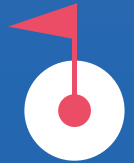


REPORTAJE

Las Bolsas tradicionales se adaptan al nuevo negocio bursátil



ANÁLISIS

Quién nos protege
en BME Growth

ENTREVISTA

Jos Dijshelhoff
CEO de SIX

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

intermoneyinnovacion.com

cimd intermoney



APOCALÍPTICOS E INTEGRADOS EN EL MUNDO BURSÁTIL

Apalancadas en sus economías de escala, las bolsas tradicionales y el viejo negocio de financiar compañías aguantan bien el tipo frente a la competencia de las fuentes de capital tradicionales y el *Private Equity*, los nuevos segmentos de mercado para casi cualquier necesidad o tipo de emisor y la innovación tecnológica que permite operativas y plataformas más rápidas, eficientes y baratas.

FERNANDO RODRÍGUEZ • DIRECTOR DE EMISORES

La situación recuerda, *mutatis mutandi*, la tesis sobre la aparición de los medios de comunicación de masas desarrollada por Umberto Eco en la mítica *Apocalípticos e Integrados*, y en alguna otra de sus obras, en la ya lejana década de los años 60 del siglo pasado. Básicamente, dibujaba un grupo de apocalípticos, aristocratizante y reticente a los efectos de la cultura popular y los nuevos soportes mediáticos, discrepando de otro grupo intelectual integrado dispuesto a justificar casi cualquier cosa en aras del progreso en general. Hace tiempo que se sabe que las revoluciones científicas y técnicas necesitan que los paradigmas dominantes sean sustituidos por otros nuevos. Normalmente, de forma abrupta, lo que ahora se podría asimilar al concepto de "disrupción", esa denominación postmoderna que ha sustituido a la de la simple evolución. Obviamente, el paso de unos paradigmas a otros lleva un tiempo de adaptación más o menos amplio entre el *statu quo* y una realidad siempre cambiante.

¿Está cambiando ahora el paradigma del viejo negocio bursátil? Sí y no. En este

mundo también hay apocalípticos e integrados, como se refleja en el reportaje de portada de este número de **emisores**.

Lo que está claro es que los modelos de negocio de las bolsas tradicionales evolucionan buscando aprovechar tamaño y posición dominante para incorporar más y más eficientes productos y servicios con los que diversificar y completar el menaje negocio de la financiación bursátil y el empuje de los nuevos segmentos de mercados y las plataformas operativas. Las vías son diferentes. La Bolsa de Londres y la alemana, a golpe de talonario, entrando en terrenos como el de la información financiera, los datos o la ESG. Euronext, integrando parques. Los mercados norteamericanos, contemplando como los europeos se generan su propia competencia a base de hiperregulación y supervisión, como parece sugerir Rosa Armesto, la directora general de la federación de bolsas europeas (FESE) en una corta entrevista. Y la suiza SIX, como explica su CEO, Jos Djshelhoff, en este número, añadiendo a in-

tegraciones como la de BME, la expansión y las alianzas internacionales –con la que tiene con las bolsas chinas, por ejemplo– o el desarrollo de la primera bolsa europea digital plenamente regulada.

•••

Así que pasar, pasan cosas concretas. Una de ellas es que en el terreno de la renta fija, uno de los mercados quizá más reticentes a los cambios, la emisión de bonos digitales movió el año pasado 1.500 millones de euros desde prácticamente cero. Otra es que Securitize, la firma que comercializa *token*, de origen español pero con base en Estados Unidos –tomen nota–, y que ya tiene una cartera de negocio con más de 3.000 clientes y un millón de inversores, prepara en silencio su expansión en Europa, que hará desde Madrid cuando tenga las autorizaciones pertinentes de la CNMV. Y una más es que la socimi Ellix, que capitaliza 400 millones de euros, ha decidido pasar de BME Growth a la nueva plataforma española Portfolio Exchange, se supone que porque este mercado se adapta mejor a lo que pretende en términos de financiación, visibilidad y costes, sin mayores dramas y guiada por criterios de eficiencia empresarial.

•••

Volviendo al comienzo de esta reflexión, en cuanto a la evolución del negocio bursátil, y pensando en la protección del pequeño inversor –que todavía quedan, pese todo–, me considero más bien apocalíptico. Les invito a leer el análisis de Ricardo Jiménez sobre las recientes sentencias del Tribunal Supremo o de la Audiencia Nacional donde los jueces han dado la razón a minoristas poniendo en su lugar a emisores, mercados y supervisores. O la nota sobre una encuesta de Better Finance que revela que el 31% de los minoristas europeos ya no quiere invertir en acciones de otros países porque les han cobrado dos veces los impuestos por dividendos y es tarea casi imposible recuperar lo que les corresponde. Esta es una de las caras menos amables de "la disrupción". Pero para solucionar estos problemillas siempre nos quedará la ESG, ¿no?. O

*¿Está cambiando ahora el paradigma del viejo negocio bursátil?
Sí y no. En este mundo también hay apocalípticos e integrados*



06

PORTADA

Las Bolsas tradicionales se adaptan al nuevo negocio bursátil

Los grandes parqués internacionales y su viejo negocio de financiar compañías aguantan el tipo frente a la competencia de las fuentes de capital tradicionales y el Private Equity, las plataformas y la innovación tecnológica.

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

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

ESCRIBEN EN ESTE NÚMERO: Mohamed Damak, Charlie Hodge, Pedro Saá, Ricardo Jiménez Harmon, Claudia María Morante Belgrano, Rebeca Coriat y Adolfo García Nombela.

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

DISEÑO Y MAQUETACIÓN: Marcela De Gregorio y Alfredo Casaccia.

REDACCIÓN, PUBLICIDAD Y SUSCRIPCIONES: Calle de San Hermenegildo, 31-2º D. 28015 Madrid. Teléfono 91 515 57 15.

redaccion@revistaconsejeros.es

publicidad@revistaconsejeros.es //

Suscripciones: info@revistaconsejeros.com

D.L.: M. 50.516-2005 ISSN: 1885-6829

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

Nota de la redacción.

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

CARTA DEL DIRECTOR

03 Apocalípticos e integrados en el mundo bursátil / Fernando Rodríguez. Director de Emisores.

ENTREVISTA

10 Jos Dijshelhoff / CEO de SIX.

“Que cada vez más empresas europeas opten por cotizar en Estados Unidos no es necesariamente indicativo de un abandono más amplio de las bolsas europeas.”



10

ANÁLISIS

13 Bonos digitales: la disrupción está en camino / Por Mohamed Damak. Analista de Primary Credit de S&P Global Credits.

20 Quién nos protege en BME Growth. Cuando el papel lo aguanta todo / Por Ricardo Jiménez. Analista.

32 Anatomía de los retornos extraordinarios: los multibaggers / Por Por Adolfo García Nombela. Director Financiero Corporativo de Endesa SA.

REPORTAJES

18 Armanext, un evangelista de los mercados cotizados / Armanext es el asesor independiente líder en España en la incorporación de socimis y pymes a los STMs europeos.

19 Securitiz pretende comercializar emisiones de token en Europa desde España / La compañía fundada por el ex CEO de Telefónica I+D, Carlos Domingo, operará desde España.



25 La ardua tarea de recuperar retenciones fiscales por dividendos de acciones extranjeras / El 83% de los inversores europeos minoristas asegura haber pagado impuestos dos veces por los dividendos percibidos, según Better Finance y DWS.

28 Haber sido CEO o alto directivo, clave para acceder al consejo

29 6 de cada 10 nuevos consejeros en el FTSE 350 en 2022 fueron CEOs o CFOs

TRIBUNAS

16 De qué hablamos cuando hablamos de “salir a cotizar fuera” / Pedro Saá y Charlie Hodge. Computershare.

26 Reflexiones sobre el avance de la Temporada de juntas 2023 en España / Claudia María Morante Belgrano. Georgeson.

30 Teoría y práctica del engagement: el caso de Lombard / Rebeca Coriat. Lombard Odier.

La revolución digital está transformando todas las estructuras y en una de las que más está incidiendo es quizás en el concepto de capital humano de las empresas. En un mundo cada vez más tecnológico y robótico, la competencia por el talento altamente cualificado y el desarrollo de nuevas capacidades internas, que den respuesta a la evolución de las compañías, se muestra estratégico con el objetivo de anticiparse a sus propias necesidades.

Atraer, desarrollar y retener el talento es fundamental para Telefónica. Su objetivo es que sus equipos estén preparados para vencer los retos del presente y del futuro.

Las carreras profesionales han pasado de ser verticales y estables a ser más transversales y flexibles, por lo que el desarrollo ya no está condicionado por su puesto de trabajo actual, sino por aquello en lo que será el futuro.

Para ello, la planificación estratégica de las capacidades se realiza mediante el proceso de **Skills Workforce Planning**, es decir, garantizar la sintonía entre las capacidades que existen en la organización y las que se necesitan para el crecimiento del negocio, con el objetivo de cerrar el gap de nuevas capacidades.

Para el desarrollo interno de dichas capacidades y habilidades, Telefónica impulsa programas masivos de reskilling y upskilling que mejoran la empleabilidad de sus profesionales. Por ello, ha evolucionado el modelo de aprendizaje con el objetivo de personalizar y adaptar la oferta formativa a las preferencias de cada profesional, mediante motores de inteligencia artificial (aprendizaje a la carta).

SkillsBank, herramienta de software creada internamente y reconocida externamente, sobre la base de big data e inteligencia artificial, proporciona información en tiempo real sobre cuáles son las capacidades que hay activas en la organización y, además, incluye recomendación de vacantes e itinerarios de desarrollo. Un total de 91.000 empleados del Grupo Telefónica tienen a su disposición esta herramienta.



Capital humano

TELEFÓNICA DESARROLLA UNO DE LOS MAYORES PROGRAMAS DE RESKILLING DE EUROPA CON MÁS DE 16.000 EMPLEADOS FORMADOS EN ESPAÑA

25% de vacantes cubiertas con personal interno

Y de hecho, durante 2022 se ha desarrollado uno de los programas de reskilling mayores de Europa con más de 16.000 empleados involucrados en España y, a nivel global, el 78% invirtió en adquisición y desarrollo de habilidades. Así también el 25% de las vacantes publicadas han sido cubiertas por candidatos internos entre los empleados que han recibido un ascenso a posiciones directivas, el 40% son mujeres.

Los profesionales de Telefónica realizaron más de 1,6 millones de cursos, con una media de 15 cursos por empleado, y una media de 35 horas de formación por trabajador.

Es importante señalar que se digitalizó la práctica totalidad de su oferta de formación, que pasó de un 30% de acciones virtuales en 2019 a un 92% en la actualidad, lo que supone una formación más reducida en horas, pero más ajustada en impacto y relevancia. Esto viene refrendado por la opinión de los empleados y el 82% de nuestros empleados siente que el aprendizaje está incorporado en el día a día del trabajo.

Telefónica potencia el Hub mundial de Innovación y Talento, creado en 2021, con la inauguración de un nuevo campus de Universitas, en su sede central en Madrid (España) dotado de medios tecnológicos avanzados de formación ejecutiva presencial, virtual e híbrida. A través de Universitas, Telefónica ofrece una cuidada oferta de experiencias formativas, diseñadas para acelerar la transformación y la consecución de los objetivos estratégicos de la compañía, para extender la adopción de las necesarias nuevas formas de trabajo y liderazgo, y para el fomento y cuidado de una cultura única, alineando prioridades y empoderando a los empleados. El pasado año impartió 84 programas que impactaron a más de 11.000 personas además del programa de alineamiento y motivación de empleados más ambicioso llevado a cabo nunca en Telefónica, Power of Connections, que lo siguieron 42.000 empleados de todos los países en los que está presente la operadora y la colaboración de más de 1.000 facilitadores internos.

Las Bolsas tradicionales se adaptan al nuevo negocio bursátil

Los grandes parqués internacionales y su viejo negocio de financiar compañías aguantan el tipo frente a la competencia de las fuentes de capital tradicionales y el Private Equity, los nuevos segmentos de mercado para casi cualquier necesidad o tipo de emisor y la innovación tecnológica que permite operativas y plataformas rápidas, eficientes y baratas. Apalancadas en sus economías de escala, las bolsas tradicionales adaptan sus modelos de empresa y estrategias al cambiante negocio bursátil.

TEXTO F. Rodríguez



En los últimos diez años, el negocio bursátil de las grandes bolsas reguladas se ha duplicado hasta alcanzar los 144 billones de dólares, mientras la capitalización del conjunto de los parqués tradicionales ha aumentado el 35% en el total del periodo y el número de vehículos de inversión cotizados –incluyendo relativamente nuevas categorías como las socimis, las sicavs o las spacs– se ha mantenido muy estable. En 2013, había 54.892 compañías listadas y el año pasado acabó con una cifra muy similar –55.451–, pese a que se incorporaron al mercado hasta 4.386 nuevas referencias. Fuera de este colectivo de bolsas tradicionales, diversas fuentes estiman que más de la mitad del negocio bursátil global se negocia a través de las nuevas plataformas de negociación y los mercados no regulados (OTC) de todo tipo, empresas que no destacan precisamente por la transparencia respecto a sus cifras.

Los mercados de valores tradicionales han iniciado un profundo proceso de transformación de sus modelos de negocio dirigido a atacar el relativo estancamiento del negocio y los embates de los nuevos operadores. “Esta transformación ha situado a las entidades gestoras de los mercados de valores en proveedores de un abanico de servicios de alto valor añadido no relacionados con la negociación de instrumentos financieros: reporting regulatorio, provisión de acceso electrónico directo, cumplimiento delegado de requerimientos de transparencia, soluciones de detección de manipulación del mercado y otros”, dice Manuel García, director de Regulación Fi-

El número de vehículos de inversión cotizados –incluyendo relativamente nuevas categorías como las socimis, las sicavs o las spacs– se ha mantenido estable los últimos diez años en las bolsas reguladas, en torno a 55.000 cotizadas

“Los mercados de la UE siguen siendo menos líquidos y transparentes que sus homólogos estadounidenses y asiáticos”

Rosa Armesto. Deputy Director General de la Federation of European Securities Exchanges (FESE) AISBL



En los últimos diez años, los datos indican que la mayoría de los mercados regulados, en conjunto, han mantenido o aumentado muy simbólicamente sus cifras de capitalización, contratación y compañías listadas en el mundo. ¿A qué atribuye este relativo estancamiento?

Esta es una pregunta compleja que puede no tener una respuesta definitiva. Entre algunos de los principales factores podría encontrarse la fragmentación del mercado de valores de la UE debido a la proliferación de centros de ejecución y a la falta de armonización de la normativa entre los Estados miembros. En este sentido, Europa ha abierto la competencia en la negociación y, al mismo tiempo, ha generado fragmentación y opacidad. Los mercados de la UE siguen siendo menos líquidos y transparentes que sus homólogos estadounidenses y asiáticos.

El mercado de la UE tiene una panoplia de regímenes reguladores, un complejo mosaico que sigue siendo un obstáculo para un mercado único de capitales. Adicionalmente, está el sesgo de la deuda en la UE: los mercados de capitales y los sistemas fiscales de la eurozona siguen presentando un sesgo hacia este tipo de financiación, y además, crecen las fuentes alternativas de capital menos transparentes. Y, finalmente, también podría mencionarse el impacto de la crisis de la eurozona, el Brexit y los retos estructurales de la economía de la UE, como el bajo nivel de innovación y productividad y el envejecimiento de la población.

El análisis de estas cifras también revela una mejor posición relativa de los mercados norteamericanos respecto a los europeos e incluso cierta preponderancia de los asiáticos respecto a los demás en la captación de nueva financiación bursátil los últimos años. ¿Que sugiere esta tendencia?

La tendencia de los mercados estadounidenses y algunos asiáticos a superar a los europeos refleja la realidad económica subyacente de un menor crecimiento en la UE. Estas economías han experimentado un crecimiento más rápido, lo que ha atraído más entradas de capital. Por lo tanto, la innovación tecnológica parece ser uno de los principales motores de la mejor posición relativa de los mercados mencionados. Sin embargo, también hay que tener en cuenta la confianza de los inversores. Estados Unidos, por ejemplo, tiene mercados muy líquidos –concentrados en Wall Street– y una sólida base de inversores, algo de lo que carecemos en Europa. Sin embargo, tenemos las esperanzas puestas que en la unión bancaria y sobre todo la unión del mercado de capitales traigan una mejora al respecto.

¿Qué nuevos factores cree que van a determinar el futuro del negocio bursátil desde el punto de vista de las estructuras y ofertas de mercado, la tecnología y las plataformas operativas?

