emisores
▪ NÚMERO 6 / DICIEMBRE 2023 ▪

5 retos de los mercados de capitales españoles

Mesa Redonda KPMG • emisores

ANÁLISIS

Voto múltiple: la directiva europea que viene

ENTREVISTA

Lucas Osorio, presidente de Emisores Españoles

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

LOS MERCADOS EUROPEOS, DE CAPA CAÍDA

Las bolsas europeas han cedido terreno en número de empresas cotizadas y en salidas al parqué en la última década dentro del panorama global de los mercados regulados. Los mercados bursátiles de la UE ocupan cinco puestos retrasados dentro del ránking mundial por cantidad de OPVs, a distancia tanto del propio potencial de sus economías como del creciente poderío de los asiáticos.

FERNANDO RODRÍGUEZ • DIRECTOR DE EMISORES

"Muchas economías avanzadas han visto un disminución continua del número de empresas que cotizan en bolsa, impulsada principalmente por una reducción en las cotización de empresas de crecimiento más pequeñas", explican los expertos de la OCDE en su informe *Corporate Governance Factbook 2023*. Las empresas no financieras europeas captaron el 24% del capital social en OPVs durante el período 2001-2011, cayendo al 19% entre 2012 y 2022. En la clasificación de los 20 mercados mundiales que más salidas a bolsa han captado en el último decenio sólo figuran los de Gran Bretaña –7º puesto–, Suecia –9º–, Italia –13º–, Francia –16º y Noruega –20º–. Nada que ver con los muy emergentes parqués asiáticos, que lideran este capítulo gracias a China y colocan en puestos avanzados otros nueve países: el número de OPvs en la zona ha sido dos veces y media superior al de Estados Unidos en la última década y, a principios de 2023, el 56% de las empresas cotizadas del mundo lo hacían en acciones asiáticas, que en conjunto representan el 30% de la capitalización de mercado bursátil mundial.

¿Qué hace Europa? Desarrollar un debate sobre la propia decadencia de sus bolsas frente a Estados Unidos y las nuevas plataformas de negociación y nichos de mercado emergentes e intentar sacar adelante un improbable proyecto de Mercado de Capitales Único Europeo –*Capital Markets Union* (CMU)–, que relance su reputación. Ese proyecto incluye un paquete de medidas, la *Listing Act*, que flexibilice los requisitos de salida a bolsa y de negociación de acciones, con el objetivo de atraer a cotizar a las pymes, el gran agujero de los mercados bursátiles europeos.

•••

La *Listing Act* recoge una propuesta de regulación europea con mejoras importantes en las salidas a bolsa como los folletos informativos o las condiciones de negociación, además de la introducción del voto múltiple como mecanismo para que las pymes –en especial, las familiares– pierdan el miedo a dejar de controlar la propiedad de su capital cuando saltan al parqué. Este último mecanismo es analizado en este número: presenta sus pros y sus contras tanto para los emisores como para los inversores y hay tantas evidencias empíricas favorables como desfavorables sobre su impacto en las cotizaciones de las empresas que lo usan. En España se reguló recientemente un mecanismo de este tipo de *dual-class shares*, que son las acciones con doble voto por lealtad, y que por el momento han utilizado sólo cuatro de las casi 200 cotizadas españolas; ninguna de ellas en una salida a bolsa.

•••

Mientras tanto, la avalancha regulatoria sigue su marcha en la UE y nuevas obligaciones caen sobre las espaldas de las cotizadas. Sobre estos aspectos charlaron cinco expertos de diferentes áreas en la primera Mesa Redonda que organizan la consultora KPMG y **emisores**. Lucas Osorio, presidente de Emisores Españoles desde mediados de este año, pone negro sobre blanco, y completa, esos apuntes sobre los retos de los mercados de capitales que enfrentan las cotizadas de nuestro país, esta vez analizando el día a día concreto de las empresas.

•••

Desde otro punto de vista, explicamos en este número que las denominada Medidas Alternativas de Rendimiento –*APM*, por sus siglas en inglés– o ratios financieros no regulados, ganan terreno en los mercados a las normas estándares de contabilidad. En España, más de 4 de cada 10 cotizadas usan de media en sus comunicaciones públicas más de 30 ratios que no figuran formalizados en sus estados financieros. La jerigonza financiera avanza en nuestro país, como se puso de manifiesto en la jornada *Los retos del análisis financiero* organizada por la el Instituto Español de Analistas y celebrada en la Fundación Renta 4. Una mala noticia para los inversores menos avanzados, los que no están en condiciones de entender los informes de los analistas bursátiles, una figura en franco retroceso –al menos en número– en los mercados europeos. Sobre todo, los que cubren, curiosamente, las pymes cotizadas que tanto se echan de menos en Europa. ○

¿Qué hace Europa? Desarrollar un debate sobre la propia decadencia de sus bolsas e intentar sacar adelante un improbable proyecto de Mercado de Capitales Único Europeo

sumario

PORTADA

Mesa Redonda KPMG-emisores:
"Retos de los mercados de capitales en España"

Cinco expertos participaron en la Mesa Redonda convocada por KPMG y **emisores** para aportar ideas sobre Emisores, Regulación y Gobernanza, Sostenibilidad, Retribuciones y Talento en los consejos de administración.

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: Isabel Fernández Torres, María Gutiérrez Urtiaga, Maribel Sáez Lacave, Nestor U. Salcedo, Javier Megías López y Julio Moreno.

FOTOGRAFÍA: Adobe Stock, Jesús Umbría, José Aguilera, iStock, Freepik, Pablo Moreno, Pixabay y Unsplash.

DISEÑO Y MAQUETACIÓN: Marcela De Gregorio y Alfredo Casaccia.

REDACCIÓN, PUBLICIDAD y SUSCRIPCIONES, Calle de San Hermenegildo, 31-2º D. 28015 Madrid. Teléfono 91 515 57 15.
redaccion@revistaconsejeros.es
publicidad@revistaconsejeros.es //
Suscripciones: info@revistaconsejeros.com
D.L.: M. 50.516-2005 ISSN: 1885-6829
La revista EMISORES se publica y distribuye conjuntamente con la revista CONSEJEROS.

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

CARTA DEL DIRECTOR

03 **Los mercados europeos, de capa caída /** Fernando Rodríguez. Director de Emisores.

ENTREVISTA

14 **Lucas Osorio /** Presidente de Emisores Españoles (EE)
"Los mercados tradicionales se están quedando atrasados"

ANÁLISIS

10 **Sobre los proyectos de regulación europea de voto múltiple /** Por Isabel Fernández Torres. Prof. Titular de Derecho Mercantil. Universidad Complutense de Madrid.

20 **Impacto de las recompras de acciones en el valor de mercado de las empresas cotizadas españolas (2011-2022) /** Por María Gutiérrez Urtiaga, Universidad Carlos III de Madrid y Maribel Sáez Lacave, Universidad Autónoma de Madrid.

27 **Comparando las prácticas de ESG en Europa y EEUU /** Por Nestor U. Salcedo, *Research Fellow at Esade Center for Corporate Governance.*

32 **Diversidad y matriz de competencias en el consejo de administración/** Por Javier Megías López, Profesor Titular de Derecho Mercantil, Universidad Complutense de Madrid. Abogado Sénior de Conocimiento e Innovación, Cuatrecasas.

ENTREVISTA

22 **Carmen López /** Index Manager del Grupo BME.
"Trabajamos con SIX para crear índices globales europeos o mundiales, que no tengan tanta referencia local"

REPORTAJES

19 **Las cotizadas asiáticas dominan los mercados de valores /** A principios de 2023, el 56% de las empresas cotizadas del mundo lo hacían en acciones asiáticas, que en conjunto representan el 30% de la capitalización de mercado bursátil mundial.

25 **¿Son las APMs demasiado recurrentes? /** Las Medidas Alternativas de Rendimiento (APM) ganan terreno en los mercados a las normas estándares de contabilidad.

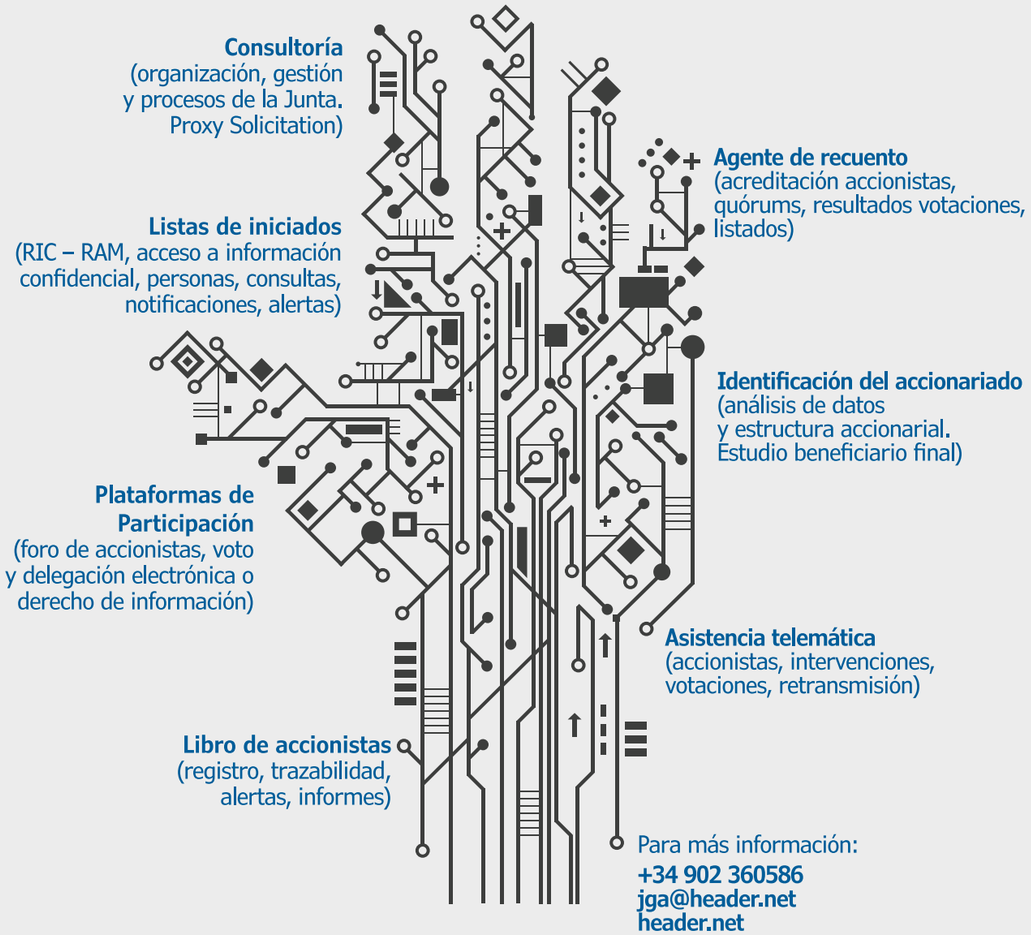
TRIBUNA

30 **Talento y compañías cotizadas, una reflexión. /** Julio Moreno, Senior Partner de Seeliger y Conde Kingsley Gate

SU JUNTA GENERAL DE ACCIONISTAS, EN BUENAS MANOS.

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

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



HEADER
active services
+ de 25 años nos avalan

De izquierda a derecha: **Pedro Saá,** aseror editorial de **emisores**. **Beatriz Alonso-Majagranjas,** Directora de Mercados de BME. **Pilar Galán**, socia y *Head of Financial Services Legal* de KPMG. **Mónica de San Nicolás**, Directora de Compensación General, de Consejeros y de Directivos de KPMG. **Fernando González Urbaneja**, presidente Grupo Consejeros. **Fernando Rodríguez**, director de **emisores**. **Petra Mateos**, catedrática de Economía Financiera. **Julio Moreno**, *senior partner* de Seeliger y Conde Kingsley Gate.

Mesa Redonda KPMG-emisores:
"Retos de los mercados de capitales en España"

Cinco expertos participaron en la Mesa Redonda convocada por KPMG y **emisores** en la sede de esta consultora para aportar ideas en relación con problemáticas relacionadas con las áreas de Emisores, Regulación y Gobernanza, Sostenibilidad y *Green-Washing*, Retribuciones en los consejos de administración de las cotizadas, y Talento y evaluación de los órganos de gobierno y alta dirección. Estos son algunos apuntes de la reunión.

TEXTO **emisores** FOTOS Jesús Umbria

1 MEJORAR LAS CONDICIONES PARA LAS SALIDAS A BOLSA

La UE ultima la aprobación final de la denominada *Listing Act*, una nueva norma destinada a aumentar el número de salidas a bolsa –uno de los Talones de Aquiles de los mercados bursátiles en todo el mundo, incluidos los europeos y los españoles–, por la vía de aligerar las condiciones del salto al parqué. La iniciativa forma parte de la estrategia de puesta en marcha de un mercado de capitales único europeo –*Capital Markets Union (CMU)*–.

"Si la puesta en marcha del CMU logra su objetivo, va a conseguir poner en su sitio a los mercados de capitales en un momento en el que, además, hay mucho debate diario sobre la competencia estadounidense y la posible pérdida de atractivo de los mercados europeos. Es un momento fundamental en el que tenemos que poner en valor los mercados europeos", explicó Beatriz Alonso-Majagranzas, directora de Mercados de BME. La entrada en vigor de la *Listing Act* estaría prevista para antes de las elecciones europeas de junio de 2024 conforme al proceso regulatorio en desarrollo.

Al mercado español "le irá bien la *Listing Act*", explicó, y más si se tiene en cuenta que "en España, tenemos un sesgo a la financiación bancaria tremendo y se nos olvida que los mercados son una fuente muy eficiente de captación de financiación en dos aspectos muy importantes: el tiempo y el precio, incluso en momentos de situaciones económicas muy adversas", explicó, aunque es necesario que todos los actores implicados, sobre todo los legisladores, remen a favor del mercado y promuevan un entorno normativo y fiscal favorable.

En cuanto a las previsiones de desarrollo del mercado bursátil español a corto plazo, Alonso-Majagranzas señaló que "parece que tenemos una lista de salidas a Bolsa que no hemos visto en muchos años. En BME Growth se han incorporado 10 compañías en 2023." En este sentido, la directora de Mercados de BME destacó iniciativas recientes como el lanzamiento del nuevo segmento de mercado BME Scaleup, que pone su foco en "ocuparse de las empresas de menor tamaño, que son las que tienen que hacer el camino y son el futuro. No hay que perder de vista que estar cotizado amplía las posibilidades de crecimiento de las compañías y con ello la creación de empleo, que tiene su reflejo en la economía."

Mónica de San Nicolás,
Directora de Compensación General, de Consejeros y de Directivos de KPMG

"Un 30% de las cotizadas que tienen asesor en retribuciones, tienen el mismo asesor. Se trata de un riesgo porque es un verdadero conflicto de interés"

Pilar Galán,
Socia y *Head of Financial Services Legal* de KPMG

"Financiar proyectos nuevos y verdes está muy bien pero hay sectores muy importantes a los que hay que ayudar en la transformación; la regulación debe abordar de manera adecuada la transición"

2 LA GOBERNANZA MÁS ALLÁ DEL *TICK-THE-BOX* Y LA NFI

"No podemos descartar el coste de implantación del *compliance*. La excesiva burocratización del proceso lo convierte en un *tick-the-box*, incentivando a saltarse las reglas. Esto supone más gasto público para controlarlo. Es por este motivo que es esencial mantener el balance entre regulación e incentivos positivos como los códigos de buen gobierno, que pueden servir de presión social sobre las empresas", dijo Petra Mateos, que participó en la *Mesa Redonda de KPMG-***emisores** a título personal y desde su condición de Catedrática de Economía Financiera. "Sigue habiendo margen entre la situación actual y el hecho de simplemente cumplir las recomendaciones de manera formal con un simple *marcar la casilla*. Habría que llegar a hacer lo correcto por convencimiento y no por obligación. Aun así, hay prácticas deshonestas de algunas empresas como el *greenwashing*, facilitando información engañosa sobre sus productos y servicios para aparentar ser más sostenibles", añadió.

En su ponencia inicial sobre Regulación y Gobernanza enumeró una multitud de retos regulatorios regular y continua y de exigencias informativas tanto legales como provenientes de los mercados a través de inversores y asesores de voto –*proxy advisors*–.

Entre otras cuestiones, apuntó el mayor "protagonismo y responsabilidad" de los Consejos de Administración y sus miembros ante un escenario de "mayor complejidad y todo tipo de incertidumbres", algunas más o menos recientes como la ciberseguridad o la irrupción de la Inteligencia Artificial (AI).

Entre las nuevas exigencias que vienen, señaló la nueva directiva de información no financiera y el correspondiente anteproyecto de ley para su transposición en España, que, de aprobarse, "van a exigir también un control en el proceso, que afecta a la gobernanza de la emisión y publicación de esa información no financiera, igual que se exige con la información financiera." En este sentido, el auditor realiza ahora una verificación limitada de la información no financiera, "pero a partir de 2024 será completa y se va a poner su verificación al mismo nivel que la financiera con un aseguramiento razonable. Para las empresas, hay un reto de cumplimiento normativo en materia de medioambiente, sostenibilidad y gobernanza. Y los órganos de gobierno tendrán que estar preparados para ello."

3 UN LENGUAJE COMÚN EN SOSTENIBILIDAD ENTRE ENTIDADES FINANCIERAS Y CONSUMIDORES

Pilar Galán, socia y *Head of Financial Services Legal* de KPMG, realizó un repaso sobre la problemática de la adaptación de la oferta de productos financieros sostenibles a una regulación en gran parte incipiente y compleja. La regulación sobre cómo debe darse la información sobre la sostenibilidad relativa a los instrumentos financieros resulta muy complicada de entender para los consumidores, por lo que las entidades se están esforzando por formar a sus redes para explicar de manera adecuada los conceptos asociados a los criterios ESG y las finanzas sostenibles. Se trata de un reto más entre la multitud de ellos que plantea globalmente la sostenibilidad, pero que está en el corazón de uno de sus grandes riesgos: el *green-washing*, también denominado castizamente el "ecopostureo".

Galán explicó que "hemos visto en apenas cuatro años un cambio tanto desde el punto de vista de concienciación de la sociedad como de movimiento real de las empresas y en las entidades financieras. Pero también es verdad que el sector financiero no es tanto un impulsor sino un intermediario, y como intermediario tiene un papel muy importante en este proceso de transformación sostenible y como movilizador de recursos, pero realmente es algo que debe hacer la economía real. El sector financiero está desempeñando un papel clave ayudando como facilitador de financiación y gestor del ahorro, pero no es el *driver*, es un intermediario. Asigna recursos."

Las entidades financieras están haciendo un esfuerzo muy importante en la implementación de la regulación ESG aumentando la transparencia y desde el punto de vista de la actividad que ellos realizan, y "ello ha requerido la integración de los criterios ESG en la gestión de riesgos e inversiones así como una labor de formación para poder trasladarlo a los clientes. El esfuerzo que está haciendo el regulador para tratar de ir clarificando conceptos y solventando las dudas de algunos conceptos clave de la norma, como el propio concepto de inversión sostenible, es muy importante para evitar inseguridad jurídica y también para poder trasladar la información a los clientes de forma clara."

Hay productos muy interesantes con criterios ESG, pero también "preocupación por la complejidad de la información sobre sostenibilidad que se le traslada al cliente y las preguntas que hay que plantearle para recopilar sus preferencias de sostenibilidad. Puede que el cliente no esté entendiendo la información ni ciertas preguntas sobre los productos que se le hacen para evaluar sus preferencias de sostenibilidad", de modo que, en la práctica, "se está viendo que el número de clientes que manifiestan tener interés por productos sostenibles es menor del que podría haber sido esperable, lo que se puede interpretar cómo que priman más la rentabilidad en sus inversiones o quizá también influya que no entienden la información sobre sostenibilidad."

En otro orden de cosas, Galán indicó que "tampoco podemos olvidarnos de la necesidad de financiar la transición. Financiar proyectos nuevos y verdes está muy bien pero la transición también hay que financiarla. La metodología no se puede olvidar de que hay sectores muy importantes a los que hay que ayudar en la transformación."

4 MEJORAR LA TRANSPARENCIA, LA GESTIÓN Y EL ASESORAMIENTO EN LA INFORMACIÓN SOBRE RETRIBUCIONES DE LAS COTIZADAS

Mónica de San Nicolás, Directora de Compensación General, de Consejeros y de Directivos de KPMG, realizó una radiografía sobre las prácticas de retribución de las empresas españolas; en especial, las cotizadas. Se trata de uno de los puntos con mayor oposición de inversores y asesores de voto, y crecientemente, en las votaciones de las juntas de accionistas de las empresas que cotizan en las bolsas españolas.

"Las sociedades cotizadas tienen poco asesoramiento de terceros. Es un tema que a nosotros nos sorprende. Según un estudio que hacemos desde hace siete años, 82 de las 122 sociedades cotizadas analizadas no tenían ningún asesor o no lo comunicaban. Esto no pasa en ningún país de nuestro entorno. Si lo tienen y no lo comunican están incumpliendo las exigencias de las CNMV", comenzó su ponencia esta directora de KPMG. Y continuó: "Por un lado, ocurre que las compañías y los consejeros, que no tienen un asesor incurren en un riesgo elevado de tomar decisiones erróneas pues la regulación varía mucho y los temas de remuneraciones son muy técnicos. Las que tienen asesor y no lo han reportado están incurriendo en un incumplimiento, y pueden ser sancionadas (en España ha habido ya dos sentencias al respecto); pero de las que lo tienen, un 30% tiene el mismo asesor, existiendo una elevadísima concentración. Eso sí que es un riesgo, porque en ocasiones un mismo asesor presta servicio en todo un sector o a varios, dependiendo mucho sus ingresos de retener a todo el sector o a todas las compañías que asesoran, por lo que pierden independencia. Si una misma compañía asesora a todo el sector ,no puede decir a unas compañías unas cosas, y a otras lo contrario, incluso si estas lo necesitan. No hay obligación de rotar asesores tampoco." En este sentido, Mónica de San Nicolás apreció que "desde mi experiencia, creo que estos conflictos de interés de los asesores no se tratan en los consejos, y la verdad es que nos hemos encontrado situaciones complicadas de gestionar. Muchos de estos errores son por falta de asesoramiento, porque los documentos legales que soportan los incentivos o determinados análisis no son correctos; a veces, los asesores les han dicho que algo se podía hacer porque no eran especialistas en remuneraciones y no se puede. Cuando hay alguna incorrección, la mayoría de las veces los consejeros no son conscientes, pues son temas muy específicos. En materia de remuneraciones falta conocimiento."

> **En la ponencia inicial sobre Regulación y Gobernanza se enumeraron una multitud continuada de retos regulatorios y de nuevas exigencias informativas tanto legales como provenientes de los mercados a través de inversores y asesores de voto *–proxy advisors–***

De San Nicolás anticipó que "estamos asistiendo a un cambio de paradigma en el mundo de las remuneraciones, donde los criterios de toma de decisiones, la exigibilidad que se va a tener a futuro en cuanto a las remuneraciones, va a ir cambiando porque se ve que tanto empleados como inversores y las propias compañías necesitan otra cosa. Creo que las compañías lo están haciendo bien, pero no están preparadas para ese cambio de paradigma y es un reto para ellas dar cumplimiento no solo a las exigencias normativas, sino a todos sus *stakeholders* que están pidiendo que las cosas se hagan de otra forma." En España, "la transparencia retributiva se ve todavía como un mínimo legal y una cuestión obligada por la ley, cuando es un factor de buen gobierno muy vinculado con ESG que valoran mucho los empleados y los inversores", concluyó.

Beatriz Alonso-Majagranjas,
Directora de Mercados de BME

"Parece que tenemos una lista de salidas a Bolsa que no hemos visto en muchos años. En BME Growth han salido 10 compañías en 2023"

Julio Moreno,
Senior partner de Seeliger y Conde Kingsley Gate

"Existe gran carencia en planes de sucesión e implica un enorme riesgo. Hay empresas familiares que lo hacen mucho mejor que las cotizadas"

Petra Mateos,
Catedrática de Economía Financiera

"No podemos descartar el coste de implantación del compliance. La excesiva burocratización lo convierte en un tick-the-box, incentivando a saltarse las reglas"

5 PLANES DE SUCESIÓN DEL CEO TRANSPARENTES Y MEJOR ANÁLISIS DE CONSEJOS Y CONSEJEROS

Las recomendaciones del Código de Buen Gobierno relacionadas con el talento en los consejos de administración y los comités de dirección se cumplen formalmente en un alto porcentaje de las cotizadas españolas, pero está pendiente un "ajuste fino" en aspectos cualitativos de calidad en la prácticas y el día a día.

"Existe una gran carencia en cuanto a los planes de sucesión e implica un enorme riesgo. Hay empresas familiares que lo están haciendo mucho mejor que las cotizadas", certificó Julio Moreno, *senior partner de Seeliger* y *Conde Kingsley Gate*, con más de 30 años de experiencia en el mercado del talento. "En Estados Unidos se tiende mucho más a cumplimentar los planes de sucesión porque muchas veces los analistas lo piden, quizá sin nombres, pero al menos conocer que existe. Se daría un paso importante regulando sobre los planes de sucesión. En la memoria de datos no financieros deberían constar que hay un plan de sucesión y que ese plan de sucesión está asesorado por un asesor externo de solvencia y que ese asesor no debería ser el mismo que hace los procesos de captación de talento", apuntó.

Otro aspecto a mejorar es de la evaluación –o *assesment*– de consejos y consejeros. "En España y en bastantes países europeos se evalúa al consejo como a una entidad, se evalúa el funcionamiento, cuándo se reúnen, las comisiones... pero no se evalúa a los consejeros. En Estados Unidos, en el S&P ya hay un 48% de las empresas que evalúan individualmente a cada uno de los consejeros y esa sería una práctica aconsejable", dijo Moreno. "Ha habido consejos que me han encargado evaluar al comité de dirección en pleno sin dar ejemplo con el consejo. Muchos consejos te piden que hagas evaluaciones de los miembros de su comité de dirección pero podrían aplicárselo a ellos mismos", concluyó. ○

ISABEL FERNÁNDEZ TORRES
Prof. Titular de Derecho Mercantil.
Universidad Complutense de Madrid

Una primera proximación a la Directiva de estructuras de acciones con derechos de voto múltiple*

El presente trabajo es una primera aproximación a las «dual-class shares» y a la Propuesta de Directiva sobre esta herramienta actualmente en debate y tramitación.

*El trabajo completo, con sus correspondientes citas a pié de páginas y referencias bibliográficas puede revisarse en el Nº 105, de Septiembre de 2023, de LA LEY mercantil. Este extracto se ha publicado por cortesía de la autora y de la Editorial LA LEY.

PLANTEAMIENTO DE LA CUESTIÓN

El 7 de diciembre 2022, la Comisión Europea presentó una propuesta de reforma del *Listing Act Package* que contiene un conjunto de medidas destinadas a hacer que los mercados públicos sean más atractivos para las empresas de la UE y facilitar el acceso al capital para las pequeñas y medianas empresas (pymes). El objetivo general del *Listing Act Package* es introducir ajustes técnicos en la normativa de la Unión con vistas a reducir los costes regulatorios y de cumplimiento para las empresas que deseen cotizar o que ya hayan cotizado. Se trata de alguna manera de racionalizar el proceso de cotización y aumentar la seguridad jurídica, garantizando al mismo tiempo un nivel adecuado de protección de los inversores y de integridad del mercado. A su vez, se espera que esto contribuya a diversificar las fuentes de financiación de las empresas de la UE y a aumentar las inversiones, el crecimiento económico, la creación de empleo y la innovación en la UE. (…)

La propuesta viene a reconocer el establecimiento –en todo el territorio de la Unión Europea– de las acciones de voto múltiple para las empresas que solicitan la admisión a negociación en un mercado de pymes en expansión. Aunque las acciones con derechos de voto múltiple son reconocidas en EEUU y en muchos Estados miembros para las sociedades cotizadas (como los Países Bajos, Finlandia, por ejemplo) en otros no tienen cabida. En España, por ejemplo, se han admitido recientemente las acciones con derecho de voto doble por lealtad en sede de anónimas cotizadas pero no tienen cabida, a diferencia de cuanto sucede en relación con las sociedades de responsabilidad limitada, las acciones de voto múltiple.

