este tipo de sociedades o a empresas familiares que buscan su primera experiencia en los mercados. Además de BME Growth, que no ha parado de crecer estos años y que ha sido la puerta de en-

trada a los mercados públicos de acciones para pequeñas y medianas compañías, y, por supuesto, el mercado principal de la Bolsa.

En BME Growth el peso de las firmas digitales y verdes es muy significativo. Porque, efectivamente, para estas empresas el recurso bursátil es un enorme catalizador al permitirles acceder a financiación recurrente y aportarles reputación y visibilidad.

Además, recientemente hemos anunciado que BME se ha unido a una asociación como EsTech como colaborador estratégico, un paso con el que buscamos impulsar el acceso a los mercados de tecnológicas de alto crecimiento. Estamos convencidos de que España lo tiene todo para convertirse en un gran *hub* tecnológico líder en Europa y para esa ambiciosa meta el papel de la financiación vía mercados será decisivo.

Sin duda, ser una cotizada ha sido un factor decisivo para impulsar el estatus de

multinacional de varias firmas españolas a lo largo de las últimas décadas. Otro motivo más para catapultar la competitividad de los mercados financieros. Los gigantes nacionales y europeos necesitan a las bolsas para alcanzar músculo internacional.

**¿Qué enfoques de los informes Draghi y Letta considera que se deben adoptar con urgencia al ordenamiento jurídico español esta legislatura?**

Desde luego, la competencia global con otras grandes potencias, la necesidad de promover grandes empresas europeas, en particular tecnológicas, y la adecuada canalización del ahorro y la inversión de los minoristas, pero también la transición hacia una economía digital y verde, tendrán que ser potenciadas y financiadas en gran medida a través de los mercados financieros y, en particular, de capitales, más focalizados en actividades y firmas con capacidad innovadora y potencial de crecimiento. ○

**Energía confiable  
para un futuro descarbonizado**





Los galardonados con los Iberian Equity Awards, en sus seis categorías, tres tipologías de empresas por volumen de capitalización, tanto de España como de Portugal, posan en la foto de familia conmemorativa de entrega de la Tercera Edición de los Premios AERI 2024.

## CaixaBank, Banco Sabadell y eDreams ODIGEO, las empresas españolas más valoradas en relaciones con inversores

AERI, la Asociación Española para las Relaciones con Inversores, celebró en diciembre la Tercera Edición de los Premios Iberian Equity Awards, que reconocen las mejores prácticas en este ámbito en España y Portugal a través de la valoración de más de 1.800 analistas e inversores de todo el mundo. Los galardones 2024 condecoraron a 16 compañías en seis categorías de varios segmentos productivos, según su capitalización -grande, media y pequeña- y sirvieron para consagrarse como referencia para la profesión en Europa.

La Tercera Edición de los Premios *Iberian Equity Awards* de AERI, reunió en el Hotel Four Seasons de Madrid a más de 130 asistentes de cerca de 70 firmas, entre cotizadas y otras compañías y profesionales del mundo inversor, aglutinó un total de 104 nominaciones e hizo entrega de 34 premios a lo largo de las seis categorías en las que se estructuran los premios, que diferencian entre los segmentos de gran, mediana y pequeña capitalización bursátil: large, mid o small caps. Los ganadores de la categoría más relevante, **Best Overall Corporate Winner**, fueron, entre las empresas españolas, CaixaBank (large cap), Banco Sabadell (mid cap) y eDreams ODIGEO (small cap). Por su parte, en el mercado portugués los vencedores de este galardón fueron EDP (large cap), Millennium BCP (mid cap) y Corticeira Amorim (small cap). Los galardonados destacaron la importancia de esta cita anual como reflejo de su compromiso con la transparencia y la mejora

continua en sus programas de relaciones con inversores. Manuel Enrich, presidente de AERI, destacó el "reconocimiento" de unos premios que "se están consolidando como referencia indiscutible en Europa y que sitúa las relaciones con inversores en España y Portugal al mismo nivel que las comunidades financieras más sofisticadas". Más aún -dijo- "subrayan la

Las relaciones con inversores han transformado a sus profesionales: de ser transmisores de información a gestores estratégicos de la percepción y confianza en un mundo cada vez más exigente

trascendencia de las relaciones con inversores", un rol que ha pasado de ser "un transmisor de información a un gestor estratégico de la percepción y confianza del inversor en un entorno digitalizado y exigente". Enrich felicitó a los nominados y galardonados por "su buen trabajo, su capacidad de innovación y de adaptación a los cambios, y por establecer unos estándares a los que todos aspiramos".

### Resultado de la valoración de 1.800 profesionales de la inversión

Para la asignación de los premios, AERI colabora estrechamente con Extel (antes Institutional Investor Research), firma especializada en inteligencia del ecosistema financiero y evaluación de equipos de relaciones con inversores. En esta tercera edición fueron premiadas 10 compañías españolas -además de CaixaBank, Banco Sabadell y eDreams ODIGEO, obtuvieron galardones Aena, BBVA, Cellnex, berdrola, Inmobiliaria Colonial, Laboratorios Farmacéuticos Rovi y Sacyr- y 6 portuguesas. CTT-Corrios, Jerónimo Martins

y Sonae se unieron al tridente EDP-Millennium BCP-Corticeira Amorim. La lista completa de compañías, equipos y profesionales distinguidos se puede comprobar en el cuadro adjunto a esta información. La Tercera Edición de los *Iberian Equity Awards* contó con la colaboración de Georganon Computershare, Grupo Albió, Sodali & Co y WTV y con el respaldo complementario de Citi, CMi2i, Edmond de Rothschild, Euronext, Header y Nasdaq. En sus escasos tres años, los Premios AERI han logrado destacar el papel crucial que desempeñan los departamentos de relaciones con inversores en la construcción de confianza, transparencia y valor en el entorno



