

“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 Lovells, 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 ju-

rídicas... 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 *timing* 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 *timing* 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.



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 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 *autoritas* 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 eficientemente 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

“

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

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. ○

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”

**Energía confiable
para un futuro descarbonizado**