Sea como fuere, la situación es muy desigual en el entorno europeo y engarza con un debate clásico en el marco del Derecho de sociedades. El debate sobre el principio de proporcionalidad está intrínsecamente relacionado con la atribución del derecho de voto y la facultad de los socios de participar en las decisiones societarias. La justificación se ha reconducido tradicionalmente al esquema de propiedad al entender que ambos derechos no son sino consecuencia inmediata de ésta. Se trata de un planteamiento comúnmente aceptado aun cuando los estudios empíricos no son concluyentes. De acuerdo con ello, se ha asumido como principio general del derecho societario la igualdad de trato de los accionistas titulares de acciones de una misma clase.

Aunque parece haber un cierto consenso en la doctrina en cuanto a considerar que el principio de proporcionalidad es el que mejor se adecua a las características de las sociedades de capital todo ello no empece que puedan introducirse reglas que modulen o deroguen el principio de proporcionalidad (así, por ejemplo, acciones sin derecho de voto) dentro de los límites admisibles en cada uno de los ordenamientos. De hecho, ésta parece ser la tónica habitual en los diferentes modelos de los Estados miembros. El estudio impulsado por la Comisión europea sobre el principio de proporcionalidad y control en las sociedades europeas de 18 de mayo de 2007 ya puso de manifiesto que es frecuente encontrar mecanismos de desviación del principio de proporcionalidad en favor de instrumentos que permiten adquirir el control de una sociedad realizando una inversión relativamente pequeña. Las desviaciones al principio de proporcionalidad pueden traducirse bien en un incremento del poder de la minoría (caso del voto escalonado) bien en un incremento del poder de los socios de control (caso de las acciones de voto plural y las *loyalty shares*).

> **Aunque las acciones con derechos de voto múltiple son reconocidas en EEUU y en muchos Estados miembros para las sociedades cotizadas –como los Países Bajos o Finlandia…–, en otros no tienen cabida**

> **En España se han admitido las acciones con derecho de voto doble por lealtad en sede de anónimas cotizadas pero no tienen cabida, a diferencia de cuanto sucede en relación con las sociedades de responsabilidad limitada, las acciones de voto múltiple**

Los mecanismos de control reforzado que alteran el principio son muy frecuentes en la Europa continental, así como en los países nórdicos. Dentro de Europa, los países que más recurren a mecanismos de control reforzado son Francia, Bélgica, Luxemburgo y Países Bajos, así como los del Norte (Dinamarca, Noruega, Suecia y Finlandia).

El Informe sobre el principio de proporcionalidad de 2007 señalaba que un 20% de las compañías en EEUU tenían *dual-class shares* mientras que eran pocos los ordenamientos que habían reconocido las *loyalty shares*. Con el paso del tiempo, las *loyalty shares* han ido admitiéndose en diversos países: Finlandia, Suecia, Reino Unido, Bélgica, Suiza, Francia, Italia y, más recientemente, aunque limitadas a las sociedades anónimas cotizadas, en España. El silencio legal ha llevado también a que, en los Países Bajos, en la práctica, se admitan. Sin embargo, las *dual-class shares* no son tan habituales en Europa. Estas consisten en incorporar distintas categorías de acciones (generalmente, una estructura dual): acciones de clase B, en manos de socios fundadores y administradores que atribuyen un derecho de voto múltiple, y acciones de clase A que serían las que se negociarían en el mercado.

Alemania, un país tradicionalmente contrario a la introducción de prácticas o estructuras que alteran el principio de proporcionalidad (como Austria o Suiza), presentó el pasado 12 de abril una Propuesta de reforma a través de la *Zukunftsfinanzierungsgesetz*-ZuFinG en la que se recogen las llamadas *dual-class shares*; la propuesta legislativa se justifica en la necesidad de que los centros de negociación alemanes resulten más atractivos para los inversores en comparación con el americano o de los Países Bajos.

Los dos instrumentos, *dual-class shares* y *loyalty shares*, comparten un común denominador pues ambos buscan reforzar el poder de ciertos accionistas, en muchos casos, de accionistas de control. Sin embargo, operan de forma diferente y sus objetivos últimos también difieren sustancialmente. Así, mientras que las *loyalty shares* atribuyen un derecho de voto reforzado adicional a aquellos accionistas (a todos los) que mantengan sus acciones en cartera durante un período de tiempo prolongado –llamado «período de fidelidad»– buscando la implicación a largo plazo y la sostenibilidad, las *dual-class shares* pretenden garantizar que el socio o socios de control conserven su poder de decisión (a lo largo del tiempo) una vez comienzan a cotizar en un sistema multilateral (en España sería en BME *Growth* de BME MTF *Equity*).

Algunos autores cuestionan la bondad de la propuesta de Directiva sobre acciones de derecho de voto múltiple al entender que a la hora de armonizar las regulaciones debe diferenciarse entre la necesidad de establecer un marco común en relación con la negociación de valores, acceso a centros de negociación y códigos de conducta por un lado y, por otro, el derecho de sociedades.

Así, mientras que lo primero resulta incuestionable, lo segundo parece atentar contra el principio de subsidiariedad recogido en el artículo 5 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea. Además, estos mismos autores consideran que las diferencias que existen entre las regulaciones nacionales son el reflejo de tradiciones que, hasta el momento, se ha considerado relevante mantener; por ello, consideran que no hay cabida ni necesidad de armonizar cuestiones relativas a las estructuras de gobernanza internas. (…)

LOS RIESGOS Y COSTES ASOCIADOS A LAS *DUAL-CLASS SHARES*

(…) Según el estudio desarrollado en 2012 por el *Institutional Shareholder Services* las compañías norteamericanas que incorporan esas estructuras duales de acciones se caracterizan por un menor rendimiento, presentan signos de debilidad en su control interno, y cuentan con menos administradores independientes en sus consejos de administración; asimismo, es frecuente que estos últimos pueden ser más proclives a realizar operaciones que destruyan valor y a realizar gastos que contribuyan en menor medida a crear riqueza para los accionistas.

ANÁLISIS

De hecho, estas compañías suelen contar con menos inversores institucionales y menos inversores o accionistas a largo plazo. Los datos empíricos demuestran que cuando las compañías deciden prescindir de esa estructura dual de las acciones, los inversores institucionales incrementan sus posiciones y la cotización de los valores aumenta.

Algunos inversores han hecho campaña en contra de las sociedades que incorporan estructuras de acciones que atribuyen derechos de voto múltiple. Así la Asociación de Inversores Institucionales –*Council of Institutional Investors*– ha sido tradicionalmente firme partidaria del principio de proporcionalidad si bien, más recientemente, se ha manifestado a favor de la admisión de acciones con derecho de voto múltiple siempre y cuando vayan acompañadas de una cláusula de extinción por transcurso del plazo.

Por su parte, diversos Inversores Institucionales han solicitado a la NYSE que prohíba la cotización de aquellas sociedades que hubieran incorporado las acciones de voto múltiple.

De hecho, el *proxy advisor ISS* suele oponerse a las inclusiones de estructuras duales y últimamente recomienda votar incluso en contra del nombramiento de administradores en sociedades con *dual-class shares*. Así, aunque ha reconocido que las estructuras duales puedan introducirse con la idea de mejorar ciertas cuestiones de gobernanza, ha subrayado que la igualdad de trato es un elemento clave de ésta. (…)

El principal argumento para regularlas en Europa es que las dual-class shares puede ser un incentivo para la cotización de empresas al reducirse el riesgo –y el temor– de los empresarios asociado a la eventual pérdida de control

Al igual que sucede en relación con la atribución de un derecho estatutario adicional doble por lealtad, hay que entender que no son buenas o malas *per se*, sino que todo depende del uso que se haga de ellas y del mercado propiamente dicho

LAS ACCIONES CON DERECHOS DE VOTO MÚLTIPLE EN EL PROYECTADO DERECHO EUROPEO

La propuesta de Directiva establece una regulación de mínimos con lo que pretende lograr ese objetivo de armonización a nivel europeo haciendo más atractivos sus mercados. Para ello, en primer lugar, se reconoce no sólo que las sociedades tendrán derecho a adoptar estructuras de voto múltiple (las sociedades que soliciten por primera vez la admisión de sus acciones en un mercado de pymes en expansión), sino que expresamente se señala que los Estados miembros no podrán impedir la admisión a cotización en un mercado de pymes en expansión por el hecho de haber optado por unas estructuras accionariales duales (*vid.* art. 4 Propuesta). Más aún, el Considerando 8 de la Propuesta de Directiva señala que los Estados miembros deben poder introducir disposiciones para *«permitir a las sociedades adoptar acciones con derechos de voto múltiple cuando ya estén admitidas a cotización, al solicitar la admisión en un sistema multilateral de negociación que no esté registrado como mercado de pymes en expansión o en un mercado regulado, o el de garantizar que las sociedades sin libre transmisibilidad de los títulos de participación puedan adoptar acciones con derechos de voto múltiple, independientemente de si tienen intención de solicitar la admisión a cotización de sus acciones»*. Asimismo, se incluyen los casos *«en que las sociedades se trasladan de un mercado de pymes en expansión a un mercado regulado conservando acciones con derechos de voto múltiple»*.

A diferencia de cuanto sucede en relación con las *loyalty shares*, las estructuras duales implican el reconocimiento de diferentes clases de acciones. Y es que mientras que en el primer caso, el derecho de voto adicional se obtiene por el mero transcurso del tiempo y su inscripción en el registro oportuno, las *dual-class shares* –a pesar de que en la Propuesta no se indique expresamente– implican el reconocimiento de, al menos, dos clases diferentes de acciones. Tampoco especifica la Propuesta el número máximo de votos vinculado a estas acciones.

El texto recoge, a su vez, una serie de salvaguardas de protección del socio minoritario para lograr un trato justo y no discriminatorio. En primer lugar, que la decisión de optar por una estructura dual y cualquier modificación posterior requerirá la adopción del correspondiente acuerdo de la Junta General adoptado por mayoría reforzada (art. 5 Propuesta); y, aunque no lo diga, requerirá un quórum reforzado también.

Inspirado de alguna manera en el modelo anglosajón que hemos comentado anteriormente, la Propuesta prevé que los Estados miembros deberán reconocer bien una «*ratio* máxima de voto ponderado» o, alternativamente, una restricción del ejercicio de los derechos de voto adicionales asociados a esas acciones para votar sobre aquellas cuestiones que requieran un acuerdo de la Junta adoptado por mayoría reforzada.

Quizás uno de los aspectos particulares de la Propuesta es el que se refiere a las conocidas como *sunset clauses* o cláusulas de extinción en los supuestos de: transmisión de esas acciones a un tercero, transcurso de un determinado plazo, o concurrencia de una circunstancia extraordinaria (art. 5.2 Propuesta). Dichas cláusulas se han entendido, tradicionalmente, que constituyen una herramienta necesaria para limitar los peligros o riesgos asociados al uso de estos mecanismos. Se entiende así que

constituyen un instrumento que permite guardar un equilibrio entre la prohibición total o, en sentido opuesto, su utilización sin limitación alguna.

Debe entenderse que las cláusulas de extinción constituyen un elemento dentro de la estructura accionarial dual por lo que su modificación (ya sea en sentido de ampliar o de reducir su ámbito o extensión) exigirá el oportuno acuerdo de la Junta en los términos señalados con anterioridad.

Ahora bien, ¿sería posible que se previera una compensación económica para el socio titular de acciones con derechos de voto múltiple que renunciara a la titularidad antes del vencimiento acordado en la cláusula de extinción? ¿vulneraría esa previsión el principio de igualdad de trato?

Lo cierto es que ello podría constituir un incentivo nada desdeñable que bien merecería valorarse. (…)

El mismo art. 5.2 de la Propuesta en su letra d) añade que podrán incluirse medidas en garantía de que los derechos de voto adicionales no puedan utilizarse *«para bloquear la toma de decisiones por parte de la junta general de accionistas destinada a prevenir, reducir o eliminar los efectos adversos sobre los derechos humanos y el medio ambiente relacionados con las actividades de la sociedad»*. (…)

En todo caso, las acciones de voto múltiple, deben poder influir en decisiones importantes, en particular, en el nombramiento de directivos (*vid.* Considerando 12). Y sin duda, una de las medidas más relevantes es la relativa a la transparencia a que quedan sujetas las sociedades que incorporen estructuras de voto duales. En esos casos, las compañías deberán poner a disposición del público información relativa a: la estructura de capital con indicación de las distintas clases de acciones (derechos, obligaciones, porcentaje de capital, derechos de voto asociados a cada una de ellas); cualquier restricción a la transmisión de acciones; identidad de los titulares de cualquier valor que lleve aparejado derechos de control especiales; restricciones de los derechos de voto; la identidad de los titulares de las acciones con derechos de voto múltiple. (…)

CONCLUSIÓN

Las *dual-class shares* no son ni buenas ni malas *per se*. Son un mecanismo de control reforzado más, uno más de los reconocidos y admitidos en los ordenamientos de muchos países de nuestro entorno: acciones preferentes, acciones sin voto,… Si esto es así, que lo es, ¿deberían prohibirse? Lo cierto es que estas estructuras duales están sujetas a un régimen de transparencia mucho mayor que el atribuido a otros supuestos como las estructuras piramidales.

Tal y como hemos señalado, pocos países optan por asumir un principio de proporcionalidad estricto siendo lo más frecuente que se reconozcan mecanismos que en mayor o menor medida, alteran el principio de una acción-un voto.

Y éste es tan sólo uno más. La adopción de mecanismos de desviación puede permitir que el accionista de control conserve su posición realizando una inversión menor que le permita con la diferencia, realizar otras inversiones, diversificar su riqueza y reducir los riesgos derivados de la concentración de sus inversiones; asimismo, las estructuras duales pueden ser positivas en supuestos de asimetría de información o frente a accionistas cortoplacistas favoreciendo así la sostenibilidad de la sociedad. En definitiva, favorece la liquidez de las acciones al mismo tiempo que el empresario puede obtener más recursos.

A pesar de todo lo anterior, lo cierto es que algunos estudios empíricos demuestran que el valor de las sociedades disminuye a medida que éstas incorporan estructuras de voto duales o derechos de voto reforzados para los socios fundadores. Otros estudios revelan que las sociedades que incorporan estructuras de voto duales tienen un valor de cotización inferior a sus homólogas tras la OPV y esa diferencia persiste 5 años después. En definitiva, ambos estudios coinciden al señalar que las estructuras de voto duales llevan a una pérdida de valor. Trabajos más recientes, sin embargo, destacan que las sociedades que incorporan estructuras de voto duales incrementan su valor a más largo plazo.

