



ESMA publica un informe relativo a presiones cortoplacistas sobre empresas. Boletín Internacional de febrero de 2020.

El pasado 19 de diciembre la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA, por su acrónimo en inglés) publicó un informe relativo a las presiones cortoplacistas sobre empresas. El informe responde a una solicitud de la Comisión Europea (Comisión) a las Autoridades de Supervisión Europeas para que cada una de ellas, en su ámbito de competencia, investigara las posibles fuentes de este tipo de presiones del sector financiero a las empresas, recabara pruebas, analizara la normativa actual para ver qué normas contribuyen al cortoplacismo y cuáles lo mitigan y realizara propuestas de actuación en función de los resultados de este análisis. Por otro lado, cabe señalar que esta iniciativa se enmarca dentro del Plan de Acción de la Comisión para Financiar el Desarrollo Sostenible que incluye el impulso de la transparencia y el largoplacismo en la actividad económica y financiera como uno de sus tres objetivos.

El proceso de elaboración del Informe

Para cumplir con el mandato de la Comisión, ESMA: a) revisó los estudios académicos sobre el tema, b) publicó una encuesta dirigida a inversores particulares, emisores, gestores de instituciones de inversión colectiva así como a sus asociaciones profesionales para recabar sus opiniones y experiencia en relación con los temas identificados que se mencionan más adelante al igual que sobre otras posibles fuentes de cortoplacismo, c) consultó al Grupo de partes interesadas del sector de los valores y mercados (SMSG, por su acrónimo en inglés) y d) celebró un seminario con las partes interesadas en el que se presentaron los resultados de la encuesta con el fin de recoger información sobre prácticas de mercado y las opiniones de los participantes de los mercados financieros.

Tras una revisión preliminar de los estudios académicos relevantes, ESMA identificó una serie de temas sobre los que continuar investigando para corroborar su relevancia a la hora de inducir a presiones cortoplacistas: 1) la estrategia y el horizonte de inversión, 2) contribución de la divulgación de información sobre factores medioambientales, sociales y de gobernanza (ESG, por su acrónimo inglés) a las estrategias de inversión a largo plazo, 3) papel del valor razonable en la mejor toma de decisiones de inversión, 4) la implicación de los inversores institucionales, 5) la remuneración de los gestores de fondos y de los altos directivos de las empresas cotizadas (estos puntos se tratan por separado en el informe) y 6) el uso de permutas de cobertura por impago (*credit default swaps* - CDS -, por su acrónimo en inglés) por los fondos de inversión. El último punto se añadió a la encuesta para proporcionar contexto a las otras áreas.

Conclusiones del Informe

En el informe se analizan cada uno de los temas de la siguiente manera. Primero se expone el marco normativo existente en relación a ese tema. A continuación se detallan las evidencias recogidas en los estudios académicos y en la encuesta así como la opinión del SMSG y lo comentado en el seminario con los participantes de mercado. Seguidamente se expone el análisis de toda la información recabada, es decir, de cómo la evidencia apoya o no la existencia de presiones cortoplacistas. Finalmente, como resultado de las conclusiones del análisis, se propone una serie de medidas a la Comisión.

Estas son las principales conclusiones del análisis y las recomendaciones de ESMA:

1) La estrategia y el horizonte de inversión

En relación con cómo los inversores priorizan el largo o corto plazo en sus actividades de inversión, ESMA observó que mientras los encuestados consideraban, en general, que un horizonte de largo plazo debía ser superior a 6 años, el horizonte temporal de las actividades económicas era normalmente inferior a 5 años y los periodos medios de tenencia de acciones y bonos oscilaban entre 1 y 4 años. Sin embargo, ESMA ha considerado que no hay

evidencia clara puesto que no se ha realizado una comparativa histórica y hay diferentes factores macroeconómicos y de política monetaria que pueden afectar las decisiones de inversión, por lo que es difícil hacer propuestas de política concretas en este sentido.

Por otro lado, muchos encuestados creen que los analistas del lado de la oferta contribuyen en gran medida al cortoplacismo por lo que ESMA considera que esto puede indicar, en general, un enfoque cortoplacista en los informes de inversiones (*investment research*). ESMA considera que esto se puede deber a:

a) La falta de información relevante de los emisores por lo que la información pública de las empresas se centra en el corto plazo. La mejora de la información sobre factores ESG puede resolver esto ya que esta información está más enfocada al largo plazo.

b) La falta de demanda por el lado de la compra ya que los inversores tienden a negociar sus activos con un horizonte de corto plazo. ESMA considera que esto se puede resolver con las medidas que la Comisión pretende adoptar para aclarar la responsabilidad de empresas de seguros, asesores y gestores de activos en relación con los riesgos de sostenibilidad y su integración en los requisitos organizativos. *ESMA recomienda que se compruebe si la integración de los riesgos de sostenibilidad ayuda a que los informes de inversiones se centren más en los riesgos a largo plazo.*

Además, la Comisión va a revisar algunos aspectos de los informes de inversiones recogidos en MiFID II, por lo que *ESMA recomienda que la Comisión tenga en cuenta el hallazgo sobre los analistas del lado de la oferta a la hora de realizar su revisión.*

2) Contribución de la divulgación de información sobre factores ESG a las estrategias de inversión a largo plazo

La información recogida por ESMA parece confirmar que la divulgación de información sobre factores ESG puede contribuir a que los inversores tomen decisiones de inversión a largo plazo. Sin embargo, todavía se necesita trabajar para mejorar la calidad de esta información y asegurar un nivel mínimo de comparabilidad, importancia y fiabilidad.