### Los premiados en 2024 por la Asociación Española de Relaciones con Inversores (AERI)

CATEGORY	Nominees & Winners					
	PORTUGAL			SPAIN		
	LARGE	MID	SMALL	LARGE	MID	SMALL
Overall Corporate Winner	EDP	Millennium BCP	Altri	BBVA	Banco Sabadell	eDreams Odigeo
	Galp Energia	Navigator Co.	CTT - Correios de Portugal	CaixaBank	Laboratorios Farmacéuticos Rovi	Grenergy
	Jerónimo Martins	Sonae	Corticeira Amorim	Santander	Sacyr	Tubacex
Best IR Team	EDP	Altri		BBVA	Banco Sabadell	eDreams Odigeo
	Galp Energia	Corticeira Amorim		CaixaBank	Enagas	Grenergy
	Jerónimo Martins	Millennium BCP		Santander	Sacyr	Meliá Hotels International
Best IR Professional	Miguel Viana EDP	Rui Cesario Pereira ALTRI		Cristina Matres BBVA	Lluc Sas BANCO SABADELL	David de la Roz eDREAMS ODIGEO
	Joao Pereira GALP ENERGIA	Ana Matos CORTICEIRA AMORIM		Juan José Gaitán CELLNEX	César García del Río ENAGAS	Stephane Baos MELIÁ HOTELS INT.
	Claudia Falcao JERÓNIMO MARTINS	Bernardo Collaço MILLENNIUM BCP		Carlos Berastain SANTANDER	Alberto Gárgoles SACYR	Raquel Ruiz Conde TUBACEX
Best IR Program [Sector]	IBERIA			IBERIA		
	Basic Materials		Consumer		Energy	
	Altri		eDreams Odigeo		EDP	
	Corticeira Amorim		Jerónimo Martins		Iberdrola	
	Tubacex		Sacyr		Repsol	
	Financial Institutions		Industrials		Pharma & Healthcare	
BBVA		Aena		Grifols		Amadeus IT Group
CaixaBank		CTT - Correios de Portugal		Laboratorios Farmacéuticos Rovi		Cellnex
Santander		Logista		Pharma Mar		Telefónica
Most Improved IR Program	PORTUGAL			SPAIN		
	LARGE	MID	SMALL	LARGE	MID	SMALL
	EDP	Millennium BCP	CTT - Correios de Portugal	Aena	Fluidra	Aedas Homes
Galp Energia	Navigator	Greenvolt	Ferrovial	Laboratorios Farmacéuticos Rovi	eDreams Odigeo	
Jerónimo Martins	Sonae	REN	Inditex	MAPPFRE	Linea Directa Aseguradora	
Most Improved ESG Program	SMALL & MID			LARGE	MID	SMALL
	Altri			Aena	Inmobiliaria Colonial	eDreams Odigeo
	CTT - Correios de Portugal			Endesa	Redeia	Grenergy
Jerónimo Martins			Sonae	Ferrovial	Sacyr	Tubacex

## METODOLOGÍA Y PERFILES DE LOS PREMIOS

La Asociación Española de Relaciones con Inversores (AERI) es la entidad gestora de los premios Iberian Equity Awards, que reconocen la excelencia y el compromiso en estas prácticas en España y Portugal.

- Madrid acogió el 3 de diciembre la Tercera Edición de los Iberian Equity Awards 2024.
- Los galardones se estructuran en seis categorías, tres segmentos de empresas clasificadas por su capitalización y dos mercados.
  - Categorías:** Mejor Corporate (categoría general); Mejor Equipo de Relación con Inversores; Mejor Profesional de Relaciones con Inversores; Mayor mejora en el Programa de Relaciones con Inversores; Mayor Mejora en el Programa ESG y Mejor Programa de Relación con Inversores por sectores.
  - Segmentos empresariales:** grande (más de 10.000 millones de dólares de capitalización bursátil), mediana (entre 2.000 y 10.000 millones) y pequeña (menos de 2.000 millones).
  - Mercados:** España y Portugal.
- La categoría Mejor Programa de Relación con Inversores por sectores tiene un único galardón, de dimensión ibérica, y abarca siete segmentos de actividad: energía, materiales básicos, bienes de consumo, industria, Tecnología Medios y Telecomunicaciones (TMT), financiero y farmacia y salud.
- En la designación de los premios, AERI colabora con Extel (antes, Institutional Investor Research), entidad especializada en inteligencia del ecosistema financiero con más de 50 años de trayectoria y de amplio reconocimiento internacional. Sus expertos recopilan, mediante encuestas y otras herramientas de análisis, las opiniones directas de una amplia base de analistas e inversores institucionales.
- En la edición 2024 para Europa, participaron en los sondeos de opinión cerca de 1.800 analistas sell-side e inversores institucionales que evaluaron el trabajo de los equipos de relación con inversores y gestores de miles de compañías europeas. O

financiero actual, tanto para compañías cotizadas como en los mercados privados. En un momento en el que el rigor informativo y la gestión efectiva de las expectativas de accionistas e inversores son más críticas que nunca y destacan las iniciativas que marcan la diferencia. El aspecto principal que avala la relevancia de estos galardones es que las empresas premiadas lo son por las valoraciones directas de analistas e inversores institucionales globales. A través de un proceso exhaustivo y transparente que garantiza que los premios reflejen una apreciación auténtica y objetiva.