En esta misma línea, Ahn, Fisch, Patatoukas y Solomon crearon un nuevo índice basado en la gobernanza, *Dual-Index*, integrado por sociedades con estructuras de voto duales y compararon sus resultados con los de varios índices de referencia, concluyendo que estas sociedades creaban valor en sus primeros años.

Por todo ello, y al igual que sucede en relación con la atribución de un derecho estatutario adicional doble por lealtad (o con las *loyalty shares* en general), hay que entender que no son buenas o malas *per se*, sino que todo depende del uso que se haga de ellas y del mercado propiamente dicho. ○

“Los mercados tradicionales se están quedando atrasados”

Lucas Osorio
PRESIDENTE DE EMISORES ESPAÑOLES (EE)

Lucas Osorio, presidente de Emisores Españoles (EE) desde mediados de este año, analiza las cuestiones que están en la agenda de esta asociación de cotizadas. Osorio, abogado del Estado en excedencia, es socio experto en M&A en Hogan Llovells, secretario del Consejo en Metrovacesa y árbitro en Cortes de Arbitraje.

TEXTO F.Rodríguez
FOTOS Pablo Moreno

¿Cuáles son los temas prioritarios para la organización que preside?
EE es una plataforma de trabajo de intereses y preocupaciones comunes de compañías cotizadas. La agenda está marcada por la actualidad, por la normativa y por las preocupaciones que esta pueda generar, de la UE, del Gobierno, de la CNMV... Es un punto de encuentro y convergencia de emisores cotizados.

Ahora, ¿qué es lo más urgente?
Creamos grupos de trabajo siempre que existen temas que exigen una dedicación monográfica y continuada: reporting, responsabilidad penal de las personas jurídicas... A día de hoy, la principal preocupación gira alrededor de la sostenibilidad, que está exigiendo un alto grado de ocupación a los emisores y sus consejos. También la diversidad de género, cuya norma se ha reactivado. Y otra, que no está tanto en el día a día, pero también está en la conversación, es la situación de los mercados de capitales, que no están con mucha actividad en los últimos tiempos y que necesitan un impulso. Hay que dedicarle un punto de reflexión a esto último.

¿Qué le parecen los umbrales y los plazos de ese proyecto legal de género?
El plazo de junio del 2024 es muy exigente. El objetivo del 40% en Consejos, que hasta ahora es recomendación, también lo es, aunque a mí me parece bien el grado de auto-exigencia que se quiere imponer en España. Es una realidad que las mujeres están infrarrepresentadas. Es cierto que en el Ibex, el porcentaje ronda ya el 40%, y si hablamos del Mercado Continuo, de alrededor del 35%. Sin embargo, si hablamos de consejeras ejecutivas, es el 8%. Hay un enorme gap. Y si miramos a la alta dirección, las mujeres representan el 22%, por lo que también hay un gap importante y por ello la recomendación de llegar a un 40% con altas directivas es muy positivo. Quizá la crítica es el *timming* y habría que arbitrar un periodo de transición. ¿Qué van a hacer las empresas que estén en el 20% de aquí a junio del año que viene? ¿Despedir consejeros o altos directivos? ¿a qué coste? Hay que ajustar el tiempo de adaptación.

La mayoría de las consejeras que se están nombrando ahora son independientes. Da la impresión de que en la renovación de los consejos se matan dos pájaros de un tiro: independientes y mujeres.
Sí, el 50% de los consejeros independientes que se nombran en los últimos años son mujeres. Sin duda está bien. Por eso creo que estando bien subir el umbral respecto a la directiva europea, sigo pensando que sería bueno aumentar el periodo transitorio de adaptación.

Hablaba de sostenibilidad, un término amplio y complejo. Por ejemplo, se critica el desfase de tiempo que hay en ocasiones cuando se pide a las cotizadas cumplir determinados requisitos europeos que no cuentan todavía con reglamentos desarrollados o para los que no hay información o estándares concretos de aplicación.
El tema de la sostenibilidad me recuerda el tema de la gobernanza de hace veinte años. Se generó entonces un gran revuelo entre las empresas, que no tenían esa cultura o medios en sus organizaciones suficientes, lo que generó tensiones internas. Y hoy, las empresas han mejorado enormemente y ha sido un éxito. Las compañías lo han interiorizado, y no por imposición, sino por auto-convencimiento. Las exigencias relacionadas con la sostenibilidad implican muchas actuaciones que se pide realizarlas en poco tiempo. Estoy seguro de que en 15 o en 20 años las empresas serán mucho mejores, pero ahora se está generando mucha tensión. Mi impresión es que hay una avalancha un tanto descontrolada de regulación, con unas exigencias temporales muy importantes, con necesidades de *reporting* muy importantes con organizaciones que no están estructuradas para someterse a ello. El objetivo es bueno, y el *timming* demasiado exigente. Y hay un punto de desorientación en las recomendaciones para las empresas y los consejos. Una sensación de no tener tiempo para analizar estas cuestiones desde la estrategia hasta el coste, o cómo integrarlas en las estructuras de negocio.

> “Hay un punto de desorientación en las recomendaciones de sostenibilidad para las empresas y los consejos. Una sensación de no tener tiempo para analizar estas cuestiones desde la estrategia hasta el coste, o cómo integrarlas en las estructuras de negocio

> En España, los mercados de capitales no se potencian ni impulsan institucionalmente y haría falta una decidida actuación por parte de las administraciones públicas

¿Qué le parece el desarrollo de la nueva Ley del Mercado de Valores, para el que ya se han aprobado cuatro reglamentos?
Es un poco precipitado valorar los efectos. La gran mayoría de las reformas son adaptaciones de normas europeas y se trata de cambios de largo recorrido que van a cambiar ciertas dinámicas. Algunas de ellas, incluso son más bien preparatorias de lo que vendrá, como las negociaciones algorítmicas. Es prematuro analizarlo, pero estamos en un momento de mucha ebullición.

Da la impresión de que la regulación siempre va por detrás de la realidad de los mercados de capitales.
En la actualidad todo ocurre en periodos muy cortos y la manilla del reloj la mueven noticias, cosas y tendencias muy cortoplacistas. Por otro, los mercados alternativos son muy dinámicos y no tan regulados. Para los mercados de capitales tradicionales esto es un problema, porque tienen competidores muy potentes, con muchos recursos y menos regulaciones, que se mueven ágilmente. Las estructuras de los mercados tradicionales son más lentas, más reguladas y disponen de menos tiempo y menos posibilidad de reacción. O llegan tarde o las soluciones que se adoptan no son suficientes para competir con esos mercados alternativos. Los mercados de capitales se están quedando atrasados.

Ve un flujo de dinero a mercados no regulados.
Esto es una realidad. Hay vías alternativas a los mercados de valores tradicionales como, por ejemplo, los *private equity*. Le pongo un ejemplo. Una empresa quiere poner en el mercado una participación accionarial y dispone de muchos mercados más dinámicos, más flexibles, más rápidos y menos regulados. El crecimiento de los índices bursátiles, como el Ibex 35, está perdiendo empuje. Hay más exclusiones que salidas a bolsa. También se acude a otras jurisdicciones bursátiles, en general, en Europa y también en España. Al mismo tiempo los mercados de valores se encuentran con trabas burocráticas o una excesiva regulación. Esto no es culpa de nadie en particular sino de la dinámica y de la tendencia. Un emisor puede necesitar un año en cotizar en España cuando en otras plazas puede ser cuatro o cinco meses menos.

Frente a esto, Europa propone el mercado financiero único y la *listing act*, dos proyectos que parecen interminables.
Las intenciones son buenas, pero se tarda muchísimo en implementarlas. Esos dos proyectos están muy bien, pero queda mucho camino por andar. Se toman algunas medidas, pero hay un problema estructural en el mercado europeo donde nos movemos, y es que hay que armonizar muchos intereses distintos, regulaciones, supervisión o tratamiento fiscal. En España estamos comparativamente peor en estos aspectos.

A qué se refiere.
Hay diferencias en esas áreas y hay también un tema cultural. Los mercados de capitales no se potencian ni impulsan institucionalmente y haría falta una decidida actuación por parte de las administraciones públicas. Por otro lado, hay diferencias respecto a otros países en aspectos como el fiscal.

En este contexto, los secretarios de consejos de administración son una figura central, no sé si con igual o mayor responsabilidad que los mismos consejeros. ¿Cómo ha cambiado su perfil en los últimos años?

> El secretario debe tener el objetivo de ser percibido como independiente en la expresión de sus criterios y, como tal, ganarse la confianza de todos los consejeros. Hay que evitar esas situaciones de "estás conmigo o contra mí"

Ha cambiado bastante y en positivo. Se ha convertido en una figura de mucho peso en las sociedades cotizadas. Es casi la tuerca del abanico; es una pieza pequeña, que no toma decisiones ni marca líneas estratégicas, pero es el punto de encuentro y coordinación de los miembros del Consejo. Tiene las clásicas funciones de actas, archivo, organización de reuniones, funciones muy formales que se ven en otros países, pero al mismo tiempo juega un papel de coordinación importantísimo como secretario de las comisiones y coordinador de las líneas de comunicación entre ellas. Independientemente de que el secretario sea *in house* o externo, con sus ventajas e inconvenientes en cada caso y que hay que decidir en función de cada empresa, el secretario debe tener el objetivo de ser percibido como independiente en la expresión de sus criterios y, como tal, ganarse la confianza de todos los consejeros. Guste o no guste lo que diga, con un criterio propio, siendo leal a todos. Hay que evitar esas situaciones de "estás conmigo o contra mí". Es una función intangible extraordinariamente importante.

Esa es la diferencia principal en los últimos 10 o 20 años, el paso de la formalidad a la complejidad.
Exactamente. No solo aconsejas sobre sobre la legalidad de las decisiones, que es la función inherente del secretario del consejo, sino que se ha avanzado un paso más, añadiendo la gobernanza, interna y externa, de cara a los mercados. Debe conseguir una *auctoritas* de buena gobernanza ante el consejo.

Se debate ahora sobre las tareas del consejo frente a las obligaciones de *compliance* en relación con el objetivo de orientar estratégicamente las empresas. Hay estudios que indican que muchos consejeros creen que están perdiendo el control de la estrategia a largo plazo a manos del día a día regulatorio.
Estoy parcialmente de acuerdo. Se ha incrementado porcentualmente el tiempo de dedicación de los consejos a las preocupaciones inmediatas, muchas de ellas relacionadas con la gobernanza, pero creo que eso no puede ser una excusa para que el consejo haga dejación de sus obligaciones de estrategia, que es la razón fundamental por la que los consejeros están ahí. Esa es una labor de todos, del Consejo, sus comisiones, del presidente y del primer ejecutivo, que deben estar más preocupados por su cuenta de resultados y por la estrategia. Los consejos deben organizarse eficiente para compatibilizar las obligaciones de gobernanza con las propias de gestión. Dedicarse solo al *governance* implicaría caer en el pozo negro del *compliance* y un Consejo es mucho más que eso.

¿Qué opina sobre el desarrollo del Código de Inversores de la CNMV –que sólo han firmado seis o siete operadores hasta ahora- y del *stewardship* en general en España? ¿De qué se habla en Emisores Españoles sobre estas cuestiones?
En EE, como he dicho, hay realidades muy distintas. Desde empresa con un *free-float* del 95% a otras con porcentajes muy pequeños de *free-float*. Nuevamente, se trata de una cuestión que hay que gestionar desde la realidad de cada empresa y a la que hay que dedicar tiempo en mayor o menor medida. Creo que el Código de Inversores es positivo porque da transparencia a la manera de comportarse de los operadores y les obliga en cierta manera a unas pautas que son las mismas que piden a las compañías que analizan, y les ayuda a interiorizar lo que están reclamando de los emisores y que tienen que cumplir ellos mismos. Y luego hay un punto, que me parece muy interesante, y es que el código habla de explicar permanentemente por qué se valora a una compañía de una u otra manera, o porque se dan las recomendaciones, de explicar qué reuniones se hacen, de incentivar la relación con los consejos…Todo eso está bien conceptualmente, tanto para las empresas como para quienes invierten en ellas, tanto si tienen mucho o poco *free-float* en el mercado de capitales. Que se incorpore y se profundice la cultura de la comunicación y la transparencia está bien, y cada empresa debe hacer su traje a medida en esta área. ○

> Los consejos deben organizarse de forma eficiente para compatibilizar las obligaciones de gobernanza con las propias de gestión. Dedicarse solo al *governance* implicaría caer en el pozo negro del *compliance* y un Consejo es mucho más que eso

Inditex, Santander e Iberdrola concentran un tercio de la bolsa española

emisores | Inditex, Banco Santander e Iberdrola acabaron 2022 representando un tercio de la capitalización bursátil española, y, sumados a 12 valores más, pesando el 75% del valor total de las bolsas de nuestro país, según el Informe Anual de los mercados de valores de la CNMV correspondientes al ejercicio pasado.

BlackRock permitirá elegir el voto en juntas a 3 millones de partícipes de su mayor fondo indexado

emisores | BlackRock, la gestora de inversión colectiva más grande del mundo, permitirá que los 3 millones de partícipes de su mayor fondo indexado -el *ETF iShares Core S&P 500*, con 305.000 millones de dólares administrados- puedan elegir el sentido de su voto en las juntas de accionistas de las empresas en que está invertido.

El presidente de la CNMV reconoce el daño para la gobernanza de los casos de Indra, NH y Unicaja

emisores | "Ha habido casos concretos en el último año que han afectado de forma muy negativa a la percepción de la calidad de la gobernanza de algunas grandes empresas cotizadas españolas. Y no me gustaría andarme por las ramas: me estoy refiriendo entre otros, a Indra, a Unicaja y a NH.

emisores

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

En el 30,6% de las cotizadas hay un solo accionista con la mayoría del voto

Los mayores activistas aumentaron sus posiciones el 8,9% en el último año

Crece la presión sobre el Ibex en retribuciones

California obligará por ley a las empresas a informar sobre emisiones tóxicas

a&g
MÁS QUE BANCA PRIVADA

El cliente es lo primero, lo segundo, lo tercero...

Tres años consecutivos siendo premiados por el servicio a nuestros clientes no es fruto de la casualidad. Hemos sido galardonados en todas las ediciones de los **Premios de Banca Privada** de **Citywire España** con el premio al **MEJOR SERVICIO AL CLIENTE,** solo nos queda pensar en un muy feliz 2024.