El sector, como la economía en general, está experimentando una revolución en múltiples frentes. El uso creciente de la inteligencia artificial y el aprendizaje automático para analizar los datos del mercado, generar señales de negociación, ejecutar órdenes y gestionar riesgos es uno de ellos. Otro, el uso de sistemas y centros de negociación alternativos que ofrecen diferentes opciones de ejecución, adaptadas a distintos tipos de inversores, a grandes tamaños, diseñadas para la referenciación de precios, etcétera. Además, están el desarrollo de las finanzas descentralizadas y de la tecnología blockchain, que podrían permitir plataformas de negociación más seguras y descentralizadas, reduciendo los intermediarios y los costes de transacción. Por otra parte, hay que señalar la creciente popularidad de los fondos cotizados (ETF) y otros vehículos de inversión pasiva que siguen índices o sectores del mercado, reduciendo la selección activa de valores. Y, por último, hay que tener en cuenta el impacto de los factores medioambientales, sociales y de gobernanza (ESG) en las preferencias de los inversores y en los resultados de las empresas, creando nuevas oportunidades y retos para la inversión sostenible. Todas estas innovaciones implican tanto beneficios como riesgos, por lo que deben regularse adecuadamente. ○

nanciera en KPMG Abogados. En definitiva, los mercados de valores tradicionales han desarrollado una “estrategia de diversificación integral que afecta a todos sus ámbitos de actividad: instrumentos admitidos a negociación, plataformas y segmentos de negociación, servicios auxiliares, etcétera”, añade.

Movimientos

En esta transformación, los caminos emprendidos por cada parqué son diferentes.

Entre los operadores más activos está la Bolsa de Londres (LSE), que acaba de lanzar el servicio *Turquoise Retail Max* –para *brokers retail*–, apoyada en la potencia de unos de los líderes entre las plataformas de negociación alternativa, que compró en su momento. LSE ha entrado también con fuerza en el negocio de la gestión de datos con la inversión de 27.000 millones de dólares en adquirir la segunda firma de este sector, después de Bloomberg, hace apenas dos años: Refinitiv, una compañía que maneja información de tres millones de compañías y 280.000 fondos de inversión, y que factura más de 7.000 millones de dólares anuales.

La Bolsa de Londres (LSE) acaba de lanzar el servicio *Turquoise Retail Max* –para *brokers retail*–, apoyada en la potencia de unos de los líderes entre las plataformas de negociación bursátil

La bolsa alemana –Deutsche Boerse– ha espabilado también en el negocio de los datos y acaba de hacerse con la compañía danesa de software SimCorp por 3.900 millones de euros –la operación más grande de su historia–, después de la compra hace dos años del *proxy advisor* ISS, buscando su *expertise* en ESG.

“La bolsa es un buen negocio, que hacen muy bien los parqués tradicionales, pero es un negocio procíclico, que depende del volumen de operaciones realizadas. Por eso las bolsas tradicionales buscan vías de crecimiento complementarias, todas correctas. El futuro será más de lo mismo: el negocio

LAS MAYORES BOLSAS MUNDIALES, POR CAPITALIZACIÓN *		
		Billones de dólares
1	NYSE	24,06
2	Nasdaq - US	16,24
3	Shanghai Stock Exchange	6,72
4	Euronext	6,06
5	Japan Exchange Group	5,38
6	Shenzhen Stock Exchange	4,70
7	Hong Kong Exchanges and Clearing	4,57
8	National Stock Exchange of India	3,39
9	LSE Group London Stock Exchange	3,10
10	TMX Group	2,74
11	Saudi Exchange (Tadawul)	2,64
12	Deutsche Boerse AG	1,89
13	Nasdaq Nordic and Baltics	1,86
14	SIX Swiss Exchange	1,83
15	ASX Australian Securities Exchange	1,68
16	Korea Exchange	1,64
17	Taiwan Stock Exchange	1,45
18	Tehran Stock Exchange	1,35
19	Johannesburg Stock Exchange	1,17
20	B3 - Brasil Bolsa Balcão	0,79
21	Abu Dhabi Securities Exchange	0,71
22	BME Spanish Exchanges	0,67
23	Singapore Exchange	0,62
24	Indonesia Stock Exchange	0,61
25	The Stock Exchange of Thailand	0,60
26	Moscow Exchange	0,53
27	Bolsa Mexicana de Valores	0,45
28	Bursa Malaysia	0,38
29	Borsa Istanbul	0,33
30	Tel-Aviv Stock Exchange	0,27

*Fuente: WFE Statistic Portal con datos de bolsas reguladas a 31 de diciembre de 2022, sin incluir plataformas de negociación alternativas ni mercados OTC.

LAS DIEZ BOLSAS QUE MÁS NUEVO NEGOCIO ATRAEN 2022*		
		Millones de dólares
1	Abu Dhabi Securities Exchange	418.743,19
2	Shanghai Stock Exchange	122.911,13
3	Tehran Stock Exchange	89.063,41
4	Shenzhen Stock Exchange	87.557,40
5	Saudi Exchange (Tadawul)	36.463,26
6	Hong Kong Exchanges and Clearing	32.539,55
7	Euronext	32.181,58
8	NYSE	31.395,15
9	Johannesburg Stock Exchange	29.268,49
10	ASX Australian Securities Exchange	28.022,08

*Fuente: WFE Statistic Portal. Datos de financiación captada mediante ampliaciones de capital y OPVS en bolsas reguladas en el año de referencia, sin incluir plataformas de negociación alternativas ni mercados OTC.

tradicional, como motor de los resultados, y más tipos de activos, datos y software”, explica Alfonso Martínez, *Head of EMEA Exchanges & Market Infrastructure* de la división de banca de inversión de Barclays. El crecimiento orgánico e inorgánico es otro modo habitual de crecer. Así lo han entendido Euronext, adquiriendo la bolsa de Italia dentro de su larga carrera de consolidación de los mercados de valores europeos, y SIX, la bolsa que ha consolidado definitivamente una posición en el mapa del mercado de capitales de la eurozona con la española BME. La compra de OMX y las bolsas nórdicas por la norteamericana Nasdaq ya suena muy antigua, quizá porque, como opina el experto de Barclays, “los mercados norteamericanos y los europeos no han sentido la necesidad de crecer en sus espacios respectivos.

Las nuevas ofertas

Desde otro punto de vista, Javier Amo, director del Master en Bolsa y Mercados Financieros del IEB, cree que “la atomización y fragmentación de las bolsas europeas, con más de cuarenta reguladores y supervisores hace difícil competir con los mercados norteamericanos, donde en quince días puedes cotizar tu idea en mercados y segmentos de todo tipo”. Independientemente de que la “función de notaría pública de las bolsas tradicionales ha entrado en cuestión a manos de los registros de Blockchain”. En efecto, la oferta de nuevos segmentos de los mercados de financiación y las bolsas digitales no deja de florecer, aunque, como explica Martínez, “triunfar requiere una escala suficiente que no muchas llegan a conseguir, además de que los mercados gigantes sí la tienen y por tanto disponen de la capacidad de elegir cómo afrontar las posibles dificultades.” SIXDigital; D7, de Deutsche Boerse; Market Node; Bnd Blox, en Singapur, o Securitize, en Estados Unidos y pronto en España, son algunas de las opciones digitales. De hecho, Securitize pretende comercializar emisiones de *token* en Europa al final de este año desde su sede en Madrid. “Las ventajas de nuestra plataforma respecto a las tradicionales es que somos más transparentes –porque sabes en tiempo real quien es el propietario de cada token en todo momento– y que somos mucho más eficientes, porque no necesitamos ni *clearing* ni intermediarios

LAS GRANDES CIFRAS DEL NEGOCIO BURSÁTIL GLOBAL*	2013	2016	2019	2022
Capitalización total en billones de dólares	74,93	89,87	89,79	101,23
Número de vehículos de inversión cotizados	54.892	51.754	57.836	55.451
Número de nuevos vehículos de inversión cotizados en el año	1.796	2.170	2.830	4.386
Negocio total en billones de dólares	70,42	85,04	92,68	144,79

*Fuente: WFE Statistic Portal. Datos de bolsas reguladas, sin incluir plataformas de negociación alternativas ni mercados OTC.

financieros”, explica a **emisores** Amparo García Flores, directora de *Business Development* para EMEA en la compañía. Estas son las teóricas ventajas que proponen bolsas como Portfolio Exchange, la nueva plataforma ya operativa en nuestro país, que se dispone a recibir a la socimi Elix VRS, que capitaliza 400 millones de euros y ha decidido cambiar BME Growth por la cotización en Portfolio. El cofundador de Portfolio, Santiago Navarro, mantiene que “todo el mundo sabe que los mercados tradicionales pueden ser caros, ineficientes y con muchos intermediarios, y que hay otras iniciativas para financiarse, más internacionalizadas y más especializadas, para activos muy determinados.”

La nómina de este tipo de iniciativas incluye, entre otras, la bolsa inmobiliaria con base en Londres IPSX.com o el mercado holandés con enfoque de *crowdfunding* nx-

La bolsa alemana –Deutsche Boerse– ha entrado en el negocio de los datos comprando SimCorp por 3.900 millones de euros –la operación más grande de su historia–, después de la adquisición hace dos años del *proxy advisor* ISS, buscando su *expertise* en ESG.

change. Según Manuel García, director de Regulación Financiera en KPMG Abogados, “las pymes han visto como otras fuentes de financiación de su crecimiento, tales como el *private equity*, el capital riesgo, las plataformas de financiación participativa y otras fórmulas resultan más atractivas y menos costosas que la admisión a negociación en los mercados de valores. Este fenómeno es particularmente relevante en el caso de empresas con un elevado potencial de crecimiento pero cuyos principales activos son intangibles y, por lo tanto, requieren una menor capitalización para el desarrollo de su actividad.” En definitiva, señala García, “para muchas de estas empresas, el atractivo en términos de visibilidad, de percepción reputacional y de potencial crecimiento inorgánico que ofrece la cotización en un mercado de valores tradicional no ha resultado suficiente para contrarrestar las cargas regulatorias, los costes financieros o el mayor escrutinio supervisor que supone su acceso al mercado.”

En todo, caso, Jokin Cantera, socio de Debt Capital Markets en PKF Attest, cree que la agitación y variedad en la oferta bursátil de nuevos mercados, tecnologías y operativa de negociación traerá más agilidad y eficiencia y menores costes, lo que no hará sino “favorecer que cada vez más empresas y más pequeñas salgan a cotizar, en una tendencia que se va a fortalecer siempre que ventajas como la mejora de la gobernanza, la mayor visibilidad o el uso de los intercambios accionariales para crecer se mantengan y a la vez se atenúen o desaparezcan las trabas en los procedimientos, los costes y las regulaciones, que es lo que implican esas nuevas iniciativas.” Así, por ejemplo, “plataformas de negociación como Turquoise no sólo son nuevos polos de liquidez, sino que además aportan un componente importante de innovación a los mercados.” ○

“Que cada vez más empresas europeas opten por cotizar en Estados Unidos no es necesariamente indicativo de un abandono más amplio de las bolsas europeas”



SIX, propietaria de BME y tercera bolsa europea, crece orgánicamente —aunque sin descartar más compras de empresas— buscando un posicionamiento internacional que incluye el lanzamiento de un parque completamente digital, alianzas con los mercados chinos y otros de Asia, presencia en Estados Unidos y productos innovadores en prácticamente toda la cadena de valor del negocio de los mercados de capitales.

Jos Dijshelhoff

CEO DE SIX.

Six Digital Exchange (SDX) fue la primera bolsa completamente digital autorizada en Europea hace menos de dos años. Le he oído decir recientemente que la función de las bolsas tradicionales de financiación de las empresas y su crecimiento permanece intacta y así continuará, pero que SIX pretende actualizar y adaptar las herramientas técnicas con las que se desarrolla este objetivo. ¿Qué factores cree que van a determinar el papel clásico de las bolsas tradicionales a medio y largo plazo y qué posicionamiento pretende para SIX en este contexto?

Por supuesto. Creo que las bolsas siguen cumpliendo el mismo objetivo desde hace siglos: financiar a las empresas e impulsar así la economía real. Pero el contexto ha cambiado completamente y las infraestructuras de los mercados financieros no sólo debemos reaccionar a estos cambios, sino que tenemos que estar en el centro de ellos, estar a la vanguardia allí donde se producen. Uno de los pilares de la estrategia de SIX es precisamente promover la diversificación a través de la innovación en nuevos productos. Hemos lanzado la primera Bolsa digital totalmente regulada de Europa, SDX, y seguimos a la vanguardia de

la innovación a través de nuevas soluciones como Digital Assets Ecosystem. SDX actuará como catalizador de nuevos modelos de negocio basados en DLT para activos no tradicionales. El potencial de crecimiento es enorme. Como infraestructura de los mercados financieros debemos desempeñar un papel clave en el futuro de las finanzas. Garantizamos una infraestructura de mercados financieros fiable y eficiente y estamos en la mejor posición para trasladar ese entorno seguro y de confianza al mundo digital. Es nuestro principal objetivo. Además de la innovación, los otros dos pilares de nuestra estrategia son hacer crecer y reforzar nuestra cartera de productos básicos y también acelerar el crecimiento mediante asociaciones y adquisiciones, porque estamos abiertos al crecimiento inorgánico.

Usted conoce perfectamente la fuerte competencia de las plataformas alternativas respecto a la pura contratación, compensación y liquidación, y también la de capital riesgo o la banca tradicional en la provisión de fondos para las empresas. ¿En qué modo afectan estos actores al modelo de negocio de SIX?

La competencia es positiva, porque siempre es un incentivo. Como la mayoría de los sectores empresariales relevantes hoy en día, el nuestro se enfrenta a mucha competencia desde distintos frentes. No nos asusta, sino que nos anima a ser mejores. Las bolsas reguladas somos las que ofrecemos más liquidez, más seguridad y mejores condiciones a empresas e inversores. Somos garantía de calidad y debemos seguir siendo percibidos así. Desde ese punto de partida, debemos seguir diferenciándonos de nuestros competidores ofreciendo servicios y productos innovadores en toda la cadena de valor.

Volviendo a SIX. En algún momento mencionó usted que quería extender el negocio al resto de Europa, e incluso que le gustaría que BME tuviera su propia bolsa digital. ¿En qué punto están estas ideas?

Buscamos constantemente formas de reforzar los ecosistemas financieros de España y Suiza. Trabajamos como una sola empresa, y ya hay muchos ejemplos de esta colaboración, como la conexión entre nuestros Depositarios Centrales de Valores en ambos países. No descartamos posibles sinergias que tengan sentido, fortalezcan los ecosis-

temas financieros suizo y español y mejoren nuestra oferta de mercados y servicios.

SIX parece estar inmersa en un proceso de internacionalización, con presencia directa en Singapur y Estados Unidos, y alianzas como Stock Connect, con las bolsas de Shanghai y Sentzhen, y Asia-next, el proyecto de bolsa digital con un socio japonés. ¿Qué sentido tienen estas acciones de globalización del negocio, y, sobre todo, respecto a las estrategias de otras bolsas tradicionales competidoras de SIX?

Sí, tiene toda la razón. SIX es la tercera infraestructura de mercados financieros de Europa y estamos comprometidos con el crecimiento internacional en todas nuestras áreas de negocio. Somos un actor internacional importante y queremos serlo aún más. En Exchanges, el año pasado lanzamos con éxito el China-Switzerland Stock Connect, que permite a las empresas chinas cotizar en GDR en la Bolsa suiza y viceversa. También estudiamos la expansión geográfica mediante nuevas rutas y ampliaciones de servicios en mercados secundarios. La internacionalización también está en el centro del crecimiento de nuestra unidad de Securities Services, especialmente en la parte de Custodia Internacional, donde queremos perseguir el crecimiento adquiriendo nuevos volúmenes, nuevos clientes en mercados nuevos y existentes con un nuevo negocio que incrementa el margen. También hay oportunidades de crecimiento internacional en el área de Información Financiera, una de las de mayor potencial.

Sin embargo, estas alianzas entre bolsas parecen ya olvidadas en el mercado europeo de capitales. Precisamente, cuando cada vez se critica más la fragmentación

“

Las bolsas reguladas somos las que ofrecemos más liquidez, más seguridad y mejores condiciones a empresas e inversores

de la oferta en este ámbito en Europa y la montaña de regulación y supervisores, aspectos perjudiciales para competir con mercados que se suponen más eficientes y ágiles al otro lado del Atlántico. ¿Cómo ve la situación?

En primer lugar, debo decir que las bolsas europeas competimos, por supuesto, pero también colaboramos cuando es necesario. Un buen ejemplo de ello es nuestra participación, junto con otros 13 grupos de bolsas europeas presentes en veintiséis Estados miembros de la UE, en una iniciativa conjunta para participar en el futuro proceso de selección para la provisión de una cinta consolidada (consolidated tape) de renta variable en la Unión Europea. En SIX creamos en la Unión de Mercados de Capitales. En cuanto a esta percepción sobre Estados Unidos y los mercados financieros europeos, sí, es cierto que algunas empresas europeas parecen pensar que cotizar allí puede proporcionar mayor visibilidad y credibilidad, en particular a las empresas que operan en sectores dominados por empresas estadounidenses. También se considera que el mercado estadounidense es más receptivo a determinados tipos de empresas, como las nuevas empresas tecnológicas, que pueden tener dificultades para atraer la atención y la financiación en Europa. Sin embargo, es importante señalar que no se trata de una tendencia universal, y muchas empresas europeas siguen cotizando en bolsas europeas. Factores como los requisitos normativos, las diferencias culturales y lingüísticas, los sectores industriales específicos y la preferencia de los inversores locales pueden influir en la decisión de una empresa de cotizar en Europa o en Estados Unidos. En general, aunque hay indicios de que cada vez más empresas europeas optan por cotizar en Estados Unidos, esta tendencia no es necesariamente indicativa de un abandono más amplio de los mercados de capitales europeos.