Además, al considerar asuntos como la calidad de la información, la transparencia y la capacidad de respuesta, establecen sellos de excelencia profesional. La amplitud de temas que se analizan subraya la importancia de esta disciplina como elemento transversal dentro de las compañías capaz de impactar tanto en la percepción del mercado como en la sostenibilidad a largo plazo.

## El principal aspecto que avala la relevancia de estos galardones es que las empresas premiadas lo son por las valoraciones directas de analistas e inversores institucionales globales

Por otro lado, la ceremonia no solo es una oportunidad para celebrar los logros individuales y corporativos, sino también para destacar las tendencias emergentes y los desafíos futuros de la profesión. En un contexto económico global dominado por la incertidumbre, los Premios AERI ensalzan el protagonismo de esos profesionales en el progreso de las firmas.

Manuel Enrich, presidente de AERI, en declaraciones a Emisores, señaló que “en un clima donde las decisiones financieras y estratégicas deben tomarse con más rapidez y precisión que nunca, el papel de los responsables de relaciones con inversores es más crítico y estratégico de lo que ha sido jamás”. Son ellos –explica– quienes conectan la narrativa corporativa con las expectativas del mercado, “generando confianza y gestionando la percepción de valor entre los accionistas”. ○



## “El reto de las Relaciones con Inversores es integrar la información corporativa con una visión estratégica”

Manuel Enrich, presidente de AERI

### ¿Cómo valora esta tercera edición de los premios de AERI?

Existen pocos reconocimientos al rol de las Relaciones con Inversores (RI), siendo un área estratégica de muchas compañías y no sólo de cotizadas. Entregar por tercera vez estos premios es un orgullo para AERI y avala nuestra vocación de fomentar el conocimiento y las mejores prácticas. La acogida entre premiados, nominados y asistentes ha vuelto a ser magnífica y anima a las empresas a seguir trabajando para mejorar sus relaciones con los inversores.

### ¿Cuál es el estado de las RI en España?

Altamente satisfactorio. Prueba de ello es que cuando se entregan los premios europeos buena parte de los reconocimientos (nominaciones y premios) recaen en nuestras empresas asociadas. Sin duda, las relaciones con inversores en España tienen un alto nivel de madurez, demostrando grandes competencias en la respuesta a las exigencias emergentes del mercado.

### ¿Qué tendencias van a marcar la evolución de esta disciplina?

Las crecientes exigencias de transparencia, las nuevas regulaciones y el enfoque de los inversores en criterios ESG van a seguir marcando un cambio fundamental en las relaciones con inversores, donde el gran reto reside en integrar la información no financiera de manera estratégica, vinculándola con el desempeño financiero y el futuro de la empresa. La digitalización y la adopción de tecnologías impulsadas por IA también van a facilitar una mayor eficiencia

en los departamentos y más capacidades para gestionar un *engagement* que es cada vez más intenso y diverso, y que debe guardar la consistencia en los mensajes. Con todo, la figura de IR irá incrementado su rol estratégico y su nivel de participación en el Comité de Dirección y en el Consejo de Administración. Su acceso a la información dentro y fuera de la compañía le coloca en una posición privilegiada para ser parte de la estrategia empresarial, en un amplio sentido.

### ¿Queda algo de aquellas RI que empezaron a asentarse en los años noventa?

La esencia es la misma: diálogo abierto con los inversores, actuales y potenciales, sobre la base de la transparencia y la honestidad. En un contexto de tanta competencia por el capital, la transparencia es clave para ser elegible.

### ¿Cuáles serán las principales líneas de trabajo de AERI para 2025?

El principal objetivo será completar la integración de compañías españolas y portuguesas bajo un mismo paraguas, para convertir AERI en una asociación ibérica y, por lo tanto, en un ecosistema de experiencias y conocimiento aún más amplio. En paralelo, seguiremos profundizando en las materias de relevancia para los profesionales de relación con inversores, como la aplicación de la IA, los ESG ratings o la creciente regulación. También trabajaremos en acercar AERI a más perfiles de compañías, como emisores de deuda o de los mercados privados. Y siempre fomentando la colaboración entre asociados y con otros *stakeholders*. ○

### ¿Por qué lanzar hoy un nuevo fondo a vencimiento? ¿cómo es el entorno en el que nos encontramos actualmente?

En nuestra opinión, el entorno actual es muy adecuado para el lanzamiento de un nuevo fondo a vencimiento por dos razones principales: En primer lugar, estas estrategias responden a una necesidad específica de los clientes, al ofrecer un objetivo claro de plazo y rentabilidad. La cartera se construye siguiendo unas normas de inversión estrictas. Por ejemplo, solo seleccionamos bonos corporativos con un vencimiento inferior al del fondo. Por último, estos fondos ofrecen una alternativa a los tipos de los depósitos a plazo, que llevan bajando desde el verano. En efecto, en la zona euro, hemos pasado del 4% al 3,25% a finales de octubre, y se espera un 2,5% en el primer trimestre de 2025<sup>1</sup>.

El entorno del mercado también es favorable para este tipo de estrategia. Los bancos centrales, el BCE y la Fed, han iniciado su ciclo de bajada de tipos, ya que la inflación está cayendo y su objetivo de un aterrizaje suave (*soft landing*) de la economía está a punto de alcanzarse. Esto nos permite construir una cartera cuyo objetivo es lograr una rentabilidad neta anualizada superior al 4% (para la acción A-EUR)<sup>2</sup> con un riesgo de crédito subyacente medio de BB, es decir, la mejor calidad crediticia del segmento *high yield*<sup>3</sup>.

### ¿Cómo está posicionado este nuevo Millesima?

El vencimiento de nuestra estrategia es 2030, lo que supone un vencimiento medio de la cartera de cinco años. Esto representa el punto de inflexión en la caída de los tipos y un plazo preferido por las empresas para lanzar nuevas emisiones en el mercado primario. En cuanto a las calificaciones, asistimos actualmente a una ralentización del crecimiento, que los responsables de los bancos centrales buscan para combatir la inflación, y a un coste de la deuda que sigue siendo elevado para las empresas. Por eso preferimos mantenernos en el extremo superior del universo *high yield*<sup>3</sup>, es decir, en una calificación media de BB (calificación de S&P a 14/11/2024). También hay que señalar que, por término medio, las empresas están menos apalancadas que antes, con un apalancamiento medio de casi 3 veces<sup>4</sup>, por lo que son más capaces de soportar condiciones más difíciles. Por último, cabe señalar que los fondos con vencimiento suelen tener una senda de rentabilidad «pronunciada». Nuestra estrategia anterior, EdRS Millesima Select 2028, obtuvo una

#### NOTAS

<sup>1</sup> Fuente, Banco de Francia, octubre de 2024.

<sup>2</sup> Este objetivo se basa en el cumplimiento de las hipótesis de mercado determinadas por la sociedad gestora, para una cartera inicial compuesta en un 80% por valores *high yield* (valores especulativos con una calificación a largo plazo de Standard & Poor's o equivalente inferior a BBB-, o con una calificación interna equivalente de la sociedad gestora) y en un 20% por valores *investment grade* (con una calificación a largo plazo de Standard & Poor's o equivalente superior a BBB-, o con una calificación interna equivalente de la sociedad gestora). En ningún caso constituye una promesa en cuanto al rendimiento del producto. Tiene en cuenta el riesgo estimado de incumplimiento, el coste de la cobertura y los gastos de gestión. La rentabilidad estimada no está garantizada y la rentabilidad final del OICVM puede diferir debido a cambios en los activos mantenidos en cartera o a cambios en el mercado de tipos de interés y de crédito de los emisores.

<sup>3</sup> Los valores *high yield* son valores especulativos cuyo riesgo de incumplimiento del emisor es mayor.

<sup>4</sup> Bloomberg, a fin de octubre de 2024.

**La rentabilidad histórica no constituye una indicación de la rentabilidad futura y no se mantiene constante a lo largo del tiempo.**

<sup>5</sup> Fuente: Edmond de Rothschild Asset Management. Rentabilidad de la participación A-EUR del 29/9/2023 al 30/9/2024: +8,04%. Rentabilidad de la participación A-EUR desde el lanzamiento (18/9/2023) a 8/11/2024: 8,37%.

<sup>6</sup> Datos a 14/11/2024. Calificación de S&P. Es probable que la composición de la cartera varíe con el tiempo.

<sup>7</sup> La información sobre los valores no debe interpretarse como una opinión del Grupo Edmond de Rothschild sobre la previsible evolución de dichos valores y, en su caso, sobre la previsible evolución de los precios de los instrumentos financieros que emiten. Esta información no constituye una recomendación de compra o venta de dichos valores.



EDMOND  
DE ROTHSCHILD

## EdRS MILLESIMA 2030 UN NUEVO FONDO A VENCIMIENTO



Alain Krief,  
Responsable  
de gestión de renta fija,  
Edmond de Rothschild  
Asset Management  
(France)

rentabilidad del 8% en un año para las participaciones A-EUR<sup>5</sup>. De igual modo, para EdRS Millesima 2030, estamos convencidos de que con las rebajas de tipos que vienen y el escenario de aterrizaje suave que prevemos, buena parte de la rentabilidad total debería lograrse durante los 2 o 3 primeros años de la estrategia.

### ¿Cómo está construida la cartera?

La cartera está compuesta en un 80% por deuda corporativa *high yield* (principalmente en el segmento de calificación BB) y en un 20% por deuda de categoría de inversión (*investment grade*)<sup>6</sup>. Hemos construido una cartera muy diversificada con más de cien emisores y nos hemos centrado en sectores defensivos como los de telecomunicaciones, salud e industria. Algunos ejemplos son Iliad, Teledanmark, Teva, Rexel, Saint-Gobain, Air France, Elis, Unibail, Fnac<sup>7</sup>, entre otros. También en este caso, nuestro objetivo es proteger la cartera frente a eventos crediticios importantes. Ninguna posición supera actualmente el 1,5% de la cartera. El riesgo de crédito existe y el objetivo es diversificarlo al máximo. En resu-

men, esta estrategia es una cesta de bonos y se comporta como un solo bono corporativo con vencimiento en 2030, con el objetivo de obtener rentabilidad en los próximos cinco años y un perfil de riesgo no lineal. De hecho, cuanto más tiempo pase, más se acercará al vencimiento final y menor será el riesgo de la cartera y la incertidumbre sobre la rentabilidad final, salvo en caso de incumplimiento.

### ¿Cuáles son los puntos fuertes de Edmond de Rothschild Asset Management para este tipo de productos?

EDRAM es pionera en estas estrategias. Los primeros fondos Millesima se lanzaron a finales de 2008. Edmond de Rothschild SICAV Millesima 2030 es nuestro duodécimo fondo con vencimiento. Desde 2022, hemos captado más de 2.000 millones de euros en activos gestionados de nuestros clientes. Por último, contamos con un equipo formado por nueve expertos en el mercado de renta fija que participan en la gestión del fondo EdRS Millesima 2030.