MARÍA GUTIÉRREZ URTIAGA
Universidad Carlos III de Madrid

MARIBEL SÁEZ LACAVE
Universidad Autónoma de Madrid

Impacto de las recompras de acciones en el valor de mercado de las empresas cotizadas españolas (2011-2022)*

El número anual de recompras de acciones en el mercado bursátil español se ha multiplicado por más de 10 veces en el último decenio. Pese su popularidad, estas operaciones aportan beneficios limitados a los inversores. Las autoras de este estudio lo cuantifican y argumentan.

*Extracto y Conclusiones del informe incluido en el II Boletín Trimestral de 2023 de la CNMV

A medida que las recompras de acciones se han hecho más populares entre empresas de todo el mundo, estas operaciones también se han vuelto más polémicas. Por un lado, la literatura más tradicional consideraba las recompras como un mecanismo beneficioso que podía explotar ineficiencias en la imposición, enviar al mercado una señal sobre el valor de la empresa o mejorar los problemas de agencia (Bhattacharya y Jacobsen, 2016). Pero, por otro lado, en la última década, las recompras han sido muy criticadas y existe una percepción de que estas operaciones llevan a las empresas a infrainvertir y reducen el crecimiento de la economía a largo plazo (Lazonick, 2014). Sin embargo, la literatura empírica coincide en demostrar que los accionistas reciben los anuncios de recompras como buenas noticias, ya que las empresas que anuncian una recompra obtienen, de media, rendimientos anormales positivos tanto a corto plazo como a largo plazo (Ikenberry, Lakonishok y Vermaelen, 1995; Peyer y Vermaelen, 2009; Dittmar y Field, 2015), aunque los rendimientos anormales a largo plazo parecen haberse reducido en los últimos años y ser menores en los países europeos (Fu y Huang, 2016; Manconi, Peyer y Vermaelen, 2019) (…)

En este trabajo se estudia la reacción del mercado a los anuncios de recompra de acciones realizados por empresas cotizadas españolas durante el periodo 2011-2022. El estudio muestra un gran aumento de las operaciones durante el periodo de estudio, totalizando 211 anuncios de recompras, la mayoría de ellas con el objetivo de amortizar acciones o de pagar remuneraciones en acciones (…)

Los resultados muestran que los anuncios de recompras son recibidos como noticias positivas por los inversores, obteniéndose rendimientos anormales de alrededor del 1% de media en los días posteriores al anuncio (…)

Una de las posibles causas de estos rendimientos anormales positivos alrededor de los anuncios de recompras es la habilidad de los gestores para anticiparse al mercado, o efecto *market timing*. Es decir, se compra porque se entiende que es barato, independientemente del uso que se les vaya a dar a esas acciones (que en la muestra estudiada se reparte casi igual entre amortización de acciones y entrega a empleados) (…)

Se observa que las empresas que realizan recompras parecen estar menos infravaloradas de media que las que no las realizan. Sin embargo, conviene recordar que lo importante no es tanto la infravaloración, sino la percepción que tengan los gestores de la diferencia entre el valor de mercado y su estimación de valor (…)

Sin embargo, no parece haber impacto medio significativo sobre el valor de la acción a largo plazo. Estos resultados son independientes del propósito de la operación de recompra y similares a los observados en otros mercados europeos. Por otra parte, la reacción del mercado no es homogénea y hay mucha varianza de unos anuncios a otros. Se observan diferencias importantes en la reacción a corto plazo en función de las características de la recompra. En particular, la reacción es mayor cuanto más alto es el porcentaje máximo que se comprará y cuando no ha habido programas previos de recompra. También influyen las características de la empresa; en particular, las empresas pequeñas y las que muestran rentabilidades bajas comparadas con el mercado son las que obtienen mayores rendimientos anormales tras el anuncio de recompra. También se observan rendimientos más altos para las empresas de crecimiento frente a las de valor. La interpretación de los resultados requiere prudencia dado que, aunque se observe un resultado positivo del 1 % de media ante el anuncio de recompra a corto plazo, no se puede saber cuál hubiese sido la evolución del precio en ausencia de dicho anuncio. Una posible explicación, congruente con la literatura al respecto, apuntaría a un proceso tal que: I) los gestores encuentran interesante recomprar acciones cuando su valoración es superior al precio de mercado y II) los inversores actualizan la valoración que ellos realizan al observar la decisión de recompra de los gestores. También es posible otra explicación complementaria, que apuntaría a la mejora de la liquidez tras la recompra. En todo caso, los efectos medios son pequeños. Y, por lo que respecta al largo plazo, la ausencia de rentabilidades anormales puede interpretarse como evidencia de un mercado eficiente que incorpora rápidamente la nueva información. Finalmente, dado que el impacto se da a corto plazo y es reducido, pero positivo, no parece que los inversores crean que las recompras destruyen valor ni que ocasionan unos niveles de infrainversión significativos. ○

Los resultados muestran que los anuncios de recompras son recibidos como noticias positivas por los inversores, obteniéndose rendimientos anormales de alrededor del 1 % de media en los días posteriores al anuncio

Los efectos medios son pequeños. Y, por lo que respecta al largo plazo, la ausencia de rentabilidades anormales puede interpretarse como evidencia de un mercado eficiente que incorpora rápidamente la nueva información

Una costumbre creciente

El número de anuncios comienza siendo muy reducido y crece rápidamente a partir de 2015, hasta alcanzar un máximo de 48 al final del periodo de estudio. Aunque no es lo más frecuente, algunas empresas realizan más de un anuncio de recompra durante un mismo año. Además, hacia el final del periodo hay un número significativo de anuncios que son continuación de algún plan de recompra anterior, sea bien por una prórroga de la duración, bien por una ampliación del número de acciones a adquirir o una renovación de un plan ya cerrado (algunas empresas tienen planes anuales). Se observa también que, en la mayoría de los casos, los anuncios de recompra de acciones coinciden en el tiempo con otras noticias importantes, como pueden ser acuerdos adoptados en junta o anuncios de dividendos o de resultados. Esto dificulta el cálculo de los rendimientos anormales vinculados a los anuncios de programas de recompra de acciones. Por último, de media, la duración de los programas es de 173 días y el porcentaje de capital máximo que se prevé adquirir es el 2,63 % del capital, sin que se observe en ninguno de estos dos parámetros una tendencia clara a lo largo del tiempo. ●

Número de anuncios anuales de programas de recompra de acciones según su finalidad

Año	Número total de anuncios	Amortización de las acciones	Entrega a directivos o empleados	Canje	Mixtos
2011	4	0	1	2	1
2012	1	1			
2013	4	1	2	1	
2014	4	3			1
2015	12	7	5		
2016	16	5	9	2	
2017	12	7	4	1	
2018	20	12	5	3	
2019	19	12	7		
2020	29	15	13	1	
2021	41	17	22	2	
2022	48	30	14	1	3
Total	211	110	82	13	5

Estadísticos descriptivos de los anuncios de programas de recompra de acciones por año

Año	Número total de anuncios	Nímero de empresas	Prórrogas, renovaciones y ampliaciones	Número sin noticias simultáneas	Duración media	% de capital máximo a adquirir (media)
2011	4	4	0	4	273	4,2
2012	1	1	0	1	341	5
2013	4	3	0	1	72	9,4
2014	4	4	0	1	121	2,2
2015	12	8	2	4	362	2
2016	16	15	3	10	170	1,35
2017	12	11	3	4	184	2,8
2018	20	18	2	11	182	3,1
2019	19	19	1	8	228	3,29
2020	29	26	2	19	230	2,38
2021	41	34	6	23	105	1,65
2022	48	36	14	14	53	2,79
Total	211	180	33	100	173	2,63

Fuente: Comisión Nacional del Mercado de Valores / Octubre 2023

Carmen López
INDEX MANAGER DEL GRUPO BME

"Trabajamos con SIX para crear índices globales europeos o mundiales, que no tengan tanta referencia local"

BME gestiona más de 350 índices bursátiles, intentando adaptarse a lo que piden los grandes inversores. Carmen López, Index Manager del Grupo BME, explica el sentido actual de los índices y los proyectos actuales y futuros de su área.

TEXTO emisores
FOTOS JOSÉ AGUILERA

¿Cómo influye la enorme cantidad y segmentación de los índices bursátiles en la operativa en bolsa y en la toma de decisiones de los inversores? En especial, en los fondos indexados, de preponderancia creciente.
Es una tendencia global. Cada vez necesitamos más productos y más diversidad. Adaptarlos a cada cliente y a cada necesidad. Hace treinta o cuarenta años sólo había un índice por cada indicador de país. A partir de ahí, se han desarrollado las variantes para las estrategias de inversión: por qué no medir las empresas medianas, o las pequeñas, o las que pagan más dividendo, las de mayor beneficio…Y también las tendencias de inversión. Últimamente, relacionadas con la sostenibilidad.

¿Eso se nota en la oferta de indexados?
Que haya un crecimiento en la oferta de indexados hace que les ofrezcamos más productos.

El hecho de que crezca la indexación, ¿qué influencia tiene en la valoración de los activos?
Se hace más eficiente en el momento en que hay más flujos de inversión canalizados. Pero, básicamente, afecta sobre todo a los volúmenes. El hecho de que las compañías quieran ser incluidas en los índices se debe precisamente a los grandes volúmenes de negociación de estos. Cuanto mayor es la liquidez, más eficiente se vuelve el libro de órdenes y mejor es la formación de precios.

> Estamos abrumados por la regulación de la UE que nos viene. Se han lanzado muchas regulaciones a la vez y no siempre coordinadas

¿Cuándo deja de tener sentido un índice? ¿Se puede hablar de vida media, por decirlo así, de un índice?
Los índices dejan de tener sentido cuando la realidad que miden ha cambiado o cuando ya no son capaces de medirla. Y cada año tienes que comprobar que esa realidad se está midiendo. Si no, debes cambiar tu metodología. Eso sí, los índices pueden estar más o menos de moda dependiendo de las tendencias de inversión. Los índices tienen dos funciones. Una, la de medir una realidad, dar una referencia y dar visibilidad a las compañías que lo integran. La otra es canalizar la inversión y servir de subyacente para los fondos, etcétera. Normalmente, los índices no desaparecen, se adaptan, salvo que desaparezca el segmento de mercado con el que se relaciona, cosa que a veces ocurre.

Es miembro de FESE Task Force para la Regulación Europea sobre Índices de Referencia (*Federation of European Securities Exchanges*). ¿Se puede hablar de tendencias internacionales en el diseño o el uso de índices?
Claramente, en sostenibilidad, donde todo el mundo necesita una referencia. Desde el punto de vista genérico, para el que quiere tener un producto sostenible, hasta el que necesita índices temáticos especializados sobre temas como la limpieza de aguas, o de construcción eficiente, o de impacto.

Aquí el problema es el concepto de ESG. Por un lado, hay mucha E y poca S, por ejemplo. Y también la ausencia de métricas homogéneas en muchísimos aspectos. ¿Qué opina?
Estamos abrumados por la regulación de la UE que nos viene. Se han lanzado muchas regulaciones a la vez y no siempre coordinadas.

En ese contexto, BME ha lanzado recientemente su índice IBEX ESG. ¿Cuál es el modelo que han adoptado dentro de este maremágnum?
Hemos hecho un índice genérico que valora los tres factores ESG y que valor el impacto de las compañías en la sostenibilidad. Y también si obtienen determinados ingresos

en sectores críticos. Les pedimos determinado tamaño –IBEX35 e Ibex Medium Cap-, con una calificación de C+ -es decir que la compañía no tienen un impacto positivo, pero tampoco negativo- y la exposición a sectores críticos.

¿Por qué un nivel tan bajo de exigencia?
Cuando lanzas un índice tienen que analizar cuál es su universo, y que datos tienes. Si partes de un nivel muy exigente, no estás impulsando que las compañías mejoren un poco para cumplir. El índice IBEX ESG nace con la vocación de ser una referencia. El *Ibex Gender Equality*, que también es de la familia ESG, nació para impulsar esa cuestión concreta, y nos ha funcionado, porque empezó con 30 empresas y ahora tiene 53, en dos años, porque las compañías se interesan.

Es curioso que los índices también tengan ese "enfoque político" de impulsar el progreso en algunas cuestiones.
Yo más bien lo llamaría social o barométrico.

Se supone que la selección de los títulos que lo integren debería servir para delimitar de algún modo las prácticas de *greenwashing*. ¿En qué modo concreto se refleja este aspecto en el índice?
Precisamente, dando visibilidad a las compañías. La idea es que las compañías que no están mejoren sus capacidades para entra en el índice.

También gestionan el *IBEX Gender Equality*, sobre género. ¿Cómo valora su trayectoria en el año y pico que lleva funcionando en cuanto a la composición?

> Cuando lanzas un índice tienen que analizar cuál es su universo, y que datos tienes. Si partes de un nivel muy exigente, no estás impulsando que las compañías mejoren un poco para cumplir

> Si hubiéramos lanzado el Ibex Gender hace cinco años, sólo hubiéramos incorporado entre 8 y 10 empresas. Desde 2018, ese número de compañías en el índice se ha quintuplicado

> Tendríamos masa crítica suficiente en el mercado de BME para hacer un índice de financiación sostenible. ¿Por qué no un índice ESG de bonos verdes? Nuestros compañeros de SIX lo tienen

Precisamente, en el *Ibex Gender Equality* henos incluido una condición anti-*greenwashing*, porque no sólo pedimos un porcentaje de consejeras, sino también más de un 15% de mujeres en la alta dirección. Eso no viene en la regulación ni es una recomendación de la CNMV, sino que lo incluimos como un factor más. Y la mitad de las empresas que podrían estar en el índice –53– ya cumplen ese requisito adicional.