En este sentido, ESMA considera que algunos aspectos específicos de la implementación de la Directiva sobre divulgación de información no financiera (NFRD, como se conoce por su acrónimo en inglés) pueden suponer obstáculos para una adecuada divulgación de la información sobre factores ESG. Para superar los principales obstáculos identificados, ESMA propone tres modificaciones para consideración de la Comisión:

a) Para remediar la falta de requisitos más específicos sobre cómo preparar la información, tanto narrativa como cuantitativa, en las áreas abordadas por la NFRD, *ESMA propone que como primer paso se adopten actos delegados que especifiquen los principios generales para una información no financiera de calidad y establezcan un conjunto limitado de requisitos específicos sobre información a divulgar. En el medio plazo, ESMA sugiere que la Comisión promueva la adopción de unos estándares internacionales de divulgación de factores ESG.*

b) Dado que no existen requisitos específicos sobre dónde incluir el estado no financiero y la verificación de la información contenida en el mismo, se ha producido una divergencia de prácticas entre los distintos Estados miembros. *ESMA propone que la Comisión requiera la inclusión del estado no financiero en el informe financiero anual así como la verificación de su contenido y su consistencia con la otra información contenida en dicho informe.*

c) El estado no financiero no es un requisito incluido en la Directiva de Transparencia sino en la Directiva de Contabilidad, por lo que queda fuera de la competencia supervisora de algunas autoridades nacionales competentes. Otro motivo por el que ESMA considera importante incluir las referencias al estado no financiero en la Directiva de Transparencia es para que la responsabilidad del contenido de dicho estado recaiga sobre los emisores. Por estos motivos, *ESMA propone que se establezca la coordinación necesaria entre la NFRD y la Directiva de Transparencia.*

3) Papel del valor razonable en la mejor toma de decisiones de inversión

Ni la información recabada en la encuesta ni la de los estudios académicos parece señalar que el uso del valor razonable produzca distorsiones del proceso de inversión que resulten en presiones cortoplacistas en los mercados financieros. Además, tanto los gestores como los inversores consideran el valor razonable como una base de valoración relevante comparada con otras alternativas, por lo que ofrece la transparencia necesaria para promover la inversión a largo plazo. Por otro lado, todavía no hay evidencia de consecuencias de la aplicación de la Norma

Internacional de Información Financiera (NIIF) 9 en las prácticas de inversión a largo plazo. Finalmente, se destaca que la selección de horizontes de inversión no depende fundamentalmente del uso del valor razonable para acciones e instrumentos asimilables tal y como se prevé en NIIF 9. Por estos motivos, *ESMA considera que no es necesario modificar los requisitos existentes para el uso del valor razonable con el propósito de evitar presiones cortoplacistas.*

4) La implicación de los inversores institucionales

En cuanto a cómo puede contribuir la implicación de los inversores institucionales a la maximización del valor a largo plazo de las empresas en las que participan, las recomendaciones se basan en las siguientes cuestiones:

La Directiva sobre Derechos de los Accionistas (conocida por su acrónimo en inglés como SRD II) ofrece un conjunto de disposiciones para fomentar la implicación de los accionistas en empresas cotizadas en la UE, incluido el ejercicio activo de los derechos de titularidad. No obstante, debido a su reciente aplicación, todavía no se pueden evaluar sus efectos por lo que *ESMA recomienda que se haga un seguimiento de si la SDR II es efectiva para conseguir la implicación de los accionistas a largo plazo.*

Los resultados de la encuesta indican que la implicación a largo plazo aborda cada vez más cuestiones relacionadas con la sostenibilidad. Sin embargo, aunque hay un consenso amplio sobre la importancia creciente de los factores y riesgos de sostenibilidad para establecer la estrategia de los emisores, existen diferentes posiciones sobre si la información divulgada relativa a sostenibilidad debería ser sujeta a la opinión de los accionistas. En este sentido, *ESMA sugiere que la Comisión debería considerar si, para aquellas empresas obligadas a publicar estados no financieros, un voto consultivo sobre el documento ayudaría a los inversores a manifestar cualquier preocupación sobre la manera en que las sociedades en las que participan enfocan los riesgos de sostenibilidad.*

Por otro lado, mientras la implicación colectiva de los inversores se considera la forma más efectiva, existen riesgos normativos que provienen de la cooperación. ESMA considera que se podrían emprender acciones en áreas del marco normativo que pueden facilitar la implicación colectiva, por ejemplo aclarando los límites de la acción concertada por parte de inversores institucionales. Por este motivo, *se recomienda a la Comisión que solicite a ESMA la revisión de su Declaración Pública sobre Información relativa a cooperación entre accionistas y acción concertada conforme a la Directiva de Ofertas Públicas de Adquisición (conocida como la Lista Blanca). Se podría analizar si la Lista Blanca debería incluir explícitamente actividades de coordinación entre inversores institucionales en el área de riesgos ESG.*

La encuesta también preguntó sobre el papel del asesor de voto (*proxy advisor*) en el contexto de la implicación a largo plazo y algunos encuestados manifestaron sus dudