



## Intervención IX Jornada sobre buen gobierno corporativo: Los consejeros de administración ante los retos de la nueva economía

RODRIGO BUENAVENTURA, PRESIDENTE DE LA CNMV

25 de enero de 2022

**Aviso:** El contenido final para su reproducción será el que finalmente se haya pronunciado en el acto.

Muchas gracias Ana (Lamas) y gracias también a Women CEO y Georgeson por invitarme a esta jornada centrada en el buen gobierno corporativo y el papel de los consejeros ante los retos de la nueva economía.

### **Igualdad de género**

Quisiera empezar mi intervención abordando la cuestión de la diversidad de género en los consejos y en los puestos directivos de las sociedades cotizadas. He dicho varias veces que este no es un tema solo de igualdad, sino de la necesidad de incorporar a las empresas cotizadas todo el talento y la inteligencia disponibles y no sólo el 50%.

La semana pasada, la Presidenta de la Comisión Europea Úrsula von der Leyen se lamentó públicamente de que los avances en términos de igualdad de género en la cúpula de las grandes empresas europeas no son suficientemente rápidos ni presentan la misma velocidad en todos los Estados miembros. Con ello, anunció el impulso de una directiva que fomente la incorporación de las mujeres a los consejos de las cotizadas europeas.

El planteamiento de la Presidenta de la Comisión Europea no es novedoso (se trata de rescatar un proyecto Directiva nada menos que de 2012) pero pone sobre la mesa dos cuestiones fundamentales: la necesidad de alcanzar una verdadera diversidad de género en el mundo corporativo y el instrumento para su logro, vía imposición legal de cuotas o a través de recomendaciones.

A diferencia de países como Alemania o Francia, España escogió la segunda opción y los distintos Gobiernos decidieron no impulsar un sistema de cuotas por la vía legislativa. En ese contexto, la CNMV tomó la iniciativa estableciendo recomendaciones de diversidad de género para las cotizadas. Comenzamos en 2006, con la recomendación de explicar la ausencia o el insuficiente número de mujeres en el Consejo y la recomendación de modificar los métodos de selección para evitarlo. Seguimos insistiendo en el código de 2015 en la política de selección de consejeros, pero ya con un objetivo concreto del 30% para 2020. Y en la última revisión, precisamente en 2020, elevamos el objetivo hasta el 40% para finales de este año, 2022.

¿Cuál ha sido el resultado de este periplo? En el año 2012 el porcentaje de mujeres en los consejos de administración de las cotizadas españolas alcanzaba tan solo un 12%, mientras que al cierre de 2020 se situó en un 26,1% para el conjunto de todas las cotizadas y de un 31,3% para las sociedades del Ibex. Atendiendo a los datos del estudio que se presentará a continuación, a lo largo de 2021, el porcentaje de presencia femenina ha seguido incrementándose.

A menudo recibimos la pregunta de si el avance se está produciendo lo suficientemente rápido o si por el contrario habría que adoptar un sistema de cuotas obligatorias. Mi respuesta es que depende de la perspectiva con la que se mire. Un análisis puntual de la foto fija que supone un año con respecto al precedente, nos dice que el ritmo de avance en materia de igualdad de género en los consejos de administración es lento. Pero si ampliamos el foco de análisis, contemplándolo desde la perspectiva de la década 2012-2022, alcanzar el objetivo propuesto este año 2022 (el 40%) supondrá haber ganado 28 puntos porcentuales. Si las cotizadas españolas alcanzaran en 2022 las metas que hemos fijado en el Código, la directiva europea (cuyo primer borrador fijó en el 40% el mínimo de presencia de mujeres) no será ya necesaria en nuestro país, aunque será sin duda positiva para reducir la desviación respecto al promedio y para homogeneizar el ritmo de los distintos países.

Pero lejos de la complacencia, para llegar a ese nuevo objetivo del 40 por ciento, hay que apretar el acelerador. El momento es ahora y la meta es justa y beneficiosa para las empresas y para la sociedad.

Nuestro verdadero talón de Aquiles en la igualdad de género, no obstante, se centra en el ámbito de la presencia de mujeres en la alta dirección de las compañías. En 2020, únicamente el 17% de los directivos eran mujeres, tan solo un punto porcentual más que el año anterior. Su estudio muestra que, a cierre de 2021, este porcentaje ha ascendido, en este año, también un solo un punto porcentual. Claramente, no se está avanzando lo suficiente, teniendo en cuenta que la alta dirección se constituye como la incubadora o semillero natural de futuros consejeras ejecutivas, que es donde las mujeres tienen menor peso. Es cierto que, a mayor diversidad en los Consejos, mayor sensibilidad habrá en los procedimientos de selección de CEO y de altas directivas. En todo caso, en 2020 decidimos incorporar por primera vez en el Código de Buen

Gobierno una recomendación para fomentar expresamente la incorporación de altas directivas.