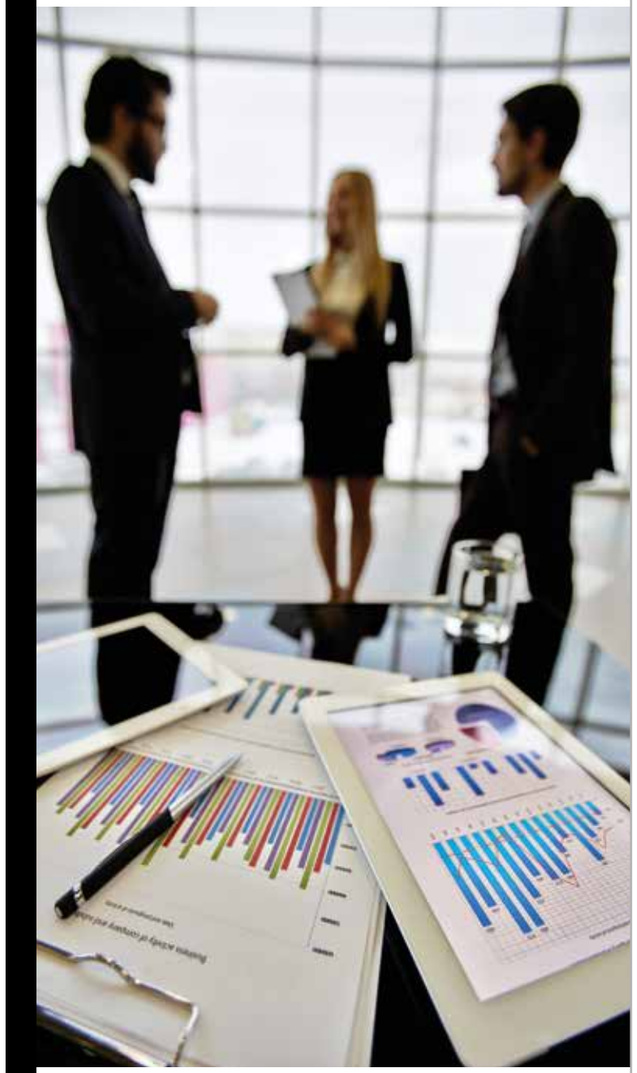
Dicho de otro modo, ¿qué está reflejando este indicador respecto a, digamos, su temática subyacente de diversidad de género?
Que es una tendencia que avanza lentamente, pero no retrocede. Apenas hay empresas que hayan salido del índice por un retroceso. Hemos hecho un estudio sobre cuantas empresas habrían podido incluirse en 2018 si hubiéramos lanzado entonces el índice y nos salían solo 8 o 10. Desde entonces, el número de compañías se ha quintuplicado.

¿Por qué estos índices de la familia ESG se renuevan cada año? ¿No es mucho tiempo?
Porque para hacerlo necesita el reporte de sostenibilidad y la obligación es anual.

BME tiene cotizando numerosas emisiones de renta fija sostenible ¿Para cuándo un índice de renta fija de esta categoría?
Nuestra oferta de índices de renta fija no es muy amplia. Pero tendríamos masa crítica suficiente para hacerlo. La familia sostenible tiene muchas posibilidades de desarrollo. Ha habido mucho interés de las compañías por el índice ESG que acabamos de lanzar. ¿Por qué no un índice ESG de bonos verdes? Nuestros compañeros de SIX sí lo tienen.

¿Qué otros proyectos de índices tiene BME en su Plan Estratégico? ¿Existe actividad internacional de BME, por ejemplo, en mercados latinoamericanos, para montar otros índices?
Desde nuestra incorporación a SIX tenemos índices en países nórdicos, Suiza y España. Estamos trabajando para crear índices globales europeos o mundiales, que no tengan tanta referencia local. Que midan un conjunto de países, un área económica, o el mundo.

¿Y Latinoamérica?
Tenemos los índices Latibex. ○



¿Son las APMs demasiado recurrentes?

Las denominada Medidas Alternativas de Rendimiento –APM, por sus siglas en inglés– o ratios financieros no regulados, ganan terreno en los mercados a las normas estándares de contabilidad. En España, más de 4 de cada 10 cotizadas usan de media en sus comunicaciones públicas más de 30 ratios que no figuran formalizados en sus estados financieros.

TEXTO F. Rodríguez

"Deuda neta", "Flujo de caja libre", "Ebitda", "Ebitda ajustado por Covid", "Cartera de pedidos", "Free cash-flow", "Ingresos recurrentes", "Enterprise Value", "Margen de intereses" en la banca... Estos son algunos de los ratios financieros que pueblan los folletos informativos, las presentaciones a analistas y las notas de prensa difundidos regularmente por las empresas cotizadas a los medios y al público inversor, ya sea institucional o profesional.

Su denominador común es que representan algo así como la *lingua franca* del día a día de los mercados de capitales de todo el mundo para los directores financieros, los emisores, los gestores de fondos, los analistas y los inversores.

Pero también tienen en común que no están definidos como tales en las normas legales que regulan los estados financieros y la contabilidad en general –las NIIF (Normas Internacionales de Información Financiera)–.

Son las denominadas Medidas Alternativas de Rendimiento (MAR), o APMs por sus siglas en inglés, y pueden representar un caldo de cultivo para que las empresas sesguen la información en beneficio propio y para la confusión del inversor de a pié deficientemente formado.

Por eso, la UE emitió directrices de buenas prácticas –poner puertas al campo siempre es difícil- para su uso en 2016, y la CNMV realizó un análisis del estado de la cuestión entre cotizadas españolas en 2022, con datos del ejercicio anterior, que arrojó como resultado que sólo el 13% cumplía todas las indicaciones y recomendaciones. La encuesta también mostró un buen nivel de exuberancia en la presencia de APMs en el parqué español: aunque en el 20% de los casos el número de ellas identificadas era inferior a 10, en el 40% de los casos estaba entre 10 y 20, en el 30% de los casos entre 20 y 30, y, en

el último extremo, un 10% de cotizadas usaba una paleta de más de 30 herramientas de medición para dar colorido a su información financiera pública regular.

"La calidad en el nivel de cumplimiento de las directrices europeas es razonable –aunque sólo haya un 13% que cumple todos los principios y recomendaciones-, pero hay un margen de mejora", señaló Eduardo Manso, Director de Información Financiera y Corporativa de la CNMV, en el transcurso de la jornada *Los retos del análisis financiero* organizada por la el Instituto Español de Analistas y celebrada en la Fundación Renta 4. Manso profundizó en la problemática del uso de las APMs en la práctica, como por ejemplo, que a veces "las utilizadas en las presentaciones de resultados no coinciden con las de los informes de gestión", que "hay algunas prospectivas" e incluso que hay emisores que "desconocen que las están utilizando o que piensan que por incluirlas en las cuentas de resultados no lo son."

"Me encuentro con compañías de un mismo sector con diferentes modos de calcular el ebitda, con una recurrencia que hoy lo es y luego no. Lo que usa CAF no es lo mismo que lo que usa Alsthom. El problema es la libertad que dan las métricas a las compañías y que en cualquier comunicado a los inversores, 3 de cada 4 ratios utilizados son APMs", dice un gestor y analista

Parece claro que las APMs existen porque las normas de contabilidad no llegan a tiempo a formalizar lo que parecen necesitar las empresas y sus accionistas para explicar e interpretar adecuadamente la marcha de las compañías al gusto del mercado, por lo que, según Manso, probablemente, "las NIIF han fomentado la creatividad."

¿TENEMOS UN PROBLEMA?

"A mi juicio, las APM no son un problema siempre que respetes, las tres `c´-Claridad, Consistencia y Coherencia- y seas transparente con las que utilizas", dijo en el mismo evento Antonio Trelles, director Económico Financiero de GAM.

Discrepó David Cabeza, *Portfolio Manager&Head of Equity Analisis* de Renta 4: "Sí hay un problema. Me encuentro con compañías de un mismo sector con diferentes modos de calcular el ebitda, con una recurrencia que hoy lo es y luego no. Lo que usa CAF no es lo mismo que lo que usa Alsthom. El problema es la libertad que dan las métricas a las compañías y que en cualquier comunicado a los inversores, 3 de cada 4 ratios utilizados son APMs."

Para José Martins, *Head of Equities* de JB Capital Markets y con más de 20 años de experiencia en los mercados financieros, la preocupación es "que esa información llegue a al mercado y a los particulares sin filtro."

¿ESTANDARIZACIÓN O LIBERTAD DE INFORMACIÓN?

En línea con el resto de los participantes en una mesa con el explícito título de *Cómo explicar mejor las medidas alternativas de rendimiento para no confundir al inversor*, Cabeza señaló que "las APMS nacieron porque los estados contables no reflejan con detalle suficientemente lo que se pide en el mercado". Abogó por "considerar al menos la conveniencia de trasladar las APMs o algunas de ellas a la normativa contable. Quizá las NIIF no se han movido tanto como las APMs y eso va aumentado las diferencias" entre los dos mundos de la jerga contable.

Hubo consenso en las APMs que podrían ser candidatas a la formalización: al menos, la Deuda neta, el Flujo de Caja Libre y el habitual Ebitda. "Parece raro que el ebitda, que se usa desde hace 20 años, no esté todavía en la normativa contable. Nadie habla de resultado de explotación en el mundo financiero, ni inversores, ni analistas ni acreedores: todos manejan las APMS. Daría un paso en dirección a la estandarización", comentó el ponente de GAM.

Para Manso, "hay camino por recorrer, pero en las NIIF no se puede estandarizar todo, porque no se pueden recoger todas las peculiaridades por sectores y por tipo y tamaño de las empresas. Cuanto más se estandarice, más fácil será comparar entre las empresas." Este director de la CNMV opinó que la información voluntaria puede ser útil, "si no usas 54 APMs, no cambias frecuentemente 'qué es recurrente' y explicas, cuando las sustituyes, por qué lo haces". Y evitar los sesgos: "es recomendable que no aparezcan en los titulares de la información distribuida", dijo.

"Soy partidario de la transparencia. Con la excesiva estandarización, nos hubiéramos perdido a compañías como Apple o Google, que no dieron beneficios durante nueve años. Deben primar el profesionalismo y la calidad en el uso de la APM", opinó el jefe de Análisis de JB Capital Markets.

¿CIENCIA O ARTE?

"Hay un punto de juicio de valor en las APMs y la obligación es contar cómo se hacen las cosas. La APM debería ser un suma y resta de magnitudes contables", según Trelles.

Hablando de los analistas, una figura cada vez más escasa pero imprescindible para separar el grano de la paja en la información financiera que dispensan las cotizadas, Martins señaló que ese escrutinio pertenece "al artista, que debe determinar qué es recurrente y qué no lo es: nos pagan para eso, porque el acceso a los estados financieros lo tiene todo el mundo."

En este sentido, Cabeza señaló que "es difícil que la empresa no quiera dar su mejor imagen; por eso nosotros trabajamos sobre los estados financieros y también sobre los informes de los analistas. Cuanto más se estandarice, menos necesarias serán las APMs." ○

NESTOR U. SALCEDO
RESEARCH FELLOW AT ESADE CENTER FOR CORPORATE GOVERNANCE

Tendencias en las prioridades ESG de los Consejos: comparando Europa con Estados Unidos*

Un reciente informe mundial publicado por el Diligent Institute y Spencer Stuart refleja la evolución global de las empresas y sus consejos de administración en temas ESG, centrándose en el enfoque organizacional, las acciones en el seno del consejo, la estrategia y las perspectivas, y la supervisión de estructuras, evidenciando, además, diferencias significativas en términos de ESG (ambiental, social y de gobernanza) que se han presentado hasta el momento entre Estados Unidos y Europa.

*Esta publicación de ESADE analiza los hallazgos del informe de 2023 del Diligent Institute y de Spencer Stuart titulado "La sostenibilidad en el punto de mira: ¿Ha perdido la ESG impulso en el Consejo de Administración?"

Respecto a estos enfoques y considerando las diferencias entre Estados Unidos y Europa, compartimos nuestros comentarios, contribuyendo adicionalmente con percepciones desde el lado europeo desde nuestra perspectiva en España.

El acercamiento o *approach* organizacional es quizás una de las grandes diferencias entre las dos jurisdicciones. Por una parte, los consejeros estadounidenses ven las cuestiones ESG más como un riesgo a mitigar, mientras que los consejeros europeos las ven como una oportunidad para aprovechar.

Algunas premisas para estos resultados pueden estar relacionadas con el panorama regulatorio en Estados Unidos, que está más fragmentado, con regulaciones que varían entre agencias estatales y federales. Aunque ha habido algunos avances a nivel federal y a nivel estatal en los Estados Unidos, el entorno regulatorio es generalmente menos prescriptivo y completo. Por el contrario, Europa dispone de un marco legal y de regulaciones más homogéneo en comparación con Estados Unidos debido a la implicación del Parlamento Europeo como entidad supranacional que integra y aborda los problemas ESG.

Además, los países europeos han adoptado diversos acuerdos y tratados que hacen cumplir las normas ambientales y sociales, como el European Green Deal (2020), el Acuerdo de París (2015), y tratados anteriores (Lisboa, 2009; Ámsterdam, 1999; Maastricht, 1993).

Los consejeros estadounidenses ven las cuestiones ESG más como un riesgo a mitigar, mientras que los consejeros europeos las ven como una oportunidad para aprovechar

Si nos centramos en España, el país opera dentro del marco regulatorio integral de la Unión Europea, que incluye varias regulaciones ESG y directivas. Estas regulaciones establecen expectativas claras para que las empresas integren consideraciones ESG en sus operaciones y en el reporting no financiero. Esta significativa diferencia en los marcos regulatorios puede influir en cómo las empresas de cada país ven las cuestiones ESG como riesgos o como oportunidades.

ACCIONES DE CONSEJO

De acuerdo con a lo anterior y en relación al estudio, otra evidencia relacionada con las cuestiones ESG es que los Consejos tienen un enfoque más social (S) por parte de los estadounidenses, en comparación con un enfoque ambiental (E) por parte de los europeos. Esto se refleja con la evidencia adicional de que los informes en materia

ESG son anuales en Estados Unidos, con un mayor enfoque en el cumplimiento, mientras que Europa tienden a ser trimestrales, con un proceso sistematizado que combina el cumplimiento con las operaciones y los negocios.

Además, la percepción negativa de los consejeros encuestados en Estados Unidos es que supondría "demasiado tiempo" dedicarse a debatir cuestiones ESG, mientras que los europeos no lo ven así. Esto podría tener su reflejo en el hecho de que en los consejos estadounidenses hay una creciente conciencia y preocupación por las cuestiones ESG. Sin embargo, factores culturales disruptivos y un énfasis en el individualismo y el libre mercado han influido en la percepción pública y en la velocidad del cambio. Además, Estados Unidos tiene un diverso y dinámico tejido industrial, con una presencia más significativa de sectores como el tecnológico y el financiero, donde los criterios ESG pueden ser percibidos, sobre todo, desde el enfoque de la atracción, la retención y la sucesión de talento, es decir, centrados en la experiencia individual, el conocimiento y la creación de valor del talento clave -es decir, del CEO, de la alta dirección y de los miembros del Consejo de Administración-.