SIX también se ha ocupado de desarrollar su oferta para Pymes, tanto con el segmento específico SPARKS, como con la incubadora y aceleradora de empresas Tenity. ¿Qué le parecen la filosofía y los términos de la directiva Listing Act que desarrolla la CE? ¿Cree que eso va a facilitar que más pymes opten por financiarse en bolsa?

Uno de nuestros objetivos es reforzar los ecosistemas de captación de capital en Es-

TEXTO F. R.

FOTOS SIX BME

paña y Suiza mediante el crecimiento de los segmentos de mercado de las pymes en crecimiento y la plataforma de captación de capital. En España tenemos un buen ejemplo de la importancia del acceso a los mercados financieros para las empresas más pequeñas. Más de 130 empresas de todos los tamaños y sectores cotizan ya en BME Growth. El mercado de valores no es sólo para las grandes empresas. En Suiza, con el lanzamiento del segmento Sparks, también pretendemos atraer a más pequeñas y medianas empresas.

¿Y la Listing Act?

En cuanto a la Listing Act, creemos que es un buen paso adelante. En SIX, no somos ajenos a la necesidad de aumentar el dinamismo del entorno de cotización; una buena parte del tejido productivo de la economía se basa en las pymes. Por eso acogemos con satisfacción la ambición y la profundidad con que la Comisión Europea está abordando la Ley de Cotización en Bolsa.

¿Qué habría que afinar respecto a esta directiva?

Creemos que es necesario introducir cambios para aumentar el atractivo de los mercados de capitales y ofrecer fuentes de financiación alternativas, fiables y a largo plazo. La propuesta de Listing Act es un buen ejercicio en el que se evalúan los principales retos de las empresas y estamos seguros de que mejorará el marco de financiación. Desde nuestra perspectiva, hay algunos elementos clave que merecen atención y trabajo. Por ejemplo, en aras de una vigilancia eficaz del mercado en todos los mecanismos de negociación existentes, es esencial en el mecanismo de vigilancia del libro de órdenes cruzadas que incluya los datos de los internalizadores sistemáticos y de los mercados OTC.

La compañía que dirige es muy activa también en habilitar plataformas para la negociación de activos muy diferentes. Incluso se ha incorporado a la bolsa de obras de arte ARTEX. ¿Cuál es la estrategia de la compañía desde el punto de vista de los productos? ¿En qué nuevos proyectos trabaja?

Llevamos años ofreciendo una infraestructura de mercado sólida y fiable para los activos tradicionales. Lo importante es que también ofrecemos ese mismo entorno se-

“

Estamos en un sector muy activo en fusiones y adquisiciones. Esto seguirá siendo así en los próximos años y no ocultamos que también queremos crecer inorgánicamente en nuestras cuatro unidades de negocio

Estoy muy satisfecho con el desarrollo de la operación de BME y sin duda volvería a repetirla

guro para todas las clases de activos, desde bonos registrados en blockchain como los que ya hemos registrado en Suiza y España hasta todo tipo de activos digitales. Estudiamos continuamente la posibilidad de lanzar nuevos productos. Para ello, tenemos que escuchar a nuestros clientes, estar cerca de ellos. Esto es exactamente lo que estamos haciendo y, sí, seguimos muy activos en el estudio y lanzamiento de nuevos productos. De hecho, uno de estos nuevos productos es la inversión en arte. Artex, la primera bolsa de acciones de arte del mundo, democratiza este tipo de inversión y SIX participa en este proyecto de dos maneras: prestando servicios relativos a los servicios de compensación y liquidación, así como de alimentación de datos de mercado. Pronto podremos compartir noticias sobre este apasionante proyecto.

En la medida en que los ingresos por la pura negociación decaen, las bolsas tradicionales como la suya están intentando desarrollar los servicios de post-trade y entrando en nuevos negocios. Se me vienen a la cabeza la compra de Turquoise

por la Bolsa de Londres, la compra del proxy ISS por Deutsche Boerse o el Nasdaq Private Market. ¿Qué le sugieren estos tres movimientos en concreto y en qué modo le afectan a SIX?

No me gusta comentar las operaciones de la competencia pero, por supuesto, lo primero que sugieren todos estos movimientos y otros más es que estamos en un sector muy activo en fusiones y adquisiciones. Esto seguirá siendo así en los próximos años y no ocultamos que también queremos crecer inorgánicamente en nuestras cuatro unidades de negocio. El área de Securities Services ofrece muchas posibilidades de crecimiento, también orgánico. En los servicios de compensación, ampliaremos las ofertas actuales e introduciremos otras nuevas. En Custodia Internacional, como he dicho antes, tenemos varios proyectos de crecimiento, mientras que en Trade Repositories continuaremos la integración de las actividades de REGIS-TR en SIX y estudiaremos también oportunidades de crecimiento del negocio.

Hablemos de BME. ¿España va a seguir siendo un mercado más para SIX o cree que BME puede jugar algún papel relevante dentro de la multitud de proyectos que desarrolla la compañía que usted dirige? Por ejemplo, en algún momento usted pensó que BME podría impulsar su propia bolsa digital o que se explotaría su expertise en el mercado bursátil latinoamericano.

Debo decir que BME juega un papel relevante, es mucho más que simplemente un mercado más para SIX. España es un mercado crucial para nosotros, en términos de ingresos, oportunidades de crecimiento, desarrollo de nuevos productos y una conexión privilegiada con Latinoamérica. La presencia de BME en la región se canaliza a través de nuestra oficina en Bogotá y se manifiesta en servicios de Market Data en toda la región, productos de Wealth Tech en México, Costa Rica, Colombia y Chile, o servicios de infraestructura tecnológica en México, Colombia, Bolivia y Venezuela, además de otros proyectos. Trabajamos como una sola empresa y hemos sabido aprovechar las diferentes culturas que conforman nuestra compañía, que cada vez es más internacional y aspira a ser un referente mundial en el sector. Estoy muy satisfecho con el desarrollo de la operación y sin duda volvería a repetirla. Estoy muy contento con la integración. ○



MOHAMED DAMAK

ANALISTA DE PRIMARY CREDIT DE S&P GLOBAL CREDITS

Bonos digitales: la disrupción está en camino

La disrupción digital está cobrando impulso en uno de los sectores más obstinadamente analógicos de los mercados de capitales. La emisión de bonos digitales totalizó alrededor de 1.500 millones de dólares –unos 1.390 millones de euros– durante el año pasado, frente a casi nada el año anterior. S&P Global Ratings espera que esa tendencia continúe. Por el momento, el crecimiento sigue siendo “tentativo”, aunque muy generalizado.

Los emisores soberanos y corporativos han aprovechado el naciente segmento digital con pequeñas emisiones; principalmente, para probar nuevos sistemas. Esto ha sido facilitado por los intermediarios financieros tradicionales (TradFi), como las bolsas de valores y los bancos, que todavía tienen un control férreo del mercado, aunque sus roles están evolucionando. Hemos calificado el riesgo de la mayoría de los bonos digitales que se han emitido. Nuestras calificaciones se basaron, en gran medida, en la tranquilidad que ofrecen los sistemas de *back-up*, incluidas las bases de datos paralelas y la capacidad de los bonos digitales para volver a los equivalentes analógicos en caso de que falle la plataforma en la que se emitieron.

Entretanto, la falta de regulaciones establecidas, infraestructura y uso de divisas digitales fue superada mediante la adaptación de los marcos regulatorios existentes y el uso de plataformas propiedad de TradFi para la emisión, la gestión y la liquidación. Este ecosistema evolucionará a medida que madure el mercado digital, pero la respuesta temprana de la industria a la digitalización del mercado de bonos sugiere que, si bien algunos intermediarios serán desplazados, gran parte del trabajo de emisión permanecerá en manos de los bancos, al menos por ahora.

EL ATRACTIVO DE LA DIGITALIZACIÓN

El principal atractivo de los bonos digitales es su propuesta de mayor eficiencia y seguridad para los emisores, sobre todo, debido a su uso de *blockchain* y de procesos de emisión simplificados. También hay otros beneficios, aunque parecen ser secundarios, por ahora. El fraccionamiento de bonos, que divide un instrumento en porciones más pequeñas, podría permitir a los inversores más pequeños comprar bonos, incluidas versiones digitalizadas de bonos tradicionales. Los bonos digitales también deberían ser adaptables a emisiones más pequeñas, abriendo la puerta al mercado para pequeñas y medianas empresas.

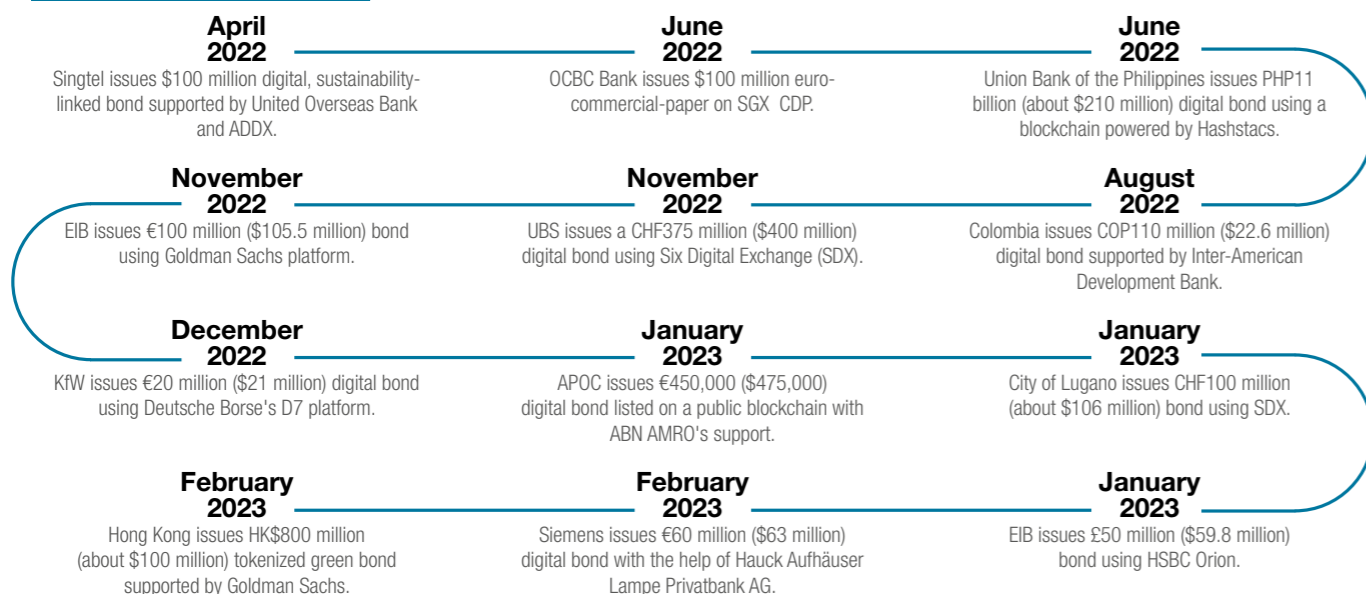
El mercado de bonos digitales sigue siendo un proyecto en marcha. Gran parte de las emisiones ha ido claramente enfocadas a la experimentación, tanto de la demanda de emisión primaria como de la infraestructura. Pero todavía nos faltan algunos aspectos del mercado. Por ejemplo, el mercado secundario de emisión digital aún está en desarrollo, lo que limita la liquidez de los bonos digitales. También podríamos ver bonos digitales denominados en monedas digitales o en monedas tradicionales, aunque tenemos que indicar que tales instrumentos tendrán exposición a riesgos relacionados con la moneda que deberán ser considerados en nuestro análisis de calificación.

Aunque aún es pronto, el potencial de los bonos digitales en términos de coste, seguridad y acceso a nuevas fuentes de financiación son evidentes. Por lo tanto, no sorprende que los emisores estén probando el mercado (ver cuadro 1).

LA EMISIÓN DE BONOS DIGITALES SE EXPANDE

Las amplias ventajas de los bonos digitales ayudan a explicar por qué su aparición no se ha concentrado en una geografía o sector específico, y por qué hemos visto emisiones tanto de empresas como de soberanos. Cabe destacar, sin embargo, que la emisión

Recent Digital Bond Issuance



se ha realizado principalmente en mercados desarrollados. Esto se puede atribuir a la presencia en esos mercados de intermediarios, que invirtieron tiempo y dinero –particularmente, el año pasado– para construir y probar soluciones de emisión y cotización.

La batalla por la cuota de mercado entre esas empresas podría ser feroz. Uno de los atractivos de bonos digitales es su potencial de reducir el papel de los intermediarios y eliminar por completo algunos, simplificando y reduciendo así los costes de emisión y gestión. La forma más obvia de hacerlo es el desvío de las transacciones a *blockchain*, un libro de contabilidad digital que automáticamente –y sin margen de error humano– documentará las transacciones, las instrucciones de pago y los pagos a medida que se realicen. *Blockchain* también permitirá una vista en tiempo real de los tenedores de un bono digital, mejorando la capacidad de los emisores para interactuar con ellos según sea necesario.

Pero la digitalización no está exenta de inconvenientes. El uso de sistemas digitales expone a los inversores y emisores a los riesgos relacionados con la estabilidad de la plataforma digital y su potencial de disrupción. Por ahora, esos riesgos se están mitigando mediante el uso de copias de seguridad fuera de la cadena –sistemas de datos paralelos que no usan la cadena de *blockchain*– y la opción de cambiar de bonos digitales a un equivalente no digital, que se pueden activar en el caso de una interrupción importante.

LOS OPERADORES SE ADAPTAN PARA SER RELEVANTES

La amenaza de las soluciones de financiación descentralizada (DeFi) para los actores establecidos del mercado de bonos es evidentemente el prometedor ahorro de costes y tiempo. Además, el tamaño del mercado amenazado por la disrupción es enorme. En 2022, el volumen total de emisión de bonos fue de aproximadamente 7.300 trillones de dólares –unos 6.770 billones de euros–.

Sin embargo, los TradFi parece haber aprendido de los errores cometidos en otras industrias y han ofrecido soluciones que aprovechan la nueva tecnología. Esto ha permitido que las instituciones establecidas desempeñen un papel clave en la reciente emisión digital y ha preparado el escenario para que mantengan el control del mercado en evolución. Ese esfuerzo también se ha beneficiado de los acontecimientos recientes, que han provocado daño a la reputación del sector DeFi en general, incluidas caídas bruscas en algunos precios de criptomonedas y el colapso del intercambio de cifrado FTX.

La reciente aceleración en la emisión de bonos digitales se ha visto facilitada notablemente por la aparición de nuevos servicios de intermediación. Hemos observado dos modelos de emisión. El primero utiliza una plataforma de emisión y gestión proporcionada por un intermediario TradFi, como las que brindan Goldman Sachs o HSBC Orion. En el segundo modelo, los bonos cotizan directamente en una bolsa digital, por ejemplo, Six Digital Exchange (SDX), D7 de Deutsche Borse o Marketnode.

En la primera opción, el proceso generalmente consiste en crear una representación digital del bono –o del beneficiario final del bono– que se vende a los inversores y se almacena en la plataforma TradFi. En el segundo caso, el bono cotiza y se almacena en la bolsa digital. La característica común de los dos sistemas es que las transacciones en efectivo rara vez se registran en *Blockchain*. Esto se debe, al menos en parte, a la ausencia de monedas digitales de banco central (CBDC).

De hecho, hemos observado solo un puñado de transacciones en las que se utilizó una CBDC para pagar los intereses y el capital de los bonos. La mayoría de las transacciones en las plataformas TradFi, en cambio, se materializaron a través de un *token* nativo, junto con pagos tradicionales de un banco, generalmente, el patrocinador de la plataforma. Mientras tanto, los bonos que cotizan en bolsas digitales han utilizado métodos de pago tradicionales que no se han registrado en *blockchain*.

También hemos observado un número creciente de bonos que adaptan la legislación modificada recientemente para reemplazar la documentación legal física con versiones digitales que se almacenan electrónicamente.

SALVAGUARDAS QUE DAN CONFIANZA

Hemos calificado el riesgo de la mayoría de los bonos digitales emitidos recientemente. Nuestra decisión se apoyó en la existencia de un bono analógico que acompañaba a la versión digital –que los emisores podrían permutar a su sola discreción– o en un plan de respaldo sólido que podría activarse si la plataforma de emisión fallaba –como copias de seguridad diarias fuera de la cadena–.