En todo este ámbito, la transparencia de la información es la herramienta más eficaz. Aunque no somos tan rápidos como el informe de diversidad que hoy mismo se presenta, con datos de 2021, ya que obtenemos los datos de la fuente oficial de los IAGC que recibimos, que pueden presentarse hasta el mes de abril, la CNMV decidió hace pocos años ofrecer la información de diversidad de género por compañía individual, en tablas comparativas que facilitasen su análisis. Creo firmemente que esa transparencia y el escrutinio que lleva asociado funcionan.

También funciona la comparativa internacional. Aquí hay que tener cuidado con las fuentes y las metodologías, pues al no existir un reporte obligatorio homogéneo para las cotizadas, podemos caer en errores de interpretación de las estadísticas. Con toda esa cautela, si nos comparamos con los cuatro o cinco países de referencia en la UE, en términos de tamaño de la economía y desarrollo, podemos tomar informes como los que elabora EWOB (European Women on Boards). Si miramos el porcentaje de consejeras y de ejecutivas en las mayores 600 compañías europeas, veremos que la media de España, Francia, Alemania, Italia, Holanda y Suecia está en el 35% para consejeras y el 17% para ejecutivas. Es decir, estamos por debajo del promedio, pero en un orden de magnitud muy similar.

### **Activismo accionarial y Código Stewardship**

Cambio de tercio para referirme al activismo accionarial y al problema de agencia entre ejecutivos y accionistas en las sociedades cotizadas que es uno de los temas más clásicos del gobierno corporativo.

Numerosos autores han señalado los riesgos de que las compañías cotizadas se gestionen por directivos sin alinear la estrategia a los intereses de los accionistas. Desde el ámbito académico, son cientos los trabajos que apuntan a la necesidad de que los accionistas influyan e incidan en la vida y el rumbo de las compañías. Algunos autores, como JK Galbraith, le dedicaron a este problema la última publicación de su vida académica, alertando del riesgo de que el capitalismo se convirtiese en la burocracia de los ejecutivos.

Pero desde todos los ángulos desde los que se ha analizado esta cuestión, hay una medida que concita la unanimidad de los académicos: fomentar el voto de los accionistas y sujetar el control de los ejecutivos a su decisión. En nuestro país, los últimos gobiernos, con independencia de su color político, han interiorizado ese objetivo y han fomentado la participación y el activismo de los accionistas, reforzando los mecanismos de convocatoria, competencias y participación en la junta general. Entre ellas, destaca la reforma de la Ley de Sociedades de Capital de 2014 o las reformas de 2020 y 2021 para fomentar la participación a distancia en las juntas.

Entre los accionistas en general, hay un grupo en el que su participación es especialmente importante: los gestores e inversores institucionales, término que engloba a los gestores de fondos y fondos de pensiones y al sector asegurador. Su importancia radica en que, en realidad, representan a una pluralidad de “accionistas indirectos”, que son los partícipes o clientes con los que tienen una importante responsabilidad fiduciaria.

Un elemento interesante en este debate es la contradicción hipotética que algunos señalan entre la defensa de los intereses de los accionistas y la de los demás grupos de interés o stakeholders. Ese dilema se plantea, por ejemplo, cuando se contraponen el beneficio financiero de la sociedad cotizada y la creación de valor, que debería ser el objetivo de los accionistas, con la introducción de factores de largo plazo y sostenibilidad social o medioambiental, que deberían ser supuestamente el objetivo de otros grupos de interés y de la sociedad en su conjunto. La primera tentación es concluir que si se complace a los accionistas, la cotización debe ser el único objetivo y las consideraciones sociales o ambientales quedan en segundo plano y subordinadas a lo primero.

Discrepo radicalmente de este enfoque, por dos motivos. El primero, que afecta a la totalidad de las compañías es que la sostenibilidad forma parte ya de la estrategia de las empresas, precisamente para no destruir valor y para sobrevivir. La presión regulatoria, política y social ya ha calado en las estrategias de las empresas: a medio plazo los factores ESG son ya determinantes en la propia creación de valor y de la subsistencia de la empresa. Por ejemplo, no hay una sola compañía relevante del sector de automoción o petrolífero que no tenga planes exigentes de descarbonización hoy en día. No es una opción, es una necesidad empresarial vital.

El segundo motivo, que afecta especialmente a las cotizadas, es que las preferencias de sostenibilidad social y ambiental ya se están incorporando a marchas forzadas en los ahorradores y, a través de ellos, en los inversores institucionales. La oferta de capital, es decir, el ahorro, ya está actuando como un catalizador de los factores ESG en las cotizadas. El inversor, el accionista, ya no es un inversor “financiero” o “concienciado”. Es ambas cosas y por ello, los consejeros, al defender los intereses de los accionistas, deben incorporar ambas dimensiones. Podríamos decir que la inversión institucional es un elemento de reconciliación de esas dos perspectivas, la financiera y la más amplia del mundo ESG y el largo plazo. Y en ese sentido, puede resultar un factor esencial en la transformación que las sociedades cotizadas están abordando y tendrán que seguir abordando en el resto de esta década.

Los cambios en la normativa MIFID requerirán por ejemplo que los bancos y ESIs pregunten a sus clientes dentro de unos meses (como pronto, en agosto de este año, si no se cambian los calendarios normativos) si tienen preferencias de sostenibilidad a la hora de asignar sus inversiones. Y la norma requiere que adapten los productos sobre los que asesoran o gestionan a esas preferencias expresadas por sus clientes.