#### CARACTERÍSTICAS DEL FONDO

Forma jurídica: SICAV de derecho francés.  
Códigos ISIN: Participación A-EUR: FR0014005680 / Participación B-EUR: FR0014005688.  
Fecha de creación: 30/08/2024.  
Asignación del resultado: Participación A: capitalización / Participación B: reparto.  
Comisión máxima de gestión: Participaciones A y B: 1%, impuestos incluidos.  
Gastos de funcionamiento y otros servicios: Participaciones A y B EUR: 0,10%, impuestos incluidos, como máximo.  
Importe mínimo de suscripción inicial: Participaciones A y B: 1 participación.  
Comisión de suscripción no deducible del subfondo: Participaciones A y B: 4% máx.  
Comisión de suscripción deducible del subfondo: no hay.  
Comisión de reembolso: no hay.  
Comisión de rentabilidad superior: no hay.  
Índice de referencia: el IIC no tiene índice de referencia.  
Período de inversión recomendado: hasta el 31/12/2030. El período de comercialización estará abierto durante 12 meses desde de la fecha de lanzamiento del IIC. Sin embargo, el período de comercialización podrá cerrarse anticipadamente si los activos del IIC superan los 150 millones de euros. Al final de este período, el subfondo seguirá abierto a suscripciones.  
[www.edmond-de-rothschild.com](http://www.edmond-de-rothschild.com)

## El capital ESG se enfrenta a un clima geopolítico adverso, pero con un negocio consolidado de 30 billones de dólares

Las tensiones geopolíticas y económicas han estancado en el último bienio (2022-24) las inversiones con sello verde, social y de buen gobierno. El mercado augura a las carteras ESG suficiente músculo para manejar un negocio de 40 billones de dólares en 2030. Pese a la asunción de reglas de juego e informes de auditoría más rigurosos.

TEXTO emisores

Los criterios ESG se aferraron en 2023 a un negocio global de 30 billones de dólares. Unos flujos de capital similares a los de ejercicio precedente que reflejan un paréntesis en el fervor inversor del bienio que inauguró el ciclo de negocios post-Covid y que resulta achacable a las tensiones geopolíticas y a los vaivenes de la economía global. Estos fenómenos estancaron las tendencias de los portafolios hacia estrategias corporativas con sello verde, social y de buen gobierno y han sido los causantes del alejamiento de los pronósticos del mercado previos a la invasión rusa de Ucrania que situaban a las inversiones ESG en torno a los 50 billones de dólares en 2030.

Este frenazo ha situado las últimas predicciones, de Bloomberg Intelligence (BI), en

torno a los 40 billones al finalizar la década actual, bajo unas nuevas reglas de juego y unos informes de auditoría más rigurosos con la fiabilidad de los negocios sostenibles, dirigidos a evitar que surjan episodios de *greenwashing* corporativos.

A falta de conocer los datos de 2024, el informe anual de la gestora de fondos Global Study de Capital Group, recoge varios rasgos y características que han registrado las inversiones ESG.

“La adopción de estas inversiones permanece estable en un mundo volátil” e incluso han crecido por encima en Europa, Oriente Próximo y África frente a otras latitudes, matizan sus expertos al análisis de la unidad de inteligencia de *Bloomberg*. A pesar de que los compromisos ESG se han tenido que adaptar a un endurecimiento en el cum-

plimiento de requerimientos regulatorios que se han implantado para proporcionar a los inversores toda la información financiera y sostenible de los valores que suscitan su interés y que han logrado que “estén menos preocupados por los comportamientos de *greenwashing* que en 2023”.

En segundo término, el estudio resalta “la inclinación inversora por estrategias multitemáticas”. La mitad de los 1.130 inversores que participaron en su sondeo de opinión esperan aumentar sus elecciones multitemáticas ESG en los próximos dos o tres años, comparado con el 42% que se decantan por una exposición de sus valores a estrategias ESG únicas. La diversificación como herramienta para ajustar los potenciales riesgos a cuotas de retorno ajustadas a la coyuntura de los mercados es ampliamente citado como motivo beneficioso de sus carteras multitemáticas.

El tercer punto de comunión es la apuesta inversora por la Inteligencia Artificial (IA) como un instrumento de suma utilidad para analizar la “consistencia y la fiabilidad” de los datos ESG para su posterior adopción en sus carteras de capital. Les resulta esencial para resolver el “puzzle de los criterios ESG”. Aunque solo el 10% de los encuestados admite emplear la IA para ello. Si bien más de la mitad planifica su uso en el futuro.

En cuarto lugar, incide en que la IA traerá nuevos riesgos a las inversiones ESG, propios del uso de algoritmos avanzados, datos que requieren protección y privacidad, alto consumo energético y garantías de derechos laborales.

Finalmente, el voltaje geopolítico y las disrupciones económicas hacen su acto de presencia. En una doble dirección. Porque, por un lado, pueden incentivar el compromiso inversor hacia los principios ESG. O, por otro, mostrar la preocupación del capital por políticas y regulaciones que podrían cambiar para más de la mitad de la población del planeta. En un momento, 2024, en el que los portafolios están recalculando los efectos de una inflación y unos tipos de interés elevados y desconocidos en décadas tras un bienio de distorsiones coyunturales.

### Resiliencia tras un bienio de esplendor

Adeline Diab, directora de Investigación Global de BIU lo refleja de una manera elocuente: “Los criterios ESG han resistido a todo tipo de inclemencias este último

trienio, pero aun así han entrado en una fase de consolidación en los mercados, han ganado en madurez y se aprestan a tomar posiciones de privilegio para aprovechar las oportunidades que, a buen seguro, revelarán los mercados”. Diab admite que las predicciones de su BIU ESG Market Navigator han reducido del 70% de finales del decenio pasado, al 3,5% el potencial dinámico de sus capitales hasta 2030. Pero –aclara– “su atractivo está casi inmaculado, con el 85% de los gestores planificando carteras con más criterios ESG”, perspectivas que achaca a la armonización regulatoria en casi todas las latitudes del planeta. Después de los dos ejercicios de furor inversor (2020-21) que contribuyó a impulsar el ciclo de negocios post-Covid.