Los medios por los cuales las transacciones en efectivo vinculadas a bonos digitales se mantienen separadas de una plataforma son relativamente simples. En una transacción típica, un bono digital circulará desde el emisor hasta los *wallets* de los inversores. Cuando vence un bono o vence un pago de intereses, se transfiere una instrucción de pago y la cantidad necesaria de moneda fiduciaria a un agente de pago, generalmente, el mismo banco que patrocina la plataforma en la que se emite el bono digital. Una vez que se recibe el dinero, se acuña un *token* nativo en la plataforma y se envía a los *wallets* de los inversores, que luego pueden exigir el pago en moneda fiduciaria a cambio de cancelar –lo que se conoce como “quemar”– el *token*. En la reciente emisión de bonos digitales, el propietario de la plataforma también creó un registro fuera de la cadena sobre quién tiene qué y qué se ha pagado, al que se puede cambiar si la cadena se interrumpe o no está disponible, por ejemplo, debido a problemas con la plataforma. La ausencia de efectivo en la cadena de *blockchain* agrega un nivel de seguridad a las transacciones en comparación con los bonos que usan CBDC o monedas tradicionales. De manera similar, si el bono digital cotiza en una bolsa, el agente pagador, que generalmente es un banco, desempeñaría el papel de salvaguardar los flujos de dinero.

HACIA UN BONO VERDADERAMENTE DIGITAL

Consideramos que los bonos digitales ya emitidos son solo parcialmente digitales, en particular, porque siguen utilizando la infraestructura financiera tradicional y las salvaguardas. Además, es poco probable que los jugadores de DeFi tengan la última palabra sobre cómo se construirá el mercado emergente de bonos digitales. Regulaciones en evolución, el uso de CBDC y otros *tokens* estables o tradicionales, y la aparición de depósitos tokenizados que pueden circular en diferentes cadenas de *blockchain* marcarán el inicio de más cambios. Estos podrían incluir la cotización de bonos digitales en intercambios descentralizados y la aparición de jugadores con soluciones convincentes tanto para los emisores de bonos como para los inversores.

Pero habrá algunas constantes. Por ejemplo, esperamos que las regulaciones existentes del mercado de bonos –incluidas las leyes de valores, las reglas contra el lavado de dinero y las regulaciones de “conozca a su cliente”– seguirán aplicándose a las actividades digitales. Esto puede limitar el grado en que la tecnología puede descentralizar el mercado. Mientras tanto, los reguladores seguirán actuando para salvaguardar la estabilidad y equilibrar los

intereses de inversionistas y emisores. Es poco probable que esas limitaciones impidan a los participantes del mercado de bonos obtener ganancias en eficiencia, velocidad de ejecución y seguridad, particularmente, debido a la inmutabilidad del libro mayor en la cadena de *blockchain*.

Y la digitalización ya está brindando otras innovaciones, como la inversión fraccionada en bonos tradicionales. La bolsa de bonos BondBlox, regulada por Singapur, por ejemplo, ofrece a los inversores la posibilidad de comprar una porción digital de un bono tradicional existente. Al hacerlo, elimina el *ticket* mínimo de entrada, que suele ser prohibitivamente alto para los inversores minoristas promedio. Creemos que los servicios de fraccionamiento, que utilizan bonos digitales para llegar a nuevos inversores en bonos, podrían ganar terreno, especialmente en el contexto de tipos de interés en aumento. Pero queda por ver qué efecto tendrán las regulaciones, incluidas las normas sobre valores y consumo, sobre ese potencial.

La falta de regulaciones establecidas, infraestructura y uso de divisas digitales fue superada mediante la adaptación de los marcos regulatorios existentes y el uso de plataformas propiedad de TradFi para la emisión, la gestión y la liquidación. Este ecosistema evolucionará a medida que madure el mercado digital, pero la respuesta temprana de la industria a la digitalización del mercado de bonos sugiere que, si bien algunos intermediarios serán desplazados, gran parte del trabajo de emisión permanecerá en manos de los bancos, al menos por ahora.

Otras innovaciones pueden tardar más en llegar. Todavía estamos por ver, por ejemplo, el uso de contratos *smart*, que podrían calcular y pagar intereses de forma automática y cortar efectivamente el último lazo del bono digital con el mundo analógico. Dichos bonos expondrían a sus tenedores a riesgos relacionados con la calidad del código del contrato *smart* y con la disponibilidad de intermediarios que provean los inputs necesarios para la ejecución. Esperamos que los contratos *smart* ganen terreno y alteren otros mercados financieros mucho antes de que sean adoptados por el mercado de bonos digitales.

También está por ver que los emisores de bonos digitales adopten monedas digitales, incluidas las CBDC, monedas tradicionales y criptomonedas. En su ausencia, la moneda fiduciaria sigue siendo dominante y no está claro como cuanto de pronto será reemplazada. Parte de esto se debe a la novedad de las monedas digitales. Sin embargo, los bonos emitidos en la moneda digital también vendrán con riesgos adicionales, entre ellos, los asociados con la estabilidad y permanencia de esa moneda. Esto podría hacer que los emisores se pararan a pensar, y tendría que tenerse en cuenta en nuestro análisis de la calidad crediticia de una emisión. ○

DE QUÉ HABLAMOS CUANDO HABLAMOS DE “SALIR A COTIZAR FUERA”

Mucho se ha dicho en los últimos meses sobre lo que supone que una compañía cotizada en un mercado, llamémosle “doméstico” decida (porque puede decidirlo si así lo aprueban sus órganos de gestión) que lo mejor para sus intereses es “salir a cotizar” –adicionalmente o no– en otro u otros mercados, llamémosles “extranjeros”. Se trata de un proyecto realmente complejo, pero vamos a intentar aportar nuestro granito de arena para aclarar de dónde viene, al menos, parte de esa complejidad.

Una vez que la compañía tiene claros cuáles son sus objetivos en términos de búsqueda o acceso al capital, la primera cuestión a solventar es la elección de la bolsa o mercado de cotización y, directamente relacionado, el tipo de activo con el que cotizar.

Tradicionalmente, la manera que una compañía empleaba para atraer a inversores extranjeros sin dejar de ser doméstica (sirva esto para todos los mercados) era por medio de los “*depository receipts*” (ADRs, GDRs), “*depository interests*” (CDIs) o cualquier otra forma de “repaquetizar” (sirva el palabro) las acciones originales de manera que puedan ser negociadas y liquidadas en otro mercado distinto al de origen sin grandes complicaciones. Estas complicaciones incluyen el *compliance* con las normas y prácticas de mercado impuestas desde el mercado extranjero al mercado doméstico (como pueden ser las normas de registro de la SEC en USA o los requisitos del *stamp duty* en Hong Kong). Nos referimos de aquí en adelante a estos activos como “*Depository Securities*”.

LIMITACIONES

Sin embargo, estos *depository securities* tienen sus limitaciones. Entre estas, caben destacar la limitada fungibilidad (el activo alternativo –el ADR– es el cotizado, y se emite a una ratio y con un ISIN y un CUSIP diferentes al doméstico), los costes de entrada o salida (de emisión, cancelación u otros costes anuales), las eventuales barreras a la inclusión en ciertos índices principales y, por extensión, el seguimiento por parte de los inversores institucionales y el acceso eficiente a los mismos.

En función del tipo de *depository securities* y el mercado elegidos, se requiere un enlace directo entre los depositarios centrales de valores (“CSDs”) –que no siempre es posible por los requisitos y costes para el CSD– y la designación de una entidad financiera (normalmente un banco depositario), que será quien emite los



Charlie Hodge
Managing Director,
Cross Border GCM. Computershare



Pedro Saá
Head of Strategy & Business
Development CE. Computershare

certificados contra el depósito de las acciones y gestiona su admisión para la liquidación en el CSD extranjero. Hasta ahí, todo bien. Es decir, son consideraciones relevantes e implican cierta complejidad, pero son razonablemente manejables, aceptables y testadas, cuando el objetivo de una compañía es cotizar en un solo mercado.

Sin embargo, la cosa se complica cuando se pretende negociar las acciones en dos o más mercados en distintas jurisdicciones. Ahí surgen varias cuestiones, pero por encima de todas ellas, cómo asegurar que todas las acciones de la compañía están disponibles de manera eficiente para la negociación en ambos mercados, con transparencia de precios y operaciones eficientes. Igualmente importante es garantizar que todas las acciones en circulación representan el 100% del capital emitido, y no se dupliquen. Lo que sin duda es evidente, pero es crucial para asegurar un buen *governance* y el cuadro de posiciones en una junta de accionistas, la ejecución de un *corporate action* o el pago de un dividendo, donde los efectos negativos son aún más relevantes.

ANÁLISIS TÉCNICO

Para asegurar que el proyecto termina de forma exitosa, es necesario que la estructura elegida –además de las implicaciones legales– parta de un análisis técnico que considere:

- I) que las acciones se pueden mover entre los mercados (compro en UK y vendo en US) sin fricciones de relevancia.
- II) que este movimiento de títulos se realiza conforme a los ciclos de liquidación estándar y no penaliza a unos inversores frente a otros (un área cada vez más relevante, especialmente ahora que EEUU y Canadá avanzan hacia T+1 en 2024).
- III) que la titularidad de las acciones queda correctamente anotada en los registros del emisor conforme a la normativa del país doméstico (lugar de establecimiento) y el mercado de cotización.

- IV) que la formación de precios es transparente para el valor cotizado en múltiples mercados y con muy bajos costes de entrada que, de otra manera, disuadirían a los mismos inversores que la compañía pretende atraer.
- v) que los derechos de los accionistas y las normas relativas a la tenencia (bien sean tenedores directos o beneficiarios finales) están adecuadamente protegidas, otorgando la misma capacidad a todos los inversores en cualquier jurisdicción para recibir dividendos o participar en las juntas de accionistas.

Es ahora cuándo entra en escena el papel de los Depositarios Centrales de valores. Estas infraestructuras de los mercados mantienen conexiones entre ellas que permiten a sus participantes mover las acciones de tal forma que el capital de una compañía (el 100% de la emisión) pueda “estar” en dos o varios mercados (entendiendo por “estar” trasferir títulos entre, mantener los títulos o negociarlos en esos mercados). Sin embargo, los CSDs no mantienen estas conexiones entre todos ellos ni para todos los activos, ni estas conexiones funcionan en todas las direcciones. Es decir, no todos los CSDs están conectados a todos los CSDs ni estas conexiones son siempre recíprocas. Por ejemplo, Monte Titoli (ahora Euronext Securities Milan), depositario central para Italia, tiene una conexión en DTC (Depository Trust Company, el CSD de USA), pero DTC no tiene esa conexión

“Es interesante ver cómo la tendencia y el apetito por los *listings* y *multilistings* transfronterizos ha ido evolucionando de manera creciente en los últimos años (Coca-cola, Stellantis o Ferretti por citar algunos). Y cómo los mercados, reguladores y CSDs reaccionan para satisfacer la demanda de las compañías, más inquietas o activas a la hora de buscar el mejor acceso al capital.”



en Monte Titoli. Si bien es cierto que se van estableciendo un mayor número de estos “canales” entre los principales mercados mundiales simplemente hay demasiadas combinaciones para que esos CSDs establezcan y mantengan. Además, no tendría sentido en todos los casos ya que en gran medida dependen del volumen de negocio, como cabría esperar.

AGENTES

De esta manera, las compañías y los mercados dependen de la capacidad de otros agentes *registrars* globales y *transfer agents* (entidades requeridas por los sistemas regulatorios locales en los principales mercados, sobre todo anglosajones y asiáticos) de establecer soluciones y conexiones innovadoras, tanto para las alternativas de cotización existentes como para nuevas combinaciones (por ejemplo, Italia/Hong Kong). Esto es especialmente relevante en los casos de *multi-listing*, y es ahí donde el papel práctico que juegan esos agentes es aún más relevante.

Es interesante ver cómo la tendencia y el apetito por los *listings* y *multilistings* transfronterizos ha ido evolucionando de manera creciente en los últimos años (Coca-cola, Stellantis o Ferretti por citar algunos). Y cómo los mercados, reguladores y CSDs reaccionan para satisfacer la demanda de las compañías, más inquietas o activas a la hora de buscar el mejor acceso al capital.

Lo que sin duda tiene una gran relevancia a la hora de elegir la estructura más favorable y define, en gran medida, el éxito de esta es la experiencia para el accionista. Dado que, en última instancia, son los inversores los que deberán dar su visto bueno en una junta de accionistas, la estructura elegida debe considerar tanto la transición hacia la nueva estructura, como la posterior vida del accionista una vez puesta en marcha, ya que ello definirá la capacidad de atraer a los nuevos accionistas que eran el objetivo inicial. Por ejemplo, cómo se va a ejecutar y comunicar un *corporate action*, cómo se llevarán a cabo las elecciones en un evento opcional, cómo se votará en una junta de accionistas o, simplemente, cómo se comprarán o venderán los títulos o se traspasarán entre mercados.

Las compañías que quieran explorar estas vías deberán seleccionar a los asesores con un profundo conocimiento operativo y experiencia, tanto local en los mercados objetivo como en el reposicionamiento de títulos entre ellos, que puedan no sólo asesorar a la hora de elegir y establecer la mejor estructura, si no también acompañar al emisor en su nueva etapa facilitando la ejecución de *corporate actions* (empezando por la junta general). Por toda esta complejidad, no resulta excesivo incidir en la necesidad de planificar con suficiente antelación e involucrarse con los asesores legales, de mercados de capitales y especialistas (*transfer agents* y *registrars*).

Este equipo deberá asesorar en los requisitos y costes, identificar los requerimientos legales y las obligaciones de *compliance*, y traducirlos en un modelo operativo práctico, que se vea soportado por “la fontanería” –la conectividad– entre las plazas de negociación, para así lograr los objetivos iniciales y a largo plazo en cuánto a la cotización y la exposición internacional. ○



Armanext, un evangelista de los mercados cotizados

Armanext es el asesor independiente líder en España en la incorporación de socimis y pymes a los STMs europeos. Asesor Registrado de BME Growth y primer Listing Sponsor español autorizado por Euronext para sus parques en París y Lisboa, su misión es preparar a las compañías para entrar –o no– en los mercados de capitales y acompañarles en todo el proceso.

TEXTO F.R.

BME Growth, Euronext, Portfolio Exchange o Securitize –el operador de tokens que comenzará en breve a hacer pruebas reales en el sandbox financiero español– constituyen el terreno de juego habitual de Armanext, firma que se ha consolidado después de quince años de andadura en el asesoramiento a pymes que quieren cotizar y a socimis que quieren saltar al parque, segmento este en que ha intermediado más de 40 colocaciones.

“Las pymes, para su crecimiento y desarrollo, deben aprovechar los mercados de valores para cumplir sus expectativas en el tiempo”, dice Antonio Fernández, presidente y dueño del Grupo Armanext, desde su experiencia de más de treinta y cinco años en el sector en compañías como Merrill Lynch, Banca Indosuez, Banco Inversión o UBS, entre otras.

Fernández dedica bastante tiempo a desmontar ante sus clientes y sus audiencias los mitos que impiden a las pymes acceder a los mercados cotizados: son para empresas grandes, son complejos y caros, hacen perder el control de las compañías y exigen la desnudez contable, regulatoria y operativa.

Listing técnico

Por eso recomienda activamente el *listing* técnico –en Euronext– para las compañías que quieren habituarse a cotizar, aprovechando las ventajas y eludiendo gran parte de los inconvenientes de este salto. “Es una figura que permite a una compañía salir a cotizar sin cambiar inicialmente sus accionistas si así lo desea. Entender

la bolsa como un vehículo que solo sirve para conseguir financiación el día del toque de campana es una visión muy primaria. El *listing* técnico permite que la compañía participe de las ventajas de cotizar, pero sin la necesidad inicial, si no quiere, de captar fondos.” Se trata de salir a cotizar después de realizar una *due diligence* previa de toda la compañía –contable, fiscal, laboral, regulatoria...–, ajustando sus órganos de gobierno y estatutos si es necesario –también la conversión en sociedad anónima, en su caso– y de establecer una horquilla de valoración de esta realizada por un experto independiente de reconocida solvencia a partir de la combinación de métodos como el descuento de flujos de caja, los ratios propios del sector y las valoraciones conocidas por las compraventas de empresas similares. El proceso puede durar entre cuatro y seis meses, y Euronext estudia la documentación alrededor de un mes más. A partir de ahí, la compañía obtienen el *listing* técnico y ya cotiza, sin negociación de acciones pero con una horquilla de valoración válida y pública. En Euronext, hasta 820 compañías con una valoración de menos de 100 millones de euros están en *listing* técnico y están expuestas a más de 8.000 inversores que diariamente escrutan su *equity story* y las informaciones sobre la marcha de la empresa que esta quiera distribuir.