De la otra parte, y a lo largo de varias décadas, Europa enfrentó importantes desafíos ambientales, como la contaminación y la escasez de recursos, debido a conflictos, recesiones e integraciones geopolíticas. Esta experiencia enfatizó la protección del medio ambiente y la necesidad de incorporar acciones de sostenibilidad. Además, Europa tiene una presencia significativa en industrias como la automoción, el comercio y el turismo, que se han enfrentado al escrutinio ambiental en toda su cadena de valor, lo que ha llevado a regulaciones y estándares industriales más estrictos que han sido sistematizados y difundidos a nivel mundial.

ACTIVISMO

Además, Europa tiene una larga historia de activismo social y medioambiental, lo que ha derivado en una mayor conciencia pública y preocupación por la rendición de cuentas en materia de ESG. Esto ha contribuido a que la sociedad, en general, exija que las empresas operen de manera sostenible y responsable. En efecto, en España, los factores culturales y los valores sociales progresistas pueden explicar cómo abordan las empresas las cuestiones ESG. Por ejemplo, en España hay un énfasis cultural en el bienestar social, la solidaridad y el desarrollo sostenible. Este contexto social puede haber influido en la percepción pública de las empresas y generado expectativas de desarrollo de prácticas empresariales responsables y sostenibles, acercando su rendición de cuentas a la sistematización en períodos más cortos -por ejemplo, trimestralmente- y a asumir el debate sobre estos temas como parte de las estrategias corporativas.

En España hay un énfasis cultural en el bienestar social, la solidaridad, y el desarrollo sostenible. Este contexto social puede haber influido en la percepción pública de las empresas y generado expectativas de desarrollo de prácticas empresariales responsables y sostenibles

Respecto a la orientación a considerar que las métricas ESG conducen a una mejora en la valoración de la acción, sólo el 15% de los encuestados estadounidenses está de acuerdo con esta afirmación. En comparación, el 34% de los encuestados europeos lo confirma.

En efecto, las premisas descritas nos llevan a confirmar los resultados de los encuestados en Europa, donde se afirma que casi el 90% están incorporando métricas ambientales y el 43% de métricas sociales en sus planes, en comparación con el 46% y el 23% en Estados Unidos, respectivamente.

ESTRATEGIA Y PERSPECTIVAS

Respecto a la orientación a considerar que las métricas ESG conducen a una mejora en la valoración de la acción, sólo el 15% de los encuestados estadounidenses está de acuerdo con esta afirmación. En comparación, el 34% de los encuestados europeos lo confirma.

Además, sólo el 42% de los consejeros estadounidenses piensa que estas métricas deberían reflejarse en la valoración de la acción, mientras que el 73% de los consejeros europeos está favor de esta inclusión.

Estos porcentajes podrían sugerir un mayor énfasis en el *performance* financiero en el corto plazo en Estados Unidos y en que la integración de los criterios ESG en la toma de decisiones de inversión han sido más lentos en ganar tracción en el mercado. Aunque la inversión ESG está ganando terreno en Estados Unidos, el nivel de demanda de inversores institucionales e individuales y la integración de los asuntos ESG pueden ralentizarse debido a múltiples variaciones y necesidades en las industrias y las empresas.

Por la otra parte, los inversores europeos suelen priorizar la sostenibilidad a largo plazo y la inversión responsable, lo que lleva a una mayor demanda de empresas que se alineen con principios ESG. Esta demanda está impulsada, en parte, por la fuerte presencia de inversores institucionales, como los fondos de pensiones, que han integrado consideraciones ESG en sus estrategias de inversión. Centrándonos en España, el mercado español ha asistido a una creciente demanda de inversiones ESG y finanzas sostenibles. Esta demanda está liderada, en parte, por la fuerte presencia de inversores institucionales como los fondos de pensiones y los gestores de activos, que han integrado criterios ESG en su estrategia de inversión, animando a las empresas a abordar los asuntos ESG. Esta demanda incentiva a las empresas españolas a incorporar prácticas ESG en sus modelos de negocio y a demostrar su compromiso con la sostenibilidad y las prácticas responsables.

Por estas razones, se refleja que en Estados Unidos es predecible un enfoque más conservador en las cuestiones ESG y su vinculación al impacto empresarial. En cambio, en Europa es predecible un mayor enfoque en ESG y un vínculo más significativo respecto al impacto empresarial.

ESTRUCTURAS DE SUPERVISIÓN

En cuanto a la supervisión de las cuestiones ESG, el 45% de los encuestados en Estados Unidos considera que el Consejo asume responsabilidades y la supervisión general de ESG, mientras que en Europa este porcentaje es del 55%.

Asimismo, Estados Unidos otorga responsabilidades en la materia a la comisión de nombramientos y gobernanza en un 27%, mientras que Europa hace lo mismo con comisiones especializadas como la de Sostenibilidad o de ESG en un 31%. De hecho, al hablar sobre la evolución de las estructuras de supervisión en materia ESG por parte de los Consejos, Europa lidera con un 41% en comparación con el 23% de Estados Unidos.
Además, el aumento de las comisiones y los debates sobre cuestiones ESG son más significativos en Europa que en Estados Unidos.

Estos resultados tienen su reflejo potencial en la orientación al *stakeholder* en Estados Unidos y en Europa. En Estados Unidos, el gobierno corporativo se ha centrado históricamente más en la primacía de los accionistas, priorizando la maximización del valor para ellos. La diferencia de enfoque influye en cómo las empresas de cada región abordan las cuestiones ESG y asignan recursos, así como la priorización de las agendas de sus Consejos y comisiones, lo que puede haber llevado a un enfoque más limitado en el desempeño financiero en aras de uno más amplio para los criterios ESG. En todo caso, hay un giro creciente hacia un modelo de gobernanza orientado a las partes interesadas en Estados Unidos.

Por su parte, la gobernanza corporativa europea tradicionalmente enfatiza los intereses de los *stackeholders*, considerando el impacto de las decisiones empresariales dentro de un conjunto más amplio, incluidos los empleados, las comunidades y el medio ambiente.

En ese sentido, las empresas españolas, influidas por el panorama de más amplio enfoque de gobierno corporativo orientado a los *stackeholders* en Europa, a menudo hacen mucho hincapié en abordar cuestiones sociales y cuestiones ambientales. Reconocen la importancia de considerar los intereses de estos en sus procesos de toma de decisiones. De hecho, como parte de los resultados en Europa que refleja el estudio, confirmamos, en el caso español, las responsabilidades compartidas entre el Consejo y la Comisión especializada en sostenibilidad o ESG para temas ambientales, y el Comité de Nombramientos y Retribuciones (obligatorio desde 2014) para los temas sociales.

En conclusión, creemos que este estudio de referencia -*Sustainability in the spotlight: Has ESG lost momentum in the boardroom?*- es un aporte fundamental a la lectura por parte de los tomadores de decisiones y formuladores de políticas interesados en cuestiones ESG. ○

TALENTO Y COMPAÑÍAS COTIZADAS, UNA REFLEXIÓN

El autoconocimiento, el *self-awareness*, "cotiza al alza" y una pequeña inversión en que nuestros directivos tengan una visión ajustada de ellos mismos puede tener un gran impacto en los resultados del negocio y en la confianza de los mercados.

Julio Moreno.
Senior Partner de Seeliger y Conde Kingsley Gate

En otras ocasiones, desde Seeliger y Conde ·Kingsley Gate, hemos escrito sobre la importancia de los "Planes de Sucesión" atendiendo a los ejemplos de compañías en las que su valor de cotización había disminuido entre un 10% y un 18% al haber perdido a su líder, o a alguno de sus ejecutivos clave, sin tener un sucesor claro y preparado para la posición. Un riesgo importante para los inversores.

Hoy, sin embargo, antes que hablar de "riesgos" nos gustaría enfocar este artículo desde la perspectiva del valor que aporta el talento adecuado y bien gestionado, es decir, sobre la parte positiva de generación de valor, poniendo foco en un elemento clave: el *self-awareness* de los directivos.

En 2015, una reputada firma de consultoría realizó un estudio para analizar la relación entre el RoR (*Rate of Return*) de las compañías cotizadas en EE. UU. y el *self-awareness* de sus directivos. Los resultados mostraron una elevada correlación estadística entre el desempeño financiero positivo de aquellas compañías en las que sus directivos tenían menos "puntos ciegos", frente a aquellas otras en los que sus directivos tenían un menor *self-awareness* y por lo tanto más puntos ciegos. El resultado del estudio es concluyente: En las compañías que presentaban un peor RoR los directivos tenían un 20% más de "puntos ciegos" que en aquellas con mejor desempeño financiero.

FORTALEZAS Y ÁREAS DE MEJORA

¿Se preguntan los CEOS de las cotizadas hasta que punto sus profesionales tienen una imagen ajustada de sus fortalezas y de sus áreas de mejora? ¿Se preguntan cómo esto influye en la toma de decisiones, en la cultura, y en la viabilidad estratégica y financiera de la empresa? Si no lo hacen deberían planteárselo, porque cerca del 90% de los directivos considera que está entre el 10% de los mejores... lo cual es estadísticamente "improbable". Curiosamente, este dato, basado en estudios de hace 15 años, coincide con una reciente investigación de Harvard, que afirma que sólo un 10-15% de Directivos tiene una visión ajustada de sus fortalezas y áreas de desarrollo. ¿Quieren los inversores "apostar" su dinero en empresas dirigidas por profesionales que no saben en lo que son buenos y en lo que no lo son tanto?

Parece que el autoconocimiento, el *self-awareness*, "cotiza al alza" y que una pequeña inversión en que nuestros directivos tengan una visión ajustada de ellos mismos puede tener un gran impacto en los resultados del negocio y en la confianza de los mercados. ¿Cómo puedo hacer entonces para que los miembros de mi Comité de Dirección y para que mis directivos que ocupan "posiciones clave" tengan una visión más ajustada sobre sus capacidades, sobre sus fortalezas y sobre sus áreas de desarrollo?

Otra vez, la investigación sobre talento y las ciencias del comportamiento, vienen en nuestro auxilio: en enero de 2018, Tasha Eurich escribió un artículo en la *Harvard Business Review* basado en una investigación de más de 15 años y con cerca de 5.000 participantes, y que llevaba por título *"What Self-Awareness Really Is (and How to Cultivate It)"*. Las conclusiones son sumamente interesantes, pero quizás, la de mayor impacto es que la "introspección" no constituye un mecanismo adecuado para desarrollar una visión ajustada sobre uno mismo; es más, si la utilizamos como única fuente de información, tiende más a distorsionar nuestra autoconsciencia que a desarrollarla. Si realmente nos preocupa que nuestros directivos tengan una imagen ajustada sobre ellos mismos, porque eso impacta -a través de la toma de decisiones y de la cultura que generan- en los resultados de la compañía y en su cotización, no podemos considerar que puedan evolucionar -únicamente- en base a sus propios recursos.

¿QUÉ HACER?

Entonces ¿Qué tenemos que hacer? La buena noticia es que el *self-awareness* se puede medir, y los profesionales pueden trabajar sobre esta habilidad, que, según recientes estudios, es la que tiene una mayor correlación con el éxito en la carrera profesional a medio y largo plazo (si, ni la "visión estratégica, ni la "orientación a resultados", tienen tanto impacto en la carrera profesional como el *self-awareness*). O sea: el desarrollo de esta habilidad enriquece tanto a las empresas como a sus profesionales. Todos ganan.

¿Cómo se puede medir? Las investigaciones actuales sobre el *self-awareness* coinciden cada vez más en mostrar la complementariedad de lo interno y lo externo para desarrollar una ajustada autoimagen. La propia Investigación de Tasha Eurich establece un interesante modelo de "arquetipos" en el que sitúa a los profesionales según su tendencia a establecer su autoimagen basándose más en la introspección o en el *feedback* externo. Si bien este modelo nos parece conceptualmente interesante, está más basado en la lógica que en la investigación, por lo que, de cara a evaluar esta capacidad tan escasa como valiosa preferimos utilizar el modelo científico desarrollado por el Profesor Kennet P. De Meuse, de la *Society for Industrial and Organizational Psychology*. Este modelo distingue con claridad -y permite medir con precisión- los dos factores: el interno o *self-insight* y el externo o *Feedback Responsiveness*. Por eso, en Seeliger y Conde ·Kingsley Gate hemos incorporado a nuestras herramientas de *assessment* la diseñada por el Profesor De Meuse.

Miguel de Unamuno escribía en su prólogo a sus Tres Novelas Ejemplares, citando a Oliver Wendell Holmes, que en un personaje hay realmente tres: el que el personaje se cree que es, el que otros creen que es y el que realmente es. Añadía Unamuno, que al menos hay otro: el que el personaje quiere ser, y que Dios premiará o castigará a que uno sea por toda la eternidad lo que quiso ser. La métrica puede ayudarnos a establecer la distancia entre el profesional que creemos que somos y el que realmente somos, pero es el *feedback* el que nos ayuda a comprender el profesional que los demás creen –o perciben– que somos. La métrica, por más precisa que sea, no exime de buscar proactivamente el *feedback* de los demás. Por eso, la apertura y la respuesta al *feedback*, (*Feedback Responsiveness*, en el modelo de De Meuse) es tan importante como el autoanálisis, o los resultados de una herramienta sicométrica.

> En España se soslaya –en la mayoría de los casos– una evaluación en profundidad de los miembros del Consejo

> Tenemos que poner en valor y "normalizar" los procesos de *assessment* y de *feedback* de los consejeros y ejecutivos: no se trata de un "examen" sino de una reflexión

Análisis, métrica y *feedback*, son por tanto las palancas que debemos utilizar para diseñar el profesional que queremos ser. Pero sin otro ingrediente, la voluntad de serlo, no haremos más que trazar un "retrato" de ese profesional. Retrato que sólo tendrá el efecto de generar la frustración que produce un ideal que no sabemos cómo alcanzar. El querer serlo, o el no querer serlo –lo que llamaba Unamuno la *noluntad, por contraposición a la voluntad*– es, como todo aprendizaje, algo que ocurre "fuera de nuestra zona de confort" y, por ello, constituye un reto para el profesional, pero también ahí es donde pueden intervenir las organizaciones y los líderes, ayudando a sus directivos a alcanzar el éxito en esta singladura.