“La credibilidad en estos activos supera con creces a sus cuotas de beneficios previstas a corto y medio plazo”. Por eso, Diab no descarta “avances, incluso substanciales, de los fondos ESG”.

### Certezas en valoraciones ESG

También el Institute for Sustainable Investing de JP Morgan corrobora esta tesis con sondeos de opinión. Más de la mitad de sus inversores individuales –asegura uno de ellos– se muestran en disposición de adquirir activos sostenibles –el 57% dice haberlos incorporado a sus portafolios en los últimos dos años y el 54% que los añadirán en 2025–, mientras el 70% cree que los cambios regulatorios que refuerzan la supervisión de estos criterios se traducirán en mayores beneficios. Y más de las tres cuartas partes (77%) proclaman un inequívoco interés en compañías o fondos con certificaciones ESG con valoración de sus impactos sociales, sostenibles y de buen gobierno.

Las empresas se muestran tan vigilantes ante las oscilantes expectativas de inversión como ante los riesgos, entre los que han irrumpido acusaciones de *greenwashing* –ecopostureo o blanqueo de capitales fósiles– y *greenshushing* o silencios corporativos sobre la realidad de sus capitales sostenibles. Pero también campañas de boicot a las finanzas verdes. Hasta el punto de que el mercado ha acuñado el término *anti-ESG backlash* para explicar un sentimiento excluyente hacia estos valores que se tradujo en fugas de capital en 2023.

Joshua Zwick, socio de Oliver Wyman, atisba, sin embargo, una solución inmediata que pasa por bifurcar los campos de inver-

sión ESG con objeto de reanimar la “indudable apuesta” del capital por estos criterios. El primer sendero sería el más importante y agruparía las preferencias de los clientes de indexar los factores ESG, mientras la segunda ruta se focalizaría en valores concretos “configurados en fondos creados a partir de impactos relacionados con la sostenibilidad y bajo componentes temáticos”. Por ejemplo, sobre activos de aseguradoras, debido al incremento de los daños por catástrofes meteorológicas. O, por supuesto, en torno a las certificaciones verdes de las hojas de ruta de las energéticas, con sus itinerarios de capital sin huellas de carbono.

## Las inversiones ESG obtuvieron en 2023 un negocio global de 30 billones de dólares, que llegará a los 40 billones en 2030, 10 por debajo de lo previsto hace 2 años, según Bloomberg Intelligence (BI), por el alto voltaje geopolítico y los vaivenes económico-financieros globales

### El furor por el capital ESG volverá

Paul Davies, socio de Prácticas ESG en el bufete Latham & Watkins augura en la revista *Corporate Governance* de la Facultad de Leyes de Harvard, que “la navegación en 2024 de los criterios ESG traerá vientos predecibles e imprevistos” que alterarán el horizonte de sus inversiones, pero que la firmeza del timón dependerá de tres factores:

- Comprobación de los pasos que las compañías hagan en integración y aproximación a los principios ESG, que deben precisar la identificación interna de los controles, la transparencia exterior de los recursos de capital y de los presupuestos sostenibles y un mapa de cumplimiento de exigencias regulatorias transnacionales.
- Comprensión de las implicaciones que los criterios ESG podrían crear sobre ciertas líneas de negocio y las acciones internas

tanto de formación como de coordinación para frenar sus daños colaterales.

- Atender la diversidad de perspectivas de los *stakeholders* para tratar de consensuar riesgos y oportunidades y trasladar sus conclusiones a las estrategias corporativas.

La consultora Farient Advisors añade una lectura más. “Los valores ESG llegaron para quedarse; no hay marcha atrás, pero su indiscutible atractivo a largo plazo pasa por actuar en consonancia con los criterios sostenibles, sociales y de gobernanza que los inspiraron” en unos tiempos de negacionismo activo en su contra. Ted Loch-Temzelides, de Baker Institute, incide en “aprender las lecciones del pasado” recordando su notable crecimiento y su fulgurante inserción en firmas energéticas, aseguradoras, fondos de pensiones, de capital o *hedge funds*, y “visionar el futuro”, porque las taxonomías corporativas consistentes con los estándares de evaluación internacional “restablecerán el apetito” por estos activos y las “ambiciones medioambientales” ya este 2024.

### Transparencia desde la CNMV

La Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) acaba de notificar a la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA, según sus siglas en inglés) el cumplimiento de las directrices sobre denominaciones de fondos que usen el término ASG –acrónimo españolizado de ESG– o términos relacionados con la sostenibilidad. Por tanto, a partir de ahora, la CNMV considerará estos criterios en los procedimientos de autorización y registro y de supervisión, en cumplimiento de la Ley 35/2003 de IIC y el Reglamento 1082/2012 de IIC.