Premercado

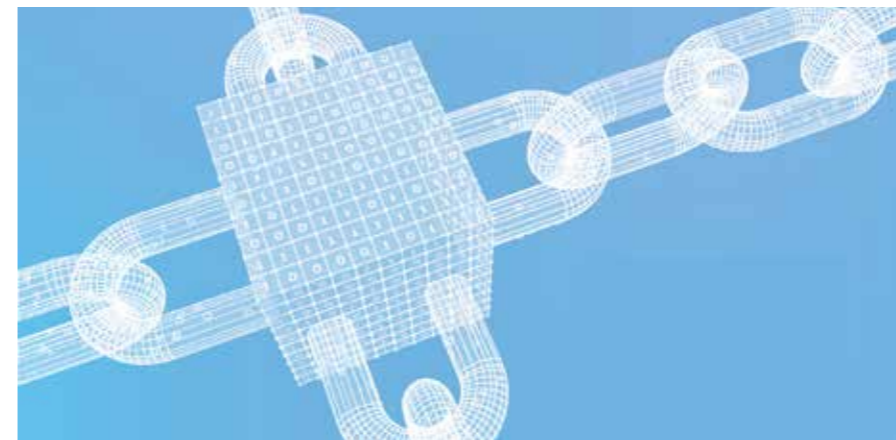
“Mediante este sistema, hay muchas empresas que no están preparadas para entrar en el mercado de valores y que pueden hacerlo poco a poco e irle perdiendo el respeto. Estamos para apoyar esa transición”, explica el presidente de Armanext. “Si llega un inversor que te ha visto y quiere comprarte o hacerse con un paquete de tus acciones, ya estás preparado, con tu *due diligence*, tu gobierno corporativo, y sabiendo lo que vales. Puedes vender el día que quieras a la hora que quieras. En Euronext, prácticamente todas las empresas que comienzan en *listing* técnico dan el salto al parque tradicional y a cotizar; es como un premercado, pero con fuego real, cotizando”, concluye.

Armanext, que cuenta con una plantilla de 14 personas más seis colaboradores, está inmerso en su salto internacional, y se centrará en traer empresas latinoamericanas a cotizar a Europa, aunque ahora mismo también estudia sendas operaciones de compañías de Singapur e Inglaterra. ○

Securitize pretende comercializar emisiones de token en Europa desde España

La compañía fundada por el ex CEO de Telefónica I+D, Carlos Domingo, operará desde España y está en proceso de obtención por la CNMV de sendas licencias como sociedad de valores y como operador de capitales privados en MTF dentro del denominado Régimen Piloto.

TEXTO F. Rodríguez



La antigua start-up nacida como una empresa de tecnología financiera en 2017, se ha transformado en una empresa consolidada en su sector en Estados Unidos –donde tiene su sede–, ha logrado levantar capital por el equivalente a 150 millones de euros y ha forjado una base de accionistas entre los que figuran empresas financieras tradicionales como Banco Santander y Morgan Stanley, o especializadas como Blockchain Capital.

Ya cuenta con las licencias de la SEC y la FINRA norteamericanas como *Transfer Agent* en *blockchain* y como *Broker/Dealer* para operar en *Alternative Trading Systems* (ATS), aunque, sobre todo, puede presumir de disponer de una cartera de alrededor de 3.000 clientes y más de 1 millón de inversores después de la compra de *Pacific Stock Transfer* en 2022.

La compañía quema etapas y marca hitos muy aceleradamente. Después de ser pionera en los últimos cinco años en lanzar acti-

vos, fondos, deuda o acciones tokenizadas en Japón y Estados Unidos, entre las últimas operaciones está la de ofrecer un fondo *feeder* que permitirá la toma de participaciones minoritarias también tokenizadas con soporte en la red *blockchain* Polygon en el fondo *Senior Credit Opportunities* de la cotizada en Nasdaq Hamilton Lane, que tenía activos bajo gestión por más de 100.000 millones de dólares al final del primer trimestre de este año. Determinados inversores cualificados también pueden invertir con Securitize desde finales del año pasado en un fondo tokenizado que a su vez invierte en el fondo de capital riesgo de KKR *Health Care Strategic Growth Fund II* (HCSG II).

Securitize tiene ya una base en España, en Madrid, donde trabajan 15 personas que dan servicios de desarrollo tecnológico al resto de la corporación en todo el mundo

Salto a Europa desde España

“Ahora queremos replicar nuestro modelo en Europa, lo que podríamos hacer cuando consigamos las dos licencias de la CNMV que estamos tramitando ahora en España”, explica a emisores Amparo García Flores, directora de Business Development para EMEA en Securitize.

Aunque la compañía desearía poder comenzar a comercializar sus productos cuanto antes, todo dependerá de las variadas autorizaciones que dependen de la CNMV, procesos sujetos a plazos normalmente muy indeterminados en nuestro país.

Securitize se desarrollará, por tanto, al ritmo de la regulación y de la supervisión, que también necesita para comenzar a operar en tiempo real dentro del *sandbox* financiero español de pruebas en el que ya ingresó a mediados del año pasado. “Cuando lo permitan las negociaciones con la CNMV comenzaremos a operar con pruebas reales en el entorno del *sandbox* y la primera operación será una emisión tokenizada de *equity* de un emisor que también es real”, explica García Flores.

Las pruebas serán la piedra de toque para verificar que el producto y sus sistemas funcionan bien y además se ajustan a la regulación europea. Después, vendrá el desarrollo masivo de toda la gama de productos de Securitize, “*equity* y deuda para todo tipo de sectores, ya que seremos generalistas, y también para todo tipo de inversores”, dice.

Securitize tiene ya una base en España, en Madrid, donde trabajan 15 personas que dan servicios de desarrollo tecnológico al resto de la corporación en todo el mundo, y también tiene otras filiales en Israel, Argentina o Japón que ofrecen otros servicios relacionados con el software o la consultoría en países.

“Las ventajas de nuestra plataforma respecto a las tradicionales es que somos más transparentes –porque sabes en tiempo real quien es el propietario de cada token en todo momento– y que somos mucho más eficientes, porque no necesitamos ni *clearing* ni intermediarios financieros”, concluye esta directiva de Securitize. ○



RICARDO JIMÉNEZ

Analista

Quién nos protege en BME Growth. Cuando el papel lo aguanta todo

La coincidencia de la publicación de la sentencia del Tribunal Supremo respecto al caso Gowex con la suspensión de la cotización de Eldf y Labinia, vuelve a poner de manifiesto la desprotección del inversor minorista; especialmente, en mercados no regulados como BME Growth. El autor analiza las implicaciones de esta sentencia y la consecuente necesidad de mejorar la información que dispensan las empresas y su control.

Los mercados organizados de valores se dividen entre mercados regulados, el llamado mercado continuo en España, y los llamados sistemas multilaterales de negociación (SMN). Los SMN surgen para facilitar el acceso al mercado de capitales a empresas de pequeño tamaño y reducida capitalización, que buscan expandirse y captar financiación reduciendo los costes que impone la normativa regulatoria. El ejemplo de estos mercados en España es BME Growth, antes llamado Mercado Alternativo bursátil (MAB).

La principal diferencia entre ambos tipos de mercados es que en los primeros existe un regulador, CNMV en España, que vigila el correcto funcionamiento del mercado. Por el contrario, los SMN son mercados de libre creación, gestionados por empresas privadas con ánimo de lucro que establecen sus normas de funcionamiento.

Estas normas o reglamento de funcionamiento deben ser revisadas y autorizadas por la CNMV. Tras esta aprobación, es responsabilidad de estas empresas privadas –a través de una sociedad gestora– la organización y vigilancia de su correcto funcionamiento, así como la protección del inversor en estos mercados alternativos.

En dichas normas o reglamento se establece la figura del Asesor Registrado, quien representa a las compañías ante el mercado. El Asesor Registrado debe valorar la idoneidad de las empresas interesadas en cotizar y les debe asesorar en el proceso de incorporación y en el cumplimiento de las obligaciones y responsabilidades por su participación en el Mercado. También debe asesorarles en la elaboración y presentación de la información financiera y empresarial requerida. Son una especie de “guardianes del sistema” para dotar de mayor confianza al inversor y ayudar a este tipo de empresas poco familiarizadas con las exigencias propias de los mercados de valores.

RESPONSABILIDADES

Para cotizar en BME Growth, las compañías deben presentar el llamado Documento Informativo de Incorporación al Mercado. En el documento presentado por Grupo Greening con motivo de su reciente incorporación se dice que “ni la Sociedad Rectora de BME MTF Equity ni la Comisión Nacional del Mercado de Valores han aprobado o efectuado ningún tipo de verificación o comprobación en relación con el contenido de este Documento Informativo. La responsabilidad de la información publicada corresponde a Grupo Greening y sus administradores. El Mercado se limita a revisar que la información es correcta, consistente y comprensible.”

Cualquier inversor que lea dicho texto y tenga lo que el código civil denomina la “diligencia de un buen padre de familia” debería salir corriendo de estos mercados al leer dicha cláusula. Salvo de las faltas de ortografía, la sociedad rectora de BME Growth no se hace responsable de la veracidad de la información. Esto deja desprotegido al inversor, quien debe tomar sus decisiones de inversión en base a dicha información una vez que es pu-

blicada. No es de extrañar que el mismo documento indique que “se recomienda al inversor leer íntegra y cuidadosamente el presente Documento Informativo...” Este desplazamiento de la responsabilidad plantea la cuestión de a quién corresponde la labor de supervisión y contraste de la información que las compañías presentan al mercado. Y, por tanto, a quien corresponde la protección del inversor.

La sanción impuesta por la CNMV a la Sociedad Rectora de la Bolsa de Madrid y la sentencia del Tribunal Supremo (TS) sobre el papel de Ernst & Young (EY) como asesor registrado, ambas respecto al caso Gowex, ponen de manifiesto que, para desgracia de los inversores, ambos actores daban protección meramente formal a los mismos, situación que ha tenido que ser corregida por los tribunales. En 2015, la CNMV acordó imponer una multa de 150.000 euros a Bolsas y Mercados Españoles Sistemas de Negociación S.A por una infracción muy grave de sus deberes de supervisión como entidad rectora de sistema multilateral de negociación donde cotizaba Gowex. La Audiencia Nacional desestimó en 2017 el recurso contra dicha sanción, dejando claro que la supervisión primaria y directa recae en las sociedades rectoras de estos mercados. La existencia de Asesores Registrados no exonera a la sociedad rectora de los deberes que le incumben en la supervisión de la información que las empresas cotizadas ponen a disposición del mercado. Las sociedades rectoras tienen igualmente una labor de control y supervisión de los Asesores Registrados.

“La sanción impuesta por la CNMV a la Sociedad Rectora de la Bolsa de Madrid y la sentencia del Tribunal Supremo (TS) sobre el papel de Ernst & Young (EY) como asesor registrado, ambas respecto al caso Gowex, ponen de manifiesto que, para desgracia de los inversores, ambos actores daban protección meramente formal a los mismos, situación que ha tenido que ser corregida por los tribunales”

LAS NECESARIAS FUNCIONES DE CONTROL

En su reciente sentencia de Abril de este año y respecto a la labor del Asesor Registrado, el Tribunal Supremo recuerda que estos asesores no solo tienen funciones de asesoramiento en la elaboración de la información a presentar por el emisor, sino también funciones de control de la misma.

Un control no solo de la regularidad formal, sino que los asesores registrados deben controlar que la información remitida sea mínimamente precisa, de calidad y completa y que los datos no induzcan a confusión a los inversores. Este aspecto de la revisión sustantiva fue posteriormente reforzado en la reforma de la Ley del Mercado de valores de 2015.

“En su reciente sentencia de Abril de este año y respecto a la labor del Asesor Registrado, el Tribunal Supremo recuerda que estos asesores no solo tienen funciones de asesoramiento en la elaboración de la información a presentar por el emisor, sino también funciones de control de la misma, que sea mínimamente precisa, de calidad y completa, y que los datos no induzcan a confusión a los inversores”

El Tribunal Supremo habla expresamente de actuación negligente por parte de Ernst & Young (EY) como Asesor Registrado de Gowex. Esta actuación negligente provocó que la información fraudulenta fuera publicada por el MAB y puesta a disposición de los inversores para que estos pudieran fundamentar sus decisiones de inversión. Cuando se conoció la situación real de la empresa, los accionistas sufrieron un grave perjuicio porque el valor de las acciones se desplomó. El Tribunal Supremo establece una importante relación de causalidad: la falta de control de la mala información que llega al inversor, produce un perjuicio económico que debe ser indemnizado.

La sentencia establece también que las cláusulas de exención o limitación de responsabilidad frente a terceros firmadas entre el emisor y el Asesor Registrado carecen de relevancia. Una cláusula de un contrato firmado entre dos partes no puede tener efecto respecto a terceros, los inversores, que no han participado en dicho contrato.

En el caso de sanciones a los Asesores Registrados, llama la atención que dichas sanciones no tengan ningún impacto en su habilitación para seguir ejerciendo estas funciones.

Hemos vivido hace unas semanas una crisis bancaria en Estados Unidos provocada por los bancos regionales, sujetos a menores requisitos y controles regulatorios. Se ha demostrado que los bancos pequeños pueden poner en crisis todo el sistema bancario. Puede establecerse un paralelismo con estas pequeñas compañías que cotizan en los sistemas multilaterales de negociación. Por pequeñas que sean las compañías, los inversores se pueden verse gravemente perjudicados si no se extrema su supervisión.

MEJOR PROTECCIÓN

La sentencia del Tribunal Supremo pone de manifiesto que la protección del inversor deber ser sustantiva, no meramente formal. La sentencia llega nueve años después de la suspensión de cotización de Gowex, impulsada por pequeñas accionistas que en algún caso invirtieron escasamente doce mil euros comprando setecientas cincuenta acciones. Acudir a los tribunales es siempre un proceso largo, complejo y costoso sobre los hombros de sencillos accionistas tanto en su formación financiera como en sus medios económicos. Solo cuatro accionistas han llegado

hasta el final, lo que hace que la sanción económica que debe afrontar el Asesor Registrado por el daño causado sea irrelevante frente a la conmoción causada por el desplome de una empresa que llega a valer más de mil cuatrocientos millones de euros.

Tras lo acontecido en el caso Bankia, si realmente se quiere impulsar el capitalismo popular, los minoristas merecemos una mejor protección, con independencia del tamaño de las compañías y del mercado en que coticen.

La sentencia del Tribunal Supremo de 19 de abril de 2023 sobre la responsabilidad del asesor registrado, respecto de los inversores perjudicados el caso Gowex, también plantea la problemática en torno a la información económico-financiera que han de presentar las sociedades que cotizan al mercado y quien es responsable de la misma. La información que reciben los inversores debe permitir que estos tomen decisiones fundamentadas en datos de calidad, en base a una información "comprensible y adecuada" que no omita datos relevantes ni que pudiera inducir a confusión.

La sentencia establece también que la función del asesor registrado según la normativa vigente en el momento de los hechos era, entre otras finalidades, la de la protección del inversor a través del control de dicha información.

CONSISTENCIA Y AUSENCIA DE INFORMACIÓN

En este conocido caso acaecido en 2014, tuvo que ser un tercero radicado en Estados Unidos, la casa de análisis Gotham, quien pudo detectar el fraude y la persistencia de la actuación fraudulenta. La publicación de dicho informe permitió conocer la situación real de la empresa. Los accionistas sufrieron un grave perjuicio porque el valor de las acciones se desplomó.

Gowex cotizaba en el Mercado Alternativo Bursatil (hoy BME Growth). Las especiales características de este tipo de mercados, no regulados, y las características de las compañías que en el cotizan, pequeñas empresas en busca de financiación y con escaso *free-float*, refuerza que la importancia de la información puesta a disposición de los inversores en la fijación del precio sea considerable. Estas compañías normalmente carecen de cobertura continuada por parte de analistas de bolsa.

Aeternal Mentis es una compañía especializada en inteligencia artificial que salió a Bolsa a finales de Julio 2021, fecha cercana a la salida de EidF en España. Se incorporó con un valor de referencia de 2,80 euros por acción, una capitalización de 37 millones de euros y un *free float* de solo el 5,5% de su capital. En su folleto de incorporación preveían multiplicar sus ventas entre 2021 y 2025 por cuarenta y siete veces y su beneficio bruto de explotación por veintiocho veces. En apenas dos meses alcanzó una revalorización cercana al 200% que continuó hasta llegar al 560% a cierre de 2021, siendo uno de los valores que más subió en 2021 en BME Growth.

En su reciente presentación de resultados de 2022, la compañía ha rebajado en un 80% sus expectativas de crecimiento tanto de

ventas como de beneficios. En las primeras semanas de mayo, apenas se intercambiaban una media de doscientas acciones diarias de Aeternal Mentis en bolsa, con sesiones en que apenas se cruzan operaciones por cincuenta acciones. Un inversor que hubiera comprado solo mil acciones en base a dichas proyecciones de crecimiento va a tener difícil el vender su posición sin provocar una caída de la acción.

Esta escasa liquidez hace que la información sobre las acciones compradas o vendidas por la propia empresa sea muy relevante. Nos encontramos, sin embargo, que en la memoria de muchas compañías solo se informa del saldo de autocartera a final de año, pero no del volumen de acciones compradas o vendidas. Este es el caso de Parlem, en cuya memoria de 2021 figura un total de 83.667 acciones propias a diciembre 2021. Al analizar el beneficio que declara en dichas operaciones se puede inducir que ha intermediado en más 400.000 acciones, cinco veces el saldo de final de año.

"La sentencia del TS establece también que las cláusulas de exención o limitación de responsabilidad frente a terceros firmadas entre el emisor y el Asesor Registrado carecen de relevancia. Una cláusula de un contrato firmado entre dos partes no puede tener efecto respecto a terceros, los inversores, que no han participado en dicho contrato"



ALGUNOS CASOS

Las compañías que salen a BME Growth suelen ser compañías pequeñas que buscan captar financiación y expandirse, en ocasiones mediante la compra de otras compañías. La información a suministrar en las adquisiciones de empresas por parte de la sociedad que cotiza es muy relevante. Con frecuencia esta información omite datos tan importantes como la forma concreta de pago y si se hace con acciones de nueva emisión o de autocartera.

Making Science es una compañía salió a cotizar en 2020 apenas unos días antes del inicio de la pandemia en 2020. La compañía ha tenido una exitosa evolución en bolsa y ha realizado numerosas compras de empresas en estos tres años. En octubre de 2020 anunció la compra de la compañía Omniaweb por un importe de 7,1 millones de euros. En su comunicación al mercado solo menciona que una parte del pago se hace en efectivo y otra parte en acciones, más un "earn out" (pago futuro en función de alcanzar determinados objetivos). En ningún momento informa del importe concreto para pagar en efectivo y cuál es el número de acciones a entregar y a qué precio se valoran estas acciones. Solo posteriormente, con motivo de la celebración de una junta extraordinaria de accionistas, se conoce a través del informe del Consejo y del auditor los importes del pago en efectivo y, sobre todo, que como parte del pago se propone (y aprueba) la emisión de 150.000 acciones nuevas a un precio fijado de 6,95 euros por acción. Los accionistas existentes no tenían derecho preferente de suscripción.

Probablemente, ningún inversor minorista ha llegado a leerse este informe. En febrero de 2021, la compañía anuncia la compra del 100% Nara Media y el 51% de Celsius. Al igual que en el caso anterior la comunicación inicial no desglosa de forma detallada las condiciones de dicha compra. En el posterior informe del consejo con motivo de una junta extraordinaria de accionistas, se conocen los detalles concretos. Se solicitan y aprueban dos ampliaciones de capital por un total de 410.000 acciones a un precio de 15,50 euros por acción. Los accionistas preexistentes no tenían derecho de adquisición preferente.

Estos son datos muy relevantes y debían haberse hecho públicos en el momento inicial de anunciar estas operaciones. El total de acciones a emitir entre todas las ampliaciones alcanza las 560.000 acciones, equivalentes a un 8% del capital con el que la compañía salió a cotizar en apenas doce meses antes y representan un 75% adicional sobre el *free-float* teórico inicial, lo que supone una importante dilución. En ambas ocasiones, la cotización de Making Science, marco su máximo histórico hasta la fecha, el día anterior al anuncio de estas compras.

SOBRE LAS CIFRAS DE NEGOCIACIÓN

Otro punto de posible mejora en el funcionamiento de este tipo de mercados está referido a la información que se suministra sobre la negociación de estos valores. BME obliga a las compañías a contratar un proveedor de liquidez, a fin de favorecer la liquidez de las operaciones e incrementar la frecuencia de las



"En un momento como el actual en que cualquier persona puede comprar acciones desde un dispositivo móvil, con inversores cada vez más jóvenes, es muy importante reforzar que la información sea completa y detallada desde el primer momento en que produce una comunicación, fácil de entender y con la suficiente calidad para con ello favorecer la efectiva protección de los inversores"

contrataciones. Dado que es la compañía la que paga a este proveedor de liquidez sería bueno para asegurar la independencia no solo formal sino sustantiva de su actuación respecto a la empresa que fuera BME quien eligiera a dichos proveedores. Para reforzar esta independencia no debían coincidir en un mismo intermediario la figura de asesor registrado, que acompaña y ayuda a la compañía en su salida a Bolsa, con la de proveedor de liquidez una vez ya cotizando, por los posibles conflictos de interés. Cuando se producen estos conflictos, se alude normalmente a la existencia de "murallas chinas" entre los distintos departamentos implicados. Siempre es mejor asegurarse que estas murallas chinas no sean de hecho muy bajitas. Para conocer la liquidez real de las compañías, habría que conocer el volumen intermediado por dichos proveedores en cada empresa, información que no está disponible.

En un momento como el actual en que cualquier persona puede comprar acciones desde un dispositivo móvil, con inversores cada vez más jóvenes, es muy importante reforzar que la información sea completa y detallada desde el primer momento en que produce una comunicación, fácil de entender y con la suficiente calidad para con ello favorecer la efectiva protección de los inversores. ○



CNMV COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES

La CNMV aprueba el código de inversores

emisores | La Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) ha aprobado hoy el Código de buenas prácticas de inversores institucionales, gestores de activos y asesores de voto en relación con sus deberes respecto de los activos conferidos o los servicios prestados.

El código, que es de adhesión voluntaria y contempla un periodo transitorio de tres años para su aplicación, está dirigido a los inversores institucionales y a los gestores de activos, con sede en España. Se consideran inversores institucionales las compañías de seguros y reaseguro de vida y los fondos de pensiones de empleo. +

Las campañas activistas crecieron el 36% en 2022

emisores | Las cotizadas de todo el mundo vivieron 235 campañas activistas en 2022, el 36% más que un año antes, según la *2022 Review of Shareholder Activism* de la firma financiera Lazard. El nivel activista del ejercicio pasado fue el más alto de los últimos cuatro años y se aproximó al récord de 2018. +



La influencia del CEO determina buena parte de la independencia de los consejos

emisores | La influencia del CEO en el nombramiento y sustitución de los consejeros independientes tiene mucho más peso en la supervisión del primer ejecutivo en las cotizadas españolas que la antigüedad de estos en los órganos de gobierno, según las conclusiones del estudio empírico "Determinantes e impacto de la antigüedad de los consejeros en el cargo", elaborado para el periodo 2013-2020 por Maribel Sáez Lacave y María Gutiérrez Urtiaga, investigadoras, respectivamente, de la Universidad Autónoma de Madrid, y de la Universidad Carlos III de Madrid a partir de un análisis de información pública. +



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

A las cotizadas españolas les faltan 100 consejeras mujeres para alcanzar el objetivo del 40% en paridad de género



La inversión familiar directa en cotizadas españolas, en el nivel más bajo en 25 años

El BOE publica la nueva Ley del Mercado de Valores



Virginia se une a la corriente anti ESG de los estados republicanos en Estados Unidos

La ardua tarea de recuperar retenciones fiscales por dividendos de acciones extranjeras



El 83% de los inversores europeos minoristas asegura haber pagado –y no recuperado– impuestos dos veces por los dividendos percibidos de sus inversiones en cotizadas extranjeras, una en su país de origen y otra en el de la sede de la compañía de destino de la inversión. Eludir la doble tributación es "incómodo y costoso", según una encuesta de *Better Finance* y *DWS* entre 3.000 sufridos minoristas europeos.

TEXTO emisores

Las complejidades de los procedimientos hacen "difícil o financieramente irracional para los inversores no profesionales reclamar el exceso de retención de impuestos en los ingresos por dividendos" y "más del 90% de los inversores europeos consideran que el procedimiento de recuperación es, en general, difícil", mientras que "en cerca del 70% de los casos los inversores incurrieron en costes", concluye la encuesta citada, a pesar de que "un conocimiento sustancial y el cumplimiento de los procedimientos de reembolso son obligatorios" en la eurozona.

Los resultados de la encuesta también muestran que, debido a la complejidad del procedimiento de recuperación del conocido como *withholding tax* (WHT), el 83% de los inversores "no lograron reclamar el impuesto retenido en otro Estado miembro de la UE y fueron efectivamente sometidos a doble imposición." El efecto inmediato es que el 31% de los 3.000 minoristas consultados por *Better Finance* y *DWS* "tiene la intención de dejar de comprar acciones extranjeras de la UE debido a los problemas transfronterizos que implica el de WHT." Es más, los procedimientos WHT en los países de la UE se consideran "mucho más complicados y menos eficientes que los de Suiza o de Estados Unidos."

El 31% de los minoristas europeos declara que dejará de comprar acciones europeas por los problemas transfronterizos de recuperación del withholding tax (WHT)

Otro hallazgo clave de la encuesta es que, además de simplificar los procedimientos, los inversores privados prefieren "un alivio de los procedimientos en origen a un procedimiento de reembolso engorroso y lento para evitar una doble tributación de sus ingresos por dividendos desde el principio."

Los retrasos o la imposibilidad del reembolso por doble tributación son, obviamente, según las organizaciones promotoras de la encuesta, perjudiciales en la medida en que "están socavando la confianza de los inversores en la inversión transfronteriza dentro de la UE."

En este sentido, Guillaume Prache, Director General de *Better Finance*, ha indicado que "si de verdad queremos lograr una unión de los mercados de capitales, existe una necesidad urgente de que la UE actúe. Solo un WHT simplificado y armonizado a nivel eurocomunitario ayudará a estimular y dejar de obstaculizar las inversiones minoristas transfronterizas. Más allá de la mera cooperación fiscal entre los estados miembros de la UE, las barreras a los procedimientos de devolución de WHT deben eliminarse, incluyendo los procedimientos transfronterizos deficientes y las barreras administrativas". O

REFLEXIONES SOBRE EL AVANCE DE LA TEMPORADA DE JUNTAS 2023 EN ESPAÑA



Claudia María Morante Belgrano.
Head of Corporate Governance
de Georgeson Spain

En España, a fecha de elaboración del presente artículo –inicio de mayo 2023¹– estamos inmersos en plena temporada de juntas, momento donde las compañías cotizadas españolas se ven bajo el escrutinio de los accionistas al someter sus propuestas de acuerdo a la aprobación en las juntas generales de accionistas.

Aunque aún queda un número significativo de compañías del Ibex-35 por celebrar sus juntas de accionistas (un 56% de éstas aún no la han celebrado), durante este periodo ya podemos vislumbrar algunas tendencias que pueden marcar el paso de lo que ocurrirá en lo que queda de temporada.

En lo que respecta al tipo de celebración de juntas, a raíz de la pandemia se establecieron nuevas formas de celebración de juntas, consolidándose a día de hoy las juntas híbridas –esto es, la posibilidad de que los accionistas puedan acudir de manera presencial o telemática–.

En lo que respecta a las propuestas más controvertidas en las juntas, Georgeson observa que los ámbitos más tradicionales de escrutinio, como los relativos a los nombramientos y reelección de consejeros –donde el nivel de independencia, separación de cargos presidente /CEO o potencial *overboard* suelen estar bajo la lupa– y los asuntos retributivos, continúan siendo foco de preocupación. Sin embargo, desde Georgeson también estamos siendo testigos de cómo están emergiendo otros aspectos más novedosos ligados al ESG, o a la capacidad de respuesta de las compañías ante episodios de disidencia elevados en juntas anteriores, que, si bien empezó a vislumbrarse en la temporada de juntas 2021 y 2022, vemos cómo se empieza a consolidar en lo que va de 2023.

ASPECTOS NOVEDOSOS

Entre los citados aspectos más novedosos, cabe destacar los siguientes:

En materia de diversidad de **género**, se trata de uno de los grandes retos que están viviendo las cotizadas españolas en esta temporada de juntas 2023. En este sentido, en España el Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas² recoge en su Recomendación 15 que los consejos de administración estén compuestos al menos por un 40% de mujeres al finalizar 2022³. A pesar de ser el código un *soft law*, esta recomendación ha tenido un gran impacto desde la perspectiva de mercado. Los principales *proxy advisors* han actuado en consonancia con esta recomendación, aumentando a un 40% el porcentaje de mujeres

requerido en los consejos de administración de las cotizadas españolas (compañías pertenecientes al Ibex-35 e Ibex-Mid cap según las directrices de Glass Lewis), aun cuando para otros países de nuestro entorno, la diversidad de género en el consejo, según sus directrices de voto⁴, permanece en el 30%.

Específicamente, estos *proxy advisors* manifiestan en sus directrices de voto para el mercado español que, en el caso de no alcanzar el 40% de mujeres, podrán recomendar en contra del presidente de la comisión de nombramientos (u otros consejeros), aunque establecen factores mitigantes, como el que la compañía haya cumplido en la pasada junta con el umbral requerido, o que la compañía emita un compromiso público de que cumplirá en el corto plazo con el nuevo umbral exigido. En la práctica, habrá que confirmar si esto se mantiene así en lo que queda de temporada. Desde Georgeson estamos observando a los *proxy advisors* adoptar cierta flexibilidad al respecto cuando existen compromisos por parte de las compañías. Podemos constatar varios casos de compañías del Ibex-35 que, a pesar de no contar con el 40% de mujeres en el Consejo, el presidente o vocal de la comisión de nombramientos que se sometían a reelección no han sido objeto de una penalización significativa.

- Desde la perspectiva de los emisores, en Georgeson somos testigos de los mayores esfuerzos de las compañías por mejorar la transparencia en la divulgación, haciendo en muchos casos un compromiso público para alcanzar el umbral del 40% en un periodo de tiempo, aunque no siempre en un periodo de un año.
- Desde la perspectiva de los *proxy advisors*, vemos que, en la mayoría de casos hasta el momento, están aceptando dicho compromiso público, e indicándolo así en sus Informes respectivos de las compañías que elaboran en el marco de las juntas de accionistas. También es relevante resaltar que en algunos de dichos informes han dejado constancia sobre el tema de género, mediante un *qualified support*⁵ en el punto relativo a la reelección del presidente de la comisión de nombramientos, del presidente del consejo, o de algún miembro de la comisión de nombramientos.

En el ámbito **retributivo**, el interés de los accionistas y *proxy advisors* continúa en aumento y Georgeson está observando como muchos inversores empiezan a marcar “líneas rojas” en aspectos en los que antes eran más permisivos. Entre ellos, se pueden destacar los siguientes:

- La transparencia ha alcanzado un sitio predominante donde, entre otros, la divulgación sobre el nivel de cumplimiento de objetivos de manera individualizada se ha convertido en una obligación, al menos, expost.
- La composición del mix retributivo gana fuerza, donde se espera que la mayor proporción de la remuneración esté ligada a “riesgo”, y que los planes de incentivos a largo plazo constituyan la proporción más elevada de la remuneración variable.
- En la definición de los objetivos de toda la retribución variable sigue ganando fuerza la inclusión de métricas no financieras, asociadas a objetivos estratégicos de las compañías.
- Los incrementos salariales de ejecutivos deben venir acompañados de una justificación que incluya, entre otros, el ejercicio de un *benchmark* retributivo, y la experiencia positiva de los accionistas. Asimismo, cualquier pago extraordinario será normalmente penalizado.
- Otra de las líneas rojas está constituida por el pago de un importe relativo a la terminación del contrato, cuando se trata de un consejero no ejecutivo; o de pagos por terminación de contrato superiores a dos veces la retribución fija y variable anual.



“Desde Georgeson también estamos siendo testigos de cómo están emergiendo otros aspectos más novedosos ligados al ESG, o a la capacidad de respuesta de las compañías ante episodios de disidencia elevados en juntas anteriores”

RESPUESTA A LAS DEMANDAS ACCIONARIAS

En este contexto, varias compañías que en 2022 obtuvieron un voto en contra superior al 20% en materia retributiva, en 2023 se han hecho eco de las preocupaciones manifestadas en la Junta 2022 por los accionistas, mejorando su nivel de transparencia, y adoptando en varios casos cambios en sus modelos retributivos para adaptarse a estas expectativas por parte del mercado. Esto ha permitido que, si tomamos como ejemplo la media de apoyo recibido en el Informe anual de remuneraciones de los consejeros (IARC) de las 15 compañías del Ibex-35 que ya han celebrado sus juntas en lo que va de 2023, ésta haya aumentado en casi 3 puntos porcentuales en 2023 con respecto a la media de apoyo recibida por el mismo grupo de compañías en 2022, situándose en una media de 88% en 2023. Asimismo, Georgeson puede constatar que, en los respectivos informes de los *proxy advisors*, se ha hecho una mención positiva al respecto. Esta tendencia puede ser una indicación del mayor apoyo, pero la temporada no se ha acabado todavía.