¿Cómo los líderes y las organizaciones pueden ayudar a sus profesionales a mejorar su *self- awareness*? En este punto escribimos más desde nuestra experiencia en el terreno, durante más de 30 años asesorando a empresas y a sus ejecutivos, que desde la investigación:

1. Consejo de Administración y el primer ejecutivo deben dar ejemplo: en España nos encontramos muy frecuentemente que la evaluación de los consejeros es a menudo el "sujeto elíptico" de los procesos de evaluación del Consejo. Es decir, se valoran elementos relacionados con el "funcionamiento" del Consejo (Ley 31/2014 y recomendaciones de la CMNV 2015 y su actualización de 2020) tales como la composición, diversidad, procesos, frecuencia de las reuniones, número y tipología de las comisiones… Pero no se evalúan los perfiles de los consejeros, más allá de una creciente, pero todavía laxa, adhesión a la "Soft Law" (Guía técnica 1/2019 CNMV) y se soslaya -en la mayoría de los casos- una evaluación en profundidad de los miembros del Consejo. Aspecto en el que los países anglosajones nos sacan una importante ventaja: según datos de 2022, el 48% de las organizaciones del S&P 500 hace no sólo la evaluación agregada del Consejo y de sus comisiones, sino también un *assessment* de cada uno de sus consejeros.

2. Generar un *mindset* positivo en los directivos y ejecutivos, en lo relativo a ser evaluados a través de un *assessment* periódico y en su disposición hacia el *feedback*: sin ponernos las excusas "del pasado" porque la realidad –hoy– es que siempre que hemos hecho este ejercicio con compañías cotizadas, los directivos nos han agradecido la información recibida y han manifestado que les resulta de gran utilidad.

Tenemos, por tanto, que poner en valor y "normalizar" los procesos de *assessment* y de *feedback* de los consejeros y ejecutivos: no se trata de un "examen" sino de una reflexión. Una reflexión que los mejores ejecutivos, esos que sí están realmente entre el 10% de los mejores, saben valorar, porque, otra vez basándonos en la investigación, sabemos que son precisamente los directivos que de manera proactiva buscan el *feedback* los que obtienen los mejores resultados de forma sostenida. ○

JAVIER MEGÍAS LÓPEZ

Profesor Titular de Derecho Mercantil, Universidad Complutense de Madrid
Abogado Sénior de Conocimiento e Innovación, Cuatrecasas

Diversidad y matriz de competencias en el consejo de administración*

El autor profundiza en los conceptos de diversidad y matriz de competencias en los consejos de administración, apuntando algunas recomendaciones.

*El presente trabajo resume las principales conclusiones del estudio elaborado por el Área de Gobierno Corporativo de Cuatrecasas en el contexto de los trabajos de análisis de la V edición del Premio Manuel Olivencia al Buen Gobierno Corporativo (2023). El análisis completo puede consultarse en el siguiente enlace: Https://www.cuatrecasas.com/media_repository/docs/esp/PMO_Diversidad_matriz_competencias%20_Consejo_administración.pdf

1 Introducción. Importancia de la diversidad en la composición cualitativa del consejo de administración

En la actualidad, cuando insertamos el término "diversidad" en el debate del gobierno corporativo, el imaginario colectivo tiende a identificarlo con cuestiones de diversidad de género o con la orientación del debate hacia el incremento de la presencia de la mujer en el órgano de administración de las sociedades. Lo cierto es que la diversidad puede descomponerse en más variables, y la diversidad de género solo es una de ellas. O, dicho de otro modo, la diversidad como concepto amplio se refiere a la pluralidad de perfiles en el consejo de administración atendiendo a diferentes cualidades, vínculos o pretensiones.

Es indiscutible que contar con perfiles diversos entre los miembros de un órgano colegiado enriquece la deliberación y la toma de decisiones a través de la conjunción de las diferentes perspectivas, cualificaciones y conocimientos, en pretensión de una supervisión y orientación estratégica de mayor valor para la compañía y los diferentes grupos de interés afectados por la actividad (*stakeholders*). La búsqueda natural del consenso o unanimidad en la toma de decisiones del órgano colegiado, cuya voluntad unitaria refuerza la unidad de gestión, permite resultados más complejos y contribuye sin duda a formar un equilibrio de gran valor para la empresa y, pretendidamente, para la sociedad en su conjunto. Por tanto, en términos generales, es una práctica de buen gobierno corporativo dotar al consejo de administración de pluralidad en su composición.

2 Las diferentes perspectivas de la diversidad

La atención al perfil de los consejeros para dotar de diversidad al órgano distingue diferentes perspectivas o dimensiones, en atención a la finalidad pretendida por la variedad en la composición cualitativa del consejo de administración, que pueden sistematizarse en tres.

Una primera dimensión o perspectiva de la diversidad atiende a las **distintas tipologías de accionistas** presentes en el consejo, de acuerdo con la orientación original que en su día propuso el Informe Olivencia en 1998 (v. apartado II.2.2) y que se ha consolidado hasta nuestros días. El modelo español de gobierno corporativo promueve el reflejo de la estructura de poder del capital en la composición del consejo de administración, sin que ello afecte al deber de los consejeros de actuar con independencia de criterio respecto a instrucciones o vinculaciones de terceros. La figura del consejero dominical como miembro del órgano que accede por su condición de socio, o bien por sus vínculos estrechos con un socio, sea significativo o no, responde a una evidente intención de representatividad accionarial, subrayada al nivel más destacable en los casos en que el consejero sea el propio socio; mientras que de los consejeros independientes se espera que tengan especial atención a los intereses accionariales no presentes en el consejo, principalmente, el capital flotante, e incluyendo el de inversores institucionales. En definitiva, se lleva a la composición del órgano de administración la heterogeneidad de los intereses accionariales que componen el interés social. De hecho, las actuales recomendaciones de gobierno corporativo reflejan la importancia de mantener una proporción equilibrada de estas categorías de consejeros respecto del total de no ejecutivos, y, en concreto, una cuota de consejeros dominicales acorde al capital social por el que se ha promovido su nombramiento (v. la rec. 16 del Código de Buen Gobierno de 2020 –CBG–).

La multiplicidad de perfiles por cualificación técnica no debe llevarse a un extremo tal que se pierda la ventaja de la administración conjunta, como consecuencia de una parcelación excesiva de las funciones atribuidas a cada consejero

La difusión pública de la matriz es de gran trascendencia para su evaluación por el mercado desde diferentes ópticas, como el acceso a financiación o la reputación de la compañía y para que los accionistas valoren el mejor ejercicio de sus derechos de socio

Una segunda dimensión de la diversidad atiende a la pluralidad de perfiles desde un prisma de su **cualificación o aptitud técnica**. Se entiende de singular relieve para la creación de valor que la composición del órgano atienda también a un equilibrio en la diversidad de conocimientos, cualidades, habilidades, y experiencias técnicas diversas de sus miembros, ya sean específicas o genéricas, con variedad también en los niveles de mando, edad y procedencia geográfica personal o profesional. El bagaje intelectual no uniforme de los consejeros se considera un germen positivo para una gestión, supervisión y orientación estratégica de mayor complejidad. La selección adecuada en este sentido permite configurar un consejo que esté mejor preparado no solo para alcanzar los diferentes mercados que forman parte de su actividad de manera más eficiente, sino también para afrontar los múltiples riesgos que enfrenta la empresa, enriqueciendo la perspectiva financiera, comercial y organizativa, y optimizando la capacidad de adaptación al entorno en el que opera, no solo en el día a día ordinario, sino también para encarar los retos y las oportunidades que depare la actividad. En todo caso, la multiplicidad de perfiles por cualificación técnica no debe llevarse a un extremo tal que se pierda la ventaja de la administración conjunta, como consecuencia de una parcelación excesiva de las funciones atribuidas a cada consejero. Al contrario, es imprescindible identificar las necesidades del consejo para que el ejercicio de la función deliberativa se enriquezca con el debate en la búsqueda de la decisión de consenso. Y, en las áreas de alta especialización, el consejo debe buscar la información pertinente para completar sus competencias, ya sea interna o externamente.

La tercera de las perspectivas desde la que puede observarse la diversidad se orienta a la consideración de aspectos de **responsabilidad social** o sostenibilidad en la selección de perfiles para ser consejero. En esta perspectiva percibimos cómo el acceso al consejo de determinados perfiles de consejeros se hace para favorecer directa o indirectamente intereses de responsabilidad social, es decir, pensando en que con tales nombramientos se promueven intereses de

la sociedad en su conjunto. Destaca en esta perspectiva las prácticas relativas a la incorporación creciente de la mujer en los consejos de administración, que sin duda es una medida que pretende de manera inmediata potenciar el principio social básico de la igualdad de género. En otros países, también se incorporan al consejo otros colectivos, como minoría raciales o étnicas, o los trabajadores. El análisis adecuado de estas prácticas debe prescindir de cualquier sesgo positivo sobre las aptitudes de cualquiera de los colectivos que resultan afectados por ellas, pues la causa inmediata es otra (la igualdad como bien superior, o la consideración de los intereses de los trabajadores, por ejemplo). Es por ello que esta perspectiva debe conjugarse con la relativa a la cualificación técnica, que no debería sacrificarse en beneficio de aquella.

Naturalmente, es de esperar que en un mismo consejero puedan concurrir cualidades que atiendan a variables de las distintas dimensiones, por lo que su coordinación es crucial para la adecuada composición del consejo: su suma ordenada da forma a la ecuación compleja de la diversidad.

3 El necesario espacio para la autorregulación: un modelo no sirve para todos. La matriz de competencias

En todo caso, la aproximación a la diversidad de la composición del consejo no es una cuestión meramente formal o mecánica, no consiste en «marcar las casillas» (*tick-the-box*) sobre las distintas variables de la diversidad. Al contrario, se trata de un análisis de fondo sobre lo que aportan los diferentes perfiles en relación con las necesidades de contribución a la mejor deliberación y decisión del consejo.

Por tanto, el modelo para la diversidad no puede ser único para todas las sociedades, del mismo modo que sucede con otras pautas de gobierno corporativo. A pesar de que ciertas prácticas en materia de diversidad se vienen consolidando en el mercado, lo cierto es que ninguna afirmación en este sentido debe tomarse por absoluta o incontestable, pues ha de permanecer en el autogobierno de las sociedades un espacio para adaptarse a sus especiales circunstancias. Es altamente probable que, con el tiempo, las prácticas que mayor arraigo vayan adquiriendo alcancen un grado de exigibilidad más elevado para todas las sociedades, al igual que ha sucedido con otros patrones del buen gobierno, pero por el momento es oportuno dejar el protagonismo a la autorregulación.

El exponente práctico de la necesidad de atender las particularidades de cada compañía en la composición del consejo de administración es la consolidación de la **matriz de competencias** como herramienta al servicio de la política de selección de consejeros y de la evaluación

> Sería positivo incluir en el CBG una recomendación de empleo y difusión de una matriz de competencias completa, con cierta estandarización de las variables incluidas

de la composición adecuada del consejo. Una matriz de competencias ofrece el abanico de las diferentes cualidades que presenta, en términos de diversidad, cada miembro de un consejo de administración o candidato al cargo, de modo que aporta un mapa que simplifica el análisis de los aspectos cubiertos y la identificación de las carencias o los espacios mejorables o susceptibles de refuerzo.

Típicamente, es útil para establecer las necesidades relativas a la cualificación y aptitud técnica de sus miembros, pero también puede incluir otras perspectivas diferentes sobre diversidad (i.e., perspectiva accionarial y en materia de sostenibilidad).

En el ámbito interno, la utilidad de la matriz de competencias se predica sobre todo para la selección de futuros consejeros, pues permite dirigir la búsqueda hacia candidatos que puedan proporcionar las cualidades concretas necesarias para la compañía en las que se aprecie deficiencia a la luz de dicha matriz. Además, resulta también de gran utilidad para la evaluación del desempeño de los actuales miembros del consejo de administración.

Y en el ámbito externo, la difusión pública de dicha matriz es de gran trascendencia para su evaluación por el mercado en general desde diferentes ópticas, como el acceso a financiación en sentido amplio (inversores institucionales, emisiones en los mercados, financiación bancaria), o la reputación de la compañía (para la atracción y retención de talento, potenciar el mercado de sus productos o servicios, o el posicionamiento frente a los grupos de interés), aparte de la función que cumple para que los accionistas actuales valoren el mejor ejercicio de sus derechos de socio.

Por todo ello, a pesar de no formar parte de las recomendaciones del CBG, es una buena práctica de gobierno corporativo la elaboración y actualización periódica de una matriz de competencias completa, así como su difusión pública. Es más, sería positivo incluir en el CBG una recomendación de empleo y difusión de una matriz de competencias completa, con cierta estandarización de las variables incluidas, sin que ello alterase la capacidad de autogobierno de las sociedades. ○

CONSEJEROS
www.revistaconsejeros.com

Consenso del Mercado
www.consensodelmercado.com

THE CORNER
www.thecorner.eu

LASFUNDACIONES
www.lasfundaciones.com

GRUPO CONSEJEROS

Revista CONSEJEROS

Revista GESTORES

Revista EMISORES

Anuario 101 FUNDACIONES

¿Renta fija?
Tenemos lo que estás buscando.

Decisiones basadas en el análisis

Nuestro enfoque de investigación intensivo e independiente nos permite adquirir un profundo conocimiento de la dinámica de los emisores y del sector con el objetivo de generar rentabilidades sólidas y sostenibles.

Diseñado para el éxito

Nuestra presencia y acceso a los mercados a nivel global nos permite evaluar plenamente a los emisores. Con nuestra agilidad extraemos el máximo valor de la selección de valores para nuestras carteras.

Una potente gama de productos

Te ofrecemos una variedad de estrategias que van desde el crédito tradicional a los segmentos más especializados como los mercados emergentes y las soluciones basadas en la responsabilidad.

Consolidados en la inversión de impacto

Lanzamos los primeros fondos de bonos sociales.* Ese espíritu pionero nos mantiene, a nosotros y a usted, siempre por delante de las necesidades actuales de los clientes.

Todo lo que buscas está en
columbiathreadneedle.es

COLUMBIA THREADNEEDLE INVESTMENTS

*Fuente: Columbia Threadneedle Investments. La estrategia UK Social Bond se lanzó en diciembre de 2013 y la estrategia European Social Bond en mayo de 2017.

Para fines de marketing. Emitido por Threadneedle Management Luxembourg S.A. y registrado en el Registre de Commerce et des Sociétés (Luxemburgo), número de registro B 110242, 44 rue de la Vallée, L-2661 Luxemburgo, Gran Ducado de Luxemburgo. **Columbia Threadneedle Investments es la marca global del grupo de empresas Columbia y Threadneedle.** WF541970 (12.23)