El objetivo de estas directrices es especificar las circunstancias en las que la nomenclatura de los fondos que utilizan términos ESG son injustos, poco claros o engañosos. Para ello, se establecen estándares para los gestores de fondos que promuevan Organismos de Inversión Colectiva en Valores Mobiliarios (OICVM o UCITS) y Fondos de Inversión Alternativo (FIA) usando un término relacionado con la transición energética, criterios ESG o impacto sobre la sostenibilidad. Más en particular, las pautas se referirán a la obligación de actuar con honestidad y lealtad en el ejercicio de su actividad y la exigencia de que “toda información incluida en comunicaciones comerciales sea imparcial, clara y no engañosa”, resalta la nota oficial de la CNMV, desde el 21 de noviembre de 2024. ○

## UN OBSTÁCULO (¿INESPERADO?) EN LA APLICACIÓN DE LA DIRECTIVA CSRD

El 15 de noviembre de 2024 el Boletín Oficial de las Cortes Generales publicó el Proyecto de Ley de información empresarial sobre sostenibilidad, cuyo objetivo es trasponer la Directiva (UE) 2022/2464 (la Directiva CSRD) y, con ello, incorporar a nuestro derecho nacional la obligación de las grandes empresas de elaborar, aprobar y publicar un nuevo estado de sostenibilidad que sustituya al anterior e ineficiente estado de información no financiera.



José María de Paz.  
Socio de Corporate y coordinador de la práctica de Sostenibilidad de Pérez-Llorca

En el marco de la arquitectura normativa europea que regula la información sobre sostenibilidad, la Directiva CSRD representa la piedra sillar sobre la que se levanta el edificio de las finanzas sostenibles y cuyo funcionamiento ineficiente dañaría de forma grave y directa los objetivos de transparencia incorporados a otras normativas, como el Reglamento 2019/2088 sobre la divulgación de información relativa a la sostenibilidad en el sector de los servicios financieros.

En el debate acerca de la aplicación de la Directiva CSRD, se ha hecho un gran énfasis en el número de los requisitos de divulgación contenidos en el Reglamento Delegado 2023/2772 que aprueba las normas de presentación de información sobre sostenibilidad (NEIS), pero ha tenido menos eco una disposición de la misma Directiva que, a corto plazo, puede llegar a tener un impacto negativo relevante sobre la funcionalidad del nuevo informe de sostenibilidad.

El artículo 3(15) de la Directiva CSRD, al modificar la Directiva 2006/43 relativa a la auditoría legal de las cuentas anuales, impone la obligación de que los auditores verifiquen el informe de sostenibilidad, cuestión que era de orden voluntario bajo la Directiva 2014/95 sobre información no financiera (aunque España decidió incorporar su obligatoriedad ya en la Ley 11/2018). Esta obligación de verificación deberá desplegarse, en primer lugar, mediante un ejercicio de verificación limitada para pasar posteriormente a uno de verificación razonable, en ambos casos conforme, entre otras, a las normas de verificación que adopte la Comisión Europea a más tardar el 1 de octubre de 2026 para las verificaciones limitadas y el 1 de octubre de 2028 para las razonables “tras una evaluación que determine la viabilidad de una verificación razonable”.

A efectos prácticos, la culminación de la trasposición de la Directiva CSRD y la aplicación de las NEIS desde 1 de enero de 2024, supone que los auditores y verificadores europeos se van a encontrar sujetos a la obligación de analizar la información sobre sostenibilidad antes de que la Comisión haya elaborado las normas de verificación apuntadas anteriormente (y que se supone que si han de aprobarse es debido a la necesidad de adecuar las actualmente existentes al nuevo régimen de información sobre sostenibilidad).

No resulta sorprendente que, a la vista de lo anterior, los auditores estén adoptando un enfoque extremadamente cauteloso en relación con la elaboración y verificación de los primeros informes de sostenibilidad que deberán formularse a lo largo del primer trimestre de 2025 por parte de las primeras empresas obligadas (fundamentalmente grandes sociedades cotizadas), especialmente en lo referido a la valoración de cómo debe determinarse la importancia relativa en términos de incidencia.

Ello es comprensible si lo consideramos desde el punto de vista de su responsabilidad profesional, abierta a potenciales reclamaciones tanto de clientes como de terceros, pero resulta preocupante si lo contemplamos desde el punto de vista de lo que el informe de sostenibilidad debe ser, un instrumento a través del cual las empresas europeas comuniquen a los mercados financieros, entre otras cosas, pero de manera principal, su estrategia en relación con las cuestiones de sostenibilidad. Una táctica que necesariamente es, para la inmensa mayoría de ellas, un plan de transición hacia un modelo de negocio sostenible y un plan de acción para conseguirlo mediante la fijación de metas ambiciosas, realistas, alcanzables y medibles.

“No resulta sorprendente que los auditores adopten un enfoque cauteloso en la elaboración y verificación de los primeros informes de sostenibilidad que deberán formularse en el primer trimestre de 2025”

La incertidumbre generada por la Comisión Europea como consecuencia de la ausencia de normas de verificación limitadas adaptadas a las NEIS no debería limitar la capacidad de las empresas para incorporar en sus informes de sostenibilidad una exposición fiel de sus estrategias de negocio ya que de otra forma y paradójicamente, la propia regulación que pretende proporcionar a los mercados una visión formalizada y comparable de este extremo incorporaría de manera simultánea el mecanismo que impediría, al menos de forma temporal, la consecución de dicho propósito. ○

# 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](https://www.intermoneyinnovacion.com)



## EL DEBER FIDUCIARIO Y EL ANÁLISIS DE LA 'G' POR PARTE DE LAS GESTORAS DE FONDOS

Como director de inversiones y gestor de Instituciones de Inversión Colectiva he sido testigo de cambios trascendentales en la forma en que nos relacionamos con las empresas y sus directivos. Aunque lo que no se ha alterado es la convicción de que una compañía con sólidas prácticas de gobernanza tiene más éxito en el largo plazo.