Por último, los asuntos relativos al **cambio climático** han adquirido una relevancia creciente en los últimos años, impactando de lleno en diversos ámbitos, entre ellos, el empresarial. Georgeson observa cada vez mayores demandas de inversores institucionales para que las compañías adquieran compromisos en relación con su estrategia de cambio climático. A pesar de ello, en España, en lo que va de la temporada de juntas 2023, solo dos compañías del Ibex-35 han llevado una propuesta relativa a cambio climático, siendo estas, dos de las tres que llevaron este tipo de propuesta en 2022. Esto contrasta con lo que venimos observando en otros países de Europa, cuyas propuestas en materia climática prácticamente se triplicaron en la temporada de juntas 2022, en relación con la temporada anterior.

El avance de temporada hace vislumbrar que propuestas enfocadas al cambio climático permanecerán bajas en España en 2023, pero este comportamiento puede cambiar en lo sucesivo, motivado, entre otros, por los propios inversores, que empiezan a manifestar en las actividades de diálogo con emisores, su interés por ver propuestas de este tipo, sugiriendo que, de no llevar este tipo de propuestas, podrán penalizar a consejeros que vayan a reelección –en especial aquellos con responsabilidad sobre este ámbito–, como forma de expresar su malestar.

En definitiva, las compañías se enfrentan a un gran desafío en la gestión de sus Juntas de Accionistas. Desafío que viene marcado, por un lado, por las mayores demandas de inversores –en ámbitos tradicionales y emergentes– que buscan una divulgación más significativa, mejores respuestas por parte de las compañías y una mejor alineación de éstas en cuestiones ambientales, sociales y de gobernanza (ESG) clave, y por accionistas que utilizan sus votos para expresar su decepción o satisfacción sobre temas específicos. Por otro lado, por el entorno volátil que estamos viviendo, donde el permanente cambio y la incertidumbre constituyen el nuevo paradigma en el que las compañías deben aprender a desenvolverse. ○

¹ Juntas celebradas hasta el 30 de abril de 2023. ² Revisado en Junio 2020. ³ Recomendación 15: “...Y que el número de consejeras suponga, al menos, el 40 % de los miembros del consejo de administración antes de que finalice 2022 y en adelante, no siendo con anterioridad inferior al 30 %.” ⁴ Directrices de voto tomadas en consideración para este artículo: En el caso de ISS, el Benchmark Policy Recommendations para Europa Continental y en el caso de Glass Lewis, las directrices para Europa Continental y España. ⁵ se refiere a la emisión de una recomendación de apoyo, pero con ciertas reticencias.

Haber sido CEO o alto directivo, clave para acceder al consejo

Las trayectorias profesionales que facilitan el paso de directivo a consejero son la pertenencia a equipos de alta dirección (19%), la experiencia en procesos de transformación empresarial (18,4%) y como primer ejecutivo (17,9%).

TEXTO emisores

Alto directivo o primer ejecutivo y con experiencia en procesos de transformación, especialmente corporativos y en los ámbitos digital y tecnológico. Este es el perfil mayoritario de aquellos directivos que acceden a un consejo de administración en España, según el estudio *Gestión de transición de directivo a consejero*, elaborado por Centro de Gobierno Corporativo de Esade en colaboración con Antonio Núñez, *senior partner* de Paragon Partners, y para el que se ha consultado a más de dos mil profesionales. El informe analiza los aspectos clave para desarrollar una gestión eficaz de la transición de directivo a consejero e identifica los principales retos a los que se enfrentan en ese proceso.

Para Mario Lara, director del Centro de Gobierno Corporativo de Esade y coautor del informe, “la transición de directivo a consejero es una oportunidad para seguir aportando valor al éxito de una empresa, pero también exige asumir nuevos retos de desarrollo personal tanto en conocimientos como en habilidades que faciliten su consolidación en el nuevo rol, así como cambios de enfoque respecto al ejercicio de las responsabilidades que asumirá como consejero”.

“Los roles de ejecutivo y de consejero son claramente diferentes, porque participan en momentos distintos del proceso empresarial. Como directivo, puede haber estado más centrado en la gestión diaria de la empresa, mientras que, como consejero, su rol es más estratégico y orientado a largo plazo”, ha añadido Antonio Núñez, *senior partner* de Paragon Partners y coautor del estudio.

GÉNERO

Asimismo, el informe confirma la tendencia de que, cada vez más, un mayor número de mujeres apuesten por el desarrollo de su ca-

rrera hacia el acceso a puestos en un consejo. Esta circunstancia refleja, según sus autores, el proceso de madurez y evolución del mercado español.

Asimismo, el estudio destaca que la edad en el acceso al primer consejo está bajando, ya que más de un tercio de los nuevos consejeros son menores de 50 años y sólo el 7% es mayor de 60. A este hecho contribuye, además del acceso de un mayor número de mujeres a puestos de consejo, el que las compañías, especialmente las cotizadas, estén incorporando en su normativa interna el número de consejos adicionales en los que permiten participar a sus consejeros para evitar la figura de ‘consejero desbordado’.

También, entre las principales conclusiones del informe, se destaca que los mejores facilitadores o aceleradores de este proceso de transición son una buena gestión de las re-

“

Se confirma la tendencia de que, cada vez más, un mayor número de mujeres apuesten por el desarrollo de su carrera hacia el acceso a puestos en un consejo, lo que reflejaría el proceso de madurez y evolución del mercado español.

des de contactos personales; la construcción de un buen relato de su experiencia profesional; la adquisición de conocimientos clave del consejo; el desarrollo de relaciones para conseguir la prescripción de los miembros influyentes del consejo y el aprendizaje de nuevos estándares en gobierno corporativo.

LOS MEJOR POSICIONADOS

Según el informe del Centro de Gobierno Corporativo de Esade, las trayectorias profesionales que facilitan el paso de directivo a consejero son la pertenencia a equipos de alta dirección (19%), la experiencia en procesos de transformación empresarial (18,4%) y como primer ejecutivo (17,9%), y, en cuanto a las mejores vías, los consultados apuntan a las recomendaciones de inversores y accionistas (32,2%), de miembros y presidente del consejo (29,5%), del consejero delegado o la alta dirección (18%). La labor de firmas de *executive search* gana en importancia en los casos de las directivas que pasan a consejeras (21,4%) y en el de los ejecutivos que entran en su primer consejo (12,3%).

OTROS FACTORES

En el paso de alto ejecutivo a consejero también existen factores externos que pueden contribuir a la transición, como que éste sea introducido por su empresa como consejero en alguna filial o participada; que ésta le prescriba o referencie su candidatura para otros consejos directamente, a través de cazatalentos (*headhunters*) u otros actores, o le introduzca como patrono de alguna fundación o junta directiva de asociación en su representación. Pero también existen obstáculos y, en este apartado, las principales circunstancias que pueden hacer que el directivo rechace entrar en un consejo son las incompatibilidades con los valores, propósitos e intereses de la compañía (28,5%) y con la visión y los objetivos estratégicos de los accionistas principales de ésta (13,4%), además de otras circunstancias, ya externas, como el riesgo reputacional ante *stakeholders* clave, la sociedad o el entorno (10,8%).

“La transición de directivo a consejero se debe valorar como un reto multidimensional, en el que los componentes de experiencia previa, facilitadores, competencias, habilidades y recursos intangibles son clave para configurar una adecuada transición”, ha explicado Néstor U. Salcedo, investigador del Centro de Gobierno Corporativo de Esade y coautor del informe. ○

6 de cada 10 nuevos consejeros en el FTSE 350 en 2022 fueron CEOs o CFOs

Las cotizadas británicas buscan alta experiencia directiva para renovar sus consejos de administración. El 37% de los consejeros noveles fichados el último ejercicio desempeñaba el puesto de CEO, y el 21%, el de director financiero (CFO).

TEXTO emisores

“Esto demuestra que los consejos han buscado, tanto consejo como experiencia ejecutiva”, concluye el *Board Monitor. UK 2023* de la consultora de recursos humanos Heidrick&Struggless. De hecho, el año pasado hubo un aumento “en la participación de consejeros activos en su puestos ejecutivos, en lugar de jubilados. Esta ha sido una tendencia creciente en los últimos tres años, con consejos buscando ejecutivos que se ocupan de los mismos retos y oportunidades en sus empresas en tiempo real, hasta el 49%, el porcentaje más alto en cuatro años.” Esta tendencia de búsqueda de “las canas” por los consejos británicos del Footsie 350 es también “similar a la de los consejos de

las cotizadas del Fortune 500 en Estados Unidos”, según esta consultora.

Puestos a buscar experiencia, los consejos británicos también buscan candidatos en otras posiciones de los comités de dirección, de mayor a menor interés, jefes de División, de Operaciones –COO– o de filiales regionales.

Consejeros con experiencia, y también con una edad suficiente. De hecho, otra tendencia del año pasado es que “el porcentaje de asientos destinados a consejeros noveles es el más bajo desde 2019” y, sin embargo, o quizá consecuentemente, la edad media de los consejeros nombrados el año pasado se situó en 57 años, y “muchos menos puestos fueron para consejeros por debajo de 55: 28% en 2022, frente al 40% en 2021; y más puestos fueron para directores mayores de esa edad, el 66% frente al 60% de un año antes.” Heidrick&Struggless se muestra crítica con este avejentamiento relativo de los consejos británicos: “esta tendencia reduce la capacidad de aprovechar los conjuntos de habilidades y experiencia de las generaciones más jóvenes, que también tienen nuevas perspectivas valiosas para traer a la toma de decisiones de las juntas.”

MUJERES CONSEJERAS Y DIRECTIVAS

La proporción de puestos en los consejos del Footsie 350 que fueron a parar a mujeres alcanzó un récord en 2022, el 58%, “sin duda, al menos en parte, debido a la Requisito de la FCA de que al menos el 40% de todos los miembros de la junta sean mujeres a finales de 2025.”

Sin embargo, los consultores de Heidrick indican también que “nuestro análisis muestra que, al mirar la composición del consejo en su conjunto, aunque la media del 41% de los asientos del FTSE 350 están

en manos de mujeres, todavía sólo el 55% de empresas han alcanzado la cuota del 40%.” Sin embargo, prosigue el informe, “el objetivo está bien a la vista, ya que el 93% de las empresas tienen mujeres en el 30% de los puestos de consejero.” Reino Unido sería también “uno de los pocos mercados donde al menos el 20% de las empresas han alcanzado la paridad de género.”

Un análisis más fino indica que “es alen-

La proporción de puestos en los consejos de las grandes cotizadas británicas que fueron a parar a mujeres alcanzó un récord en 2022, el 58%

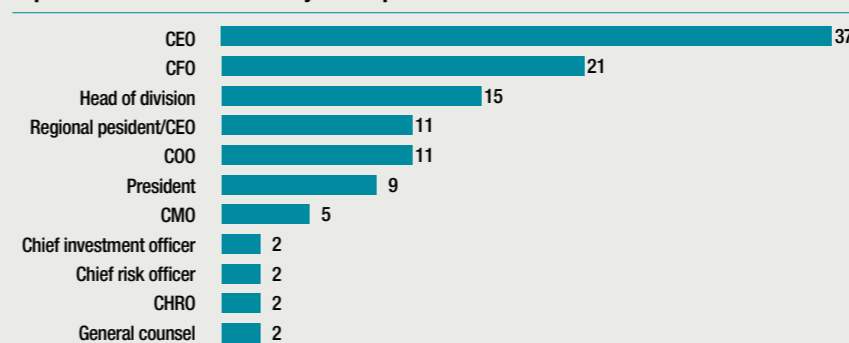
tador ver que las juntas también han hecho algunos progresos en nombrar mujeres en uno de los cuatro posiciones de influencia requeridas por la misma regulación: CEO, CFO, presidente, o consejero senior independiente (SID).” Mientras que en 2021 el 45% de las empresas no tenía ninguna mujer en ninguno de los cuatro puestos, solo hay un 34% de empresas en la misma situación ahora, más de diez puntos porcentuales de mejora en un solo año.

EXPERIENCIA DE LOS CONSEJEROS

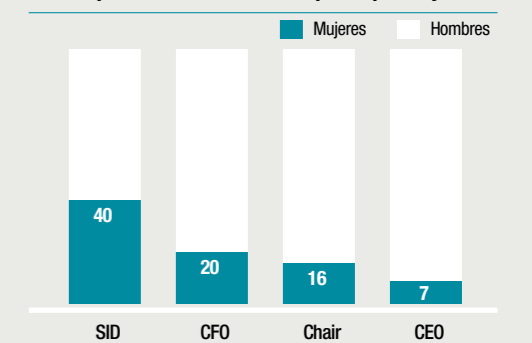
En general, los nuevos consejeros procedentes de funciones Servicios Financieros –46%– son los más codiciados, seguidos de los que saben de Consumo –36%–.

El informe también registra una caída en el porcentaje de consejeros recién nombrados con experiencia en ciberseguridad y también en los expertos en sostenibilidad, aunque estos últimos todavía acaparan el 31% de los nuevos puestos. ○

Experiencia de los nuevos consejeros en puestos del comité de dirección



Nuevos puestos de influencia ocupados por mujeres



Fuente: Board Monitor. UK 2023. Heidrick & Struggless

TEORÍA Y PRÁCTICA DEL *ENGAGEMENT*: EL CASO DE LOMBARD



Rebeca Coriat
Head of Stewardship.
Lombard Odier Investment Managers

Tras la aparición de los códigos nacionales de gobierno corporativo que establecen las expectativas de gobierno corporativo para las empresas que cotizan en bolsa, la intensidad y el alcance de la participación de los accionistas a través de *Engagement* han aumentado constantemente en los últimos 20 años. Dada la expansión exponencial de estas consideraciones en los últimos años, así como la mayor influencia del voto por delegación como herramienta para responsabilizar a las empresas e impulsar cambios, la actividad de Stewardship se ha transformado en una compleja red de expectativas y requisitos normativos.

Estas expectativas de buenas prácticas permitieron a los accionistas entablar conversaciones (*engagements*) con las empresas sobre su adecuación a dichas expectativas, que con el tiempo se han transformado en consideraciones más amplias sobre ASG y, más recientemente, sobre sostenibilidad. Uno de los puntos fuertes de dicha red son las variadas, diversas y, en ocasiones, exigencias contrapuestas que cada inversor tiene y que trata de desplegar en las empresas participadas. Sin embargo, no existe un repositorio central público de las expectativas de los inversores en toda la gama de cuestiones ASG y de sostenibilidad, lo que inevitablemente puede conducir a una falta de claridad en los enfoques, objetivos, procesos, resultados e información sobre el *engagement* y el voto por delegación. Además, existe un debate más reciente sobre el impacto y los resultados reales de la implicación y sobre cómo evitar el “Engagement washing”. El debate sobre la desinversión frente al *Engagement* sigue abierto y están surgiendo bandos claros a ambos lados de la valla. Por un lado, los partidarios del *Engagement* argumentan que a través de éste podemos abordar y tratar de efectuar cambios a nivel empresarial. Los partidarios de la desinversión sostienen que hay circunstancias en las que el *engagement* ya no funciona y que la única opción es desinvertir. Por último, observamos una tendencia emergente, de la que también somos pioneros en LOIM: además del enfoque de *engagement* específico por emisor/tema, tratamos de desarrollar un enfoque de *Engagement* macro, a nivel de sistemas, dirigido a abordar los fallos del sistema.

LAS CUESTIONES CONCRETAS

“Este consejo no es suficientemente independiente y mis directrices de voto recomiendan votar en contra de uno de los miembros no independientes”; “este consejo no tiene suficiente diversidad de género y mis directrices de voto recomiendan votar en contra del presidente del comité de nombramientos”; “no hay experiencia climática aparente a nivel del consejo y mis directrices de voto recomiendan votar en contra del presidente del comité de nombramientos o del presidente del consejo”.

“La estrategia de descarbonización de esta empresa no parece estar bien alineada con el marco de Climate Action 100+”; “esta empresa no ha cumplido sus objetivos de deforestación”; “la gestión de residuos y el reciclaje es un tema importante para esta empresa, pero no parece que la empresa lo haya abordado”; “he recibido una solicitud de consulta sobre remuneración de varias empresas”; “varias empresas quieren hablar con nosotros sobre sus estrategias de descarbonización”; “el nivel de controversia de esta empresa ha subido al nivel 4”. “Necesito más información sobre los cambios propuestos en la política de remuneración”. “Necesito pedir a la empresa que publique los objetivos de *scope* 3 para finales de 2025”.

¿Todas estas preguntas son o se convierten en *engagements*? ¿Qué es un *engagement*? ¿Todos los *engagements* cuentan como tales? ¿Buscar y recopilar información no es un *engagement*? ¿Por qué no? ¿Cómo debe priorizar los *engagements* una gestora de activos? ¿Cómo puedo medir el impacto y el éxito de mis *engagements*? ¿Todos los *engagements* deben tener éxito? ¿Qué demuestra un *engagement* fallido? ¿Es mi forma de entender un *engagement* la misma que la de un emisor? ¿Cómo y cuándo debo finalizar un *engagement*? ¿Cómo aportan valor mis *engagements* a las inversiones? ¿Hasta qué punto es medible un cambio que ha sido impulsado por un *engagement*? ¿Funcionan los *engagements* orientados a la colaboración frente al activismo puro y duro? ¿Cómo puedo vincular los *engagements* al proceso de inversión? ¿Debo dar prioridad a la cantidad sobre la calidad?