Ello redundará en una mayor conexión entre partícipes, gestoras y sociedades en las que invierten, en cuanto a los factores ESG y su imbricación en su actividad.

Pero más allá de esta suerte de cuadratura del círculo, en la vida normal de una sociedad, nada bueno surge del accionista pasivo y manso que deja en manos de los gestores las decisiones clave y que no escruta su gestión, sus resultados o su remuneración.

Por ello muchos países han buscado, más allá de la regulación, recomendaciones dirigidas a los inversores institucionales que ostentan participaciones relevantes en compañías cotizadas. Son recomendaciones animándolos a involucrarse en los mecanismos de decisión, a conocer las compañías en las que invierten y sobre todo a votar, ejerciendo un activismo responsable que conduzca a una mejora de la gestión y a beneficios para el conjunto de accionistas.

Todo ello ha llevado a la CNMV a iniciar en 2021 un ejercicio de evaluación sobre en qué medida podría resultar conveniente adoptar un código de recomendaciones de este estilo en España. En caso de que concluyamos que resulta conveniente, la idea sería disponer de un documento que pudiera exponerse en consulta pública en este primer semestre.

### **Importancia de mejora del Gobierno Corporativo**

Otro aspecto siempre relevante del gobierno corporativo es la adopción de las recomendaciones del código de buen gobierno de las sociedades cotizadas. El seguimiento por parte de nuestras cotizadas es alto (próximo al 85%). Pero, no nos engañemos, un conjunto de recomendaciones que siga el 100% de las empresas dejará de suponer un objetivo de mejora. Por ello los códigos se revisan periódicamente, a medida que avanza el horizonte al que nos dirigimos y las mejores prácticas internacionales. No tenemos previstas revisiones próximas del código, dado lo reciente de la última (2020), pero con certeza habrá evoluciones que incorporar en los próximos 4-5 años.

En última instancia, lo que se persigue es mantener la confianza de los inversores, que es, en definitiva, la materia prima de los mercados de valores. Para ello es necesario que las sociedades cotizadas extremen la vigilancia de su gobierno corporativo y que eviten caer en un desgaste reputacional ante determinados comportamientos irregulares. Sin duda, la mayor parte de nuestras compañías cotizadas tiene sistemas de gobierno equiparables al de los mercados internacionales más desarrollados, así como estándares éticos tan elevados como las empresas de los países de nuestro entorno, pero no podemos caer en la complacencia, porque el escrutinio de los inversores es cada vez más estrecho y más profundo. Las empresas españolas compiten con las demás empresas europeas por el capital internacional y en esa competencia el ángulo del buen gobierno tiene cada vez más peso.

## Crypto

Voy terminando, refiriéndome brevemente a un aspecto específico.

La transformación económica ligada a la digitalización afecta no sólo a la sociedad en su conjunto, sino también al perfil de los consejeros y a la matriz de competencias a cubrir en las cotizadas. La transformación digital afecta por tanto al gobierno corporativo, y también al auge de nuevos instrumentos que requieren una regulación específica.

En los últimos años, el mundo de los criptoactivos y de la tecnología que la soportan, han ganado presencia en el sistema financiero de manera que estos activos se están ofreciendo como objeto de inversión, no solo a inversores especializados sino también al público minorista. El banderín de enganche con el que se promocionan es una pretendida rentabilidad rápida en un contexto de exiguas rentabilidades de activos más clásicos. Pero los riesgos asociados son muchos y de mucha enjundia.

La pasada semana hemos publicado en el BOE la circular de la CNMV que regula la publicidad de estos activos cuando se ofrecen como objeto de inversión. Desarrolla las normas, principios y criterios a los que debe estar sujeta la actividad publicitaria de criptoactivos como posible inversión, pero en ningún caso regula dichos productos ni sus proveedores ni sus características específicas.

Pero seguramente uno de los aspectos más importantes de la Circular de publicidad de criptoactivos es el hecho de regular esta actividad publicitaria no solo para las firmas proveedoras de los mismos, sino también para las personas físicas que promocionan y esponsorizan la actividad de inversión en esta clase de productos, conocidos como influencers en las redes sociales o “finfluencers” que han eclosionado en los últimos años. Desde aquí animo a esos influencers a leer la Circular con atención, para evitar infracciones: cumplir lo que establece la Circular, mejorará también la responsabilidad que tienen con sus seguidores para que conozcan los riesgos asociados a estos productos no regulados.

Concluyo. En primer lugar, alabando la iniciativa de este encuentro, por la relevancia que el tema tiene como he tratado de ilustrar. En segundo, emplazando a las cotizadas españolas a continuar, en los próximos años, el avance que han mostrado en esta materia. Y, por último, animando a las organizaciones empresariales, a las asociaciones de inversores, a los académicos y a los juristas a mantener vivo el debate sobre el buen gobierno, como auténtico instrumento de transformación de nuestra sociedad. Desde la CNMV, procuraremos seguir haciéndolo. Muchas gracias.