**RICARDO SEIXAS**  
DIRECTOR DE RENTA VARIABLE  
IBERICA, BESTINVER

No son pocas las ocasiones en que asistimos a reacciones más o menos hostiles por parte de los órganos de gobierno de compañías cotizadas frente al aumento del activismo de inversores institucionales. Es cierto que existen razones históricas para recordar las luchas entre los *hedge funds* y los consejos de empresas objetivo. Sin embargo, creo que hay razones suficientes para argumentar que existen diferentes tipos de activismo, y que las gestoras debemos adoptarlo como parte de nuestro deber fiduciario hacia nuestros partícipes.

Como director de inversiones y gestor de Instituciones de Inversión Colectiva, cargo que ocupé desde hace más de 30 años, he sido testigo de un cambio muy importante en la forma en que nos relacionamos con las empresas y sus directivos, así como en la forma en que ejercemos nuestros derechos políticos en las empresas en que participamos. Lo que no ha cambiado es la convicción de que una compañía con sólidas prácticas de gobernanza tiene más éxito en el largo plazo.

Antes de la expansión de la temática ASG, la gobernanza se analizaba por parte de los analistas financieros y gestores de carteras, evaluando el auditor externo, los perfiles del equipo gestor y de los consejeros, los programas de remuneración a largo plazo y en contados casos se llevaba a cabo el ejercicio del derecho de voto. La relación con la compañía se realizaba casi exclusivamente con el equipo de relaciones con inversores, y esporádicamente con algún consejero dispuesto a estar frente a los inversores, por lo general, grupos de inversores.

Las guías de los principales reguladores de mercados de capitales, incluida la CNMV, son desarrollos naturales de los códigos Burberry en el Reino Unido (1992), Sarbanes-Oxley (2002) y, posteriormente, Dodd-Frank (2010). Estos códigos otorgan una importancia clave a la supervisión llevada a cabo interna y externamente por entidades independientes, como consejeros y auditores externos.

La mayor concienciación, tanto por parte de gestoras como de inversores, se ha traducido en un mayor ejercicio de supervisión y voto. Esa mayor concienciación está motivada, en gran medida, por un creciente historial de malas prácticas que resultaron en situaciones ruinosas o, simplemente, dañinas para los intereses de accionistas minoritarios, pero también por las guías y códigos con recomendaciones para ambas partes de la relación entre socios (institucionales/gestoras/minoritarios y sociedades emisoras) en España, emitidos por la CNMV.

Al revisar ambas guías, el "Código de Buenas prácticas de inversores" y el "Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas",

podemos extraer fácilmente algunas indicaciones en cuanto a la actuación por parte de unos y la reacción por parte de otros.

En cuanto a las sociedades gestoras, se establece que "los gestores de activos tienen una obligación fiduciaria de gestión y administración en relación con los activos conferidos por sus clientes y beneficiarios, debiendo actuar en su mejor interés". Podría decirse, en otras palabras, que los gestores son parte de la cadena de transmisión de buena gobernanza, protegiendo así a todos los inversores y, en última instancia, a la sociedad.

En cuanto a las entidades emisoras, la Recomendación 34 establece que "deben hacerse eco de las preocupaciones de los consejeros no ejecutivos; mantener contactos con inversores y accionistas para conocer sus puntos de vista a efectos de formarse una opinión sobre sus preocupaciones, en particular, en relación con el gobierno corporativo de la sociedad, y coordinar el plan de sucesión del presidente." Esta cita es relevante, ya que debería motivar ese mayor activismo por parte del consejero independiente coordinador.

Para facilitar este trabajo, también he sido testigo de cómo se ha incrementado el uso del servicio de proxy-advisors (principalmente ISS o Glass Lewis) en los últimos años. Estas plataformas permiten analizar en detalle las principales preocupaciones que puedan identificarse y como canalizar el sentido de voto en los puntos de las juntas que se centran en esos aspectos identificados. Normalmente, la composición del consejo, los indicadores clave y cuantía de las remuneraciones a corto/largo plazo son elementos clave.

En conclusión, actualmente las gestoras tenemos el deber de actuar sobre el análisis que hagamos de las prácticas de gobernanza de las empresas en las que somos accionistas, particularmente cuando consideremos que fallos en la gestión, en comparación a las mejores prácticas, pueden ser dañinos para los intereses de nuestros partícipes, otros *stakeholders* y la sociedad en general. ○

**"Las gestoras tenemos el deber de actuar sobre el análisis que hagamos de las prácticas de gobernanza de las empresas en las que seamos los accionistas; particularmente, si consideramos que existen fallos de gestión que pueden resultar dañinos"**



**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**



## Descubre la ventaja competitiva

Imagina tener la libertad de poder centrarte en la rentabilidad, allá donde te lleve el camino.

Te presentamos el fondo **CT (Lux) Global Focus**: una solución en renta variable global que invierte en distintas regiones, sectores y capitalizaciones de mercado con el fin de obtener rendimientos elevados y sostenibles, así como un crecimiento superior a la media.

Impulsado por la colaboración global y una selección de valores sin restricciones, el fondo va dirigido a compañías de calidad con ventajas competitivas duraderas. ¿El resultado? Una cartera concentrada con las mejores ideas de los mercados desarrollados y emergentes.

[columbiathreadneedle.es](http://columbiathreadneedle.es)



### Riesgos que debes tener en cuenta

El fondo está sujeto a una serie de riesgos derivados de los valores en los que invierte y de las técnicas que emplea para alcanzar su objetivo. El fondo está sujeto a riesgos relacionados con la inversión en renta variable, la concentración de la cartera y las divisas. Para riesgos adicionales puedes consultar el Folleto informativo del fondo.