LA VISIÓN DE LOMBARD

La actividad de gestión de Lombard Odier se ha diseñado para promover y mejorar el valor a largo plazo de los activos que nos confían nuestros clientes. Creemos firmemente que la sostenibilidad es el principio básico de los resultados económicos y de la inversión a largo plazo, y que impulsará el potencial de rentabilidad a largo plazo. A través de nuestra actividad de gestión, tratamos de fomentar el avance de las empresas a gran escala y en profundidad hacia la sostenibilidad. Hemos

codificado nuestro enfoque en el marco de nuestra política de gestión, que nos ayuda a ofrecer claridad tanto a las empresas participadas como a los clientes sobre nuestro enfoque y nuestros objetivos.

Las prioridades de gestión de LOIM son 1) promover la alineación con la transición hacia la sostenibilidad y 2) promover el retorno sostenible. Este primer objetivo incluye apoyar y fomentar:

- una mayor ambición y credibilidad en las transiciones hacia la sostenibilidad de las empresas,
- mejores divulgaciones/prácticas generales
- tratar de abordar las controversias.

En el segundo, destaca nuestro trabajo de *engagement* en el que acompañamos a las compañías según se van reposicionando respecto a los cambios en el origen de sus beneficios (por ejemplo, el cambio que se genera en los beneficios obtenidos por la venta de coches con motor eléctrico vs coches con motor de combustión interna).

En este contexto, compartiremos a continuación la experiencia de LOIM con la esperanza de ofrecer orientación a algunas de las preguntas formuladas anteriormente.

En primer lugar, nos parece fundamental definir qué es un *engagement*. Los distintos actores del sector tienen diferentes definiciones de *engagement*, y esto se refleja en los distintos grados de cifras de *engagement* que vemos publicadas en los informes de gestión o de propiedad activa de los gestores. Creemos que hay fuerza en esta diversidad de interpretaciones y lo que es importante para nosotros es tener una descripción clara y una metodología de información que refleje nuestro enfoque. En LOIM, hemos definido un *engagement* como la suma de todas las interacciones con un emisor sobre un tema específico. Un *engagement* debe tener objetivos claros y me-

“Creemos que es importante establecer y divulgar públicamente las prioridades de *engagement* (con un enfoque que puede cambiar cada año, para adaptarse y ajustarse a los cambios cíclicos) y tener al menos una visión interna de la “materialidad”, es decir, si el tamaño de la participación impulsa el *engagement*, o si el tema impulsa el *engagement* independientemente del tamaño de la inversión”

dibles. En relación con el cambio a nivel de sistemas descrito anteriormente, estamos dando el paso en nuestra metodología de *engagement* para contar y categorizar como *engagements* los diálogos que piden un cambio específico, aunque esto siempre se basará en la premisa de un profundo conocimiento de la empresa, al que se llega tanto a través de la investigación de los analistas como a través de las interacciones del *Engagement*. De hecho, nos parece que los *engagements* que tienen como objetivo obtener más información pueden ser extremadamente útiles para ayudarnos a dar forma a nuestra comprensión de una empresa, pero no necesariamente apoyan nuestra ambición de hacer avanzar a las empresas en la transición hacia la sostenibilidad, a menos que se solicite un cambio más adelante durante el proceso de *engagement*.

Cuando se vinculan a la actividad de voto por delegación, la mayoría de los *engagements* son, por naturaleza, tanto de búsqueda de información como de solicitud de cambios, porque son precisamente esas preguntas y respuestas las que nos permiten tomar una decisión de voto informada y, por lo tanto, nos permiten responsabilizar adecuadamente a las empresas. Por ejemplo, durante la temporada de Juntas Generales de Accionistas de 2023, hemos centrado los *engagements* relacionados con el voto por delegación en aclarar la alineación entre la retribución y los resultados financieros y las limitaciones de los compromisos climáticos. Una resolución fallida o una propuesta de los accionistas aprobada sigue siendo uno de los desencadenantes de cambio más importantes en el ámbito de participación accionarial.

ESTABLECER PRIORIDADES

Es importante reconocer que un gestor de activos no puede llevar a cabo *engagements* con todas las empresas participadas en todas las cuestiones de ASG/sostenibilidad. Creemos que es importante establecer y divulgar públicamente las prioridades de *engagement* (con un enfoque que puede cambiar cada año, para adaptarse y ajustarse a los cambios cíclicos) y tener al menos una visión interna de la materialidad, es decir, si el tamaño de la participación impulsa el *engagement*, o si el tema impulsa el *engagement* independientemente del tamaño de la inversión. Una vez que esto se haya acordado y desarrollado internamente, podrá iniciarse el lanzamiento de *engagements* específicos.

No creemos que el *engagement* consista únicamente en un mayor número de interacciones (ya sea por correo electrónico, teléfono o en persona). La cuestión clave que nos planteamos es si los reguladores elegirán la vía de una definición prescriptiva del *engagement*, que necesariamente proporcionará una armonización numérica, pero podría tener la consecuencia no deseada de ralentizar o detener la creación de relaciones y las interacciones de comprensión profunda de la empresa que son el resultado de algunos de los *engagements* “más suaves”, aquellos que no necesariamente piden un cambio específico. Porque estos *engagements* sientan las bases para otros relacionados con el cambio, que permiten a la empresa mejorar y reajustarse a las expectativas de los inversores, que están siempre en constante evolución. ○

POR ADOLFO GARCÍA NOMBELA

Director Financiero Corporativo de Endesa SA y Vocal de la Junta Directiva y Presidente de la Comisión de Ética, Práctica Financiera y ESG del Instituto Español de Analistas



Anatomía de los retornos extraordinarios: los multibaggers

Empresas que lo han hecho bien en el pasado, tanto en bolsa como con sus fundamentales, siguen seduciendo a muchos inversores a pesar de sus exigentes valoraciones. La inclinación a forzar los datos para encajar una buena historia tiene una larga tradición, y la inversión en growth acaba siendo comprar acciones en compañías caras. Sin embargo, muchas de esas compañías en algún momento fueron empresas de mediana capitalización con múltiplos de valoración moderados que consiguieron apalancar algún tipo de ventaja competitiva.

[1] <https://www.jengaip.com/global-outperformers/>

[2] "Expectations investing", Michael Mauboussin 2021.

[3] <https://www.altafocapital.com/>

Es ahí donde los inversores deberían buscar las compañías que conseguirán retornos extraordinarios (multibaggers) durante la próxima década, revisando como veremos algunas convicciones ancladas en el manual inversor.

En el estudio realizado por la gestora Jenga Investment Partners ("Global outperformers, 1.000% in 10 years" 2012 - 2022)[1], realizado sobre la mayoría de los mercados bursátiles relevantes durante 10 años con compañías que capitalizaban más de 50 millones de dólares en 2012, apenas 446 de las 55.000 empresas del universo analizado se revalorizaron más del 1.000%. Cuestionando el reciente mantra de que los desempeños extraordinarios proceden en gran medida de compañías aun sin beneficios, el 82% de las 446 resultantes ya tenían beneficios operativos al inicio de la década del estudio.

La fórmula mágica para revalorizarse excepcionalmente combina el crecimiento en las ventas, la ampliación de márgenes operativos y la expansión del múltiplo de valoración.

FÓRMULAS MÁGICAS

De las empresas con resultado operativo del estudio, solo el 29% crecieron en ventas más del 20% anual en la década. Por el lado de los márgenes, las empresas consiguen ampliarlos por varias razones, ya sea consiguiendo que sus ventas crezcan por encima de lo que lo hacen sus costes, ya sea elevando los precios a sus clientes, o bien reduciendo las ventas de productos con menores márgenes. Así, en 2012 el 48% tenían un margen operativo (EBIT) superior al 10%, porcentaje que en 2022 había alcanzado al 85% de la cartera. El 74% vieron crecer más sus resultados que sus ventas, componiendo en media una tasa de crecimiento del 15% en las ventas y del 20% anual en sus resultados operativos. La importancia del crecimiento de los márgenes es por tanto notable.

La expansión del múltiplo de valoración suele acompañar a la mejora de los fundamentales, pero también al mero hecho de que al crecer las empresas entran en el radar de un universo cada vez mayor de inversores y analistas. Nuevamente aquí la percepción convencional queda en cuestión, porque en los resultados de Jenga el 51% de las compañías (eliminando las que no tenían ventas y los bancos) cotizaban por debajo del volumen de sus ventas (1x), con un margen operativo del 6%. Solo el 15% cotizaba con encima de 3x ventas, las cuales contaban con márgenes operativos superiores al 20%. Se infiere de aquí que cuando se asumen múltiplos de valoración elevados la exigencia en términos de crecimiento futuro que va implícita es realmente excepcional, calculable mediante un simple ejercicio de ingeniería inversa[2]. Medido en términos de EV/EBIT, el 49% tenían una ratio inferior a 10x. En 2022 el 91% de las empresas habían crecido en múltiplo de ventas y el 72% en EV/EBIT.

La gestora Alta Fox Capital Management ("Makings of a multi-bagger" 2015-2020) [3] ha realizado un análisis con un objeto similar sobre los mercados norteamericano, europeo y australiano, excluyendo los sectores financieros, energía y materiales, con compañías de entre 150 y 10.000 millones de dólares de



capitalización en 2020, durante un plazo de 5 años, con EBITDA positivo, calculando el retorno total al accionista (incluyendo dividendos y recompra de acciones) y seleccionando aquellas con un retorno superior al 350%. La cartera resultante tiene valoraciones de entrada igualmente bajas a las mostradas en el estudio de Jenga, estando la mayoría en rangos por debajo de 3x ventas o menores a 20x EBITDA. Alta Fox además calcula -en línea con las observaciones de Jenga- que el 33% del retorno se debió al crecimiento del EBITDA y el 65% a la expansión del múltiplo, mientras que los dividendos tienen un impacto marginal en el cálculo del retorno.

Múltiplo ventas	% cartera	EBIT Mg (mediana)
0 - 0,5	25%	4
0,5 - 1	26%	8
1 - 1,5	15%	10
1,5 - 2	10%	14
2 - 3	9%	14
3 - 4	4%	17
más de 4	11%	21

(*) Jenga Investment Partners

Total Shareholder Return		
	media	mediana
Crecimiento EBITDA	60%	34%
Expansión Múltiplo	45%	66%
Dividendos	2%	0%

(*) Alta Fox

NANO Y MICROCAPS, A LA VANGUARDIA

Asimismo interesante es la distribución de las compañías por tamaño. En ambos estudios la mayoría de las empresas comienzan en el ámbito de las nano y micro caps, como era de esperar. En el de Jenga el 63% eran nanocaps, significativamente por encima del 47% que suponen en el universo de cotizadas. Las microcaps suponían en 2012 el 24%, en línea con su representación global. El estudio de Alta Fox añade un enfoque adicional, poniendo el foco en la importancia de contar con un balance robusto de partida que acompañe el crecimiento. En el segmento de la compañía pequeña muchos de los proyectos cotizados al inicio de la década no alcanzan a completarla, con subsegmentos como la biotecnología con tasas de mortandad empresarial muy elevadas.

"Según un estudio realizado por la gestora Jenga Investment Partners sobre la mayoría de los mercados bursátiles relevantes durante 10 años con compañías que capitalizaban más de 50 millones de dólares en 2012, apenas 446 de las 55.000 empresas del universo analizado se revalorizaron más del 1.000%"

A la importancia del balance saneado Alta Fox añade la relevancia de la figura del emprendedor o la implicación del equipo directivo en la propiedad de la empresa. En su estudio, el 67% de las compañías tenían una participación por insiders superior al 5%. Este dato puede estar en línea con los análisis que asocian la presencia de fundadores, familias o directivos en la propiedad con un menor endeudamiento y mayor prudencia en las decisiones estratégicas. En el caso de las adquisiciones, los resultados del análisis de Alta Fox muestran que un 56% realizaron compras relevantes.

Tanto el estudio de Jenga como el de Alta Fox coinciden en los sectores más representados, Tecnología de la Información, Salud e Industriales. Lo relevante en este caso es la comparativa con respecto del peso en el universo de cotizadas. En el estudio de Jenga el 26% son compañías de IT (13% en la cartera global) con valores populares como HMS Networks o Adobe. Salud supone un 14% (9,4% global) con Abbott India, la japonesa M3 o la danesa Chemometec. Por su parte los industriales suman un 15% (en línea con su peso global) con Addtech, Xano Industries o el fabricante americano de materiales de construcción Trex. El caso de las financieras es también llamativo por su escasa representación (6% vs 12% global), con nombres como MSCI o la plataforma alemana de productos financieros Hypoport.



“La expansión del múltiplo de valoración suele acompañar a la mejora de los fundamentales, pero también al mero hecho de que al crecer las empresas entran en el radar de un universo cada vez mayor de inversores y analistas”

“Las compañías con un desempeño excepcional han conseguido importantes crecimientos en ventas, ampliación de márgenes y expansiones en el múltiplo de valoración partiendo de tamaños y cifras medias moderadas. Conviene aquí una llamada a la prudencia al extrapolar estos rasgos: es muy difícil que las mismas compañías mantengan esas cifras a lo largo de los años”

LA GEOGRAFÍA DE LOS RESULTADOS

Uno de los aspectos más interesantes de los estudios es la geografía de los resultados, que ofrecen algunas sorpresas. En el de Jenga, que tiene un alcance esencialmente global, el 20% de las compañías son indias, el 13% cotizan en los USA y el 11% de Japón. Del conjunto indio, el 59% tienen una capitalización inferior a 100M de dólares y el 40% han compuesto sus beneficios a una tasa superior al 20% en la década del estudio. Desde la perspectiva europea el liderazgo está en los mercados nórdicos, con una significativa sobre representación respecto de su peso global (7,5% vs 2,5%). Las razones son conocidas y España debería tomar nota: inversión en innovación, excelentes modelos educativos y exposición al crecimiento global. De las 20 compañías de Suecia, el país nórdico con mayor representación, 6 son compañías de IT e industriales y 5 están en el sector salud. Es frecuente que las compañías de innovación suecas tengan su origen en proyectos universitarios (la mencionada HMS, Vitec Software). Entre sus campeones también se encuentran “serial acquirers”, conglomerados muy eficientes en la asignación del capital y de gestión descentralizada (Addtech, Lagercrantz, Lifico). Dinamarca tiene el sector de salud y biotecnología más avanzado del mundo, con compañías como Chemometec o Genmab, Noruega destaca por sus salmoneras y Finlandia con compañías como Neste. El Reino Unido (16) es el segundo país europeo con mayor representación tras Suecia, con varios campeones que han crecido en el AIM, un mercado para pequeñas compañías de crecimiento rápido similar al BME Growth. En la representación alemana (15), compañías manufactureras, química o farmacéuticas con varias empresas que dan apoyo a los grandes conglomerados germanos. En la lista francesa (10) aparecen empresas del lujo, logística e IT.

En el caso del estudio de Alta Fox aparecen compañías europeas como Endor, Fortnox, Chemometec, Games Workshop o Vow ASA, empresas que han triunfado apalancando ventajas competitivas de partida, ya sea efectos de red, ventajas en costes, intangibles o costes de cambio de proveedor para el cliente: el 42% tenían barreras de entrada altas y el 38% barreras considerables medias, según Alta Fox.

Concluyendo, las compañías con un desempeño excepcional han conseguido importantes crecimientos en ventas, ampliación de márgenes y expansiones en el múltiplo de valoración partiendo de tamaños y cifras medias moderadas. Conviene aquí una llamada a la prudencia al extrapolar estos rasgos: es muy difícil que las mismas compañías mantengan esas cifras a lo largo de los años. De los multibaggers del estudio Jenga, solo 23 de las 446 habían mostrado retornos excepcionales en la década anterior. Desde la perspectiva del inversor que se enfrenta a la próxima década, caben también algunas reflexiones. Es importante mantener una gran flexibilidad conceptual, porque las oportunidades pueden proceder de cualquier lugar o sector. Por otro lado, conseguir estos retornos exige una extraordinaria disciplina en el seguimiento de los fundamentales empresariales y muchísima convicción para mantener las acciones en la escalada de revalorización. ○



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



Contribuyendo al éxito de nuestros clientes

Una completa oferta de soluciones de governance, inteligencia de mercado y tecnología para ayudar a las compañías a robustecer sus estructuras de buen gobierno, gestionar los riesgos y potenciar el compromiso con sus stakeholders.

- > Registro de accionistas
- > Identificación de accionistas
- > Administración de filiales
- > Juntas generales
- > Soluciones de Governance & Compliance
- > Proxy solicitation y servicios ESG (Georgeson)
- > Asesoramiento en Retribuciones del Consejo (Georgeson)
- > Evaluación Externa del Consejo de Administración (Georgeson)
- > Administración de Planes de Acciones de empleados

Más información en computershare.com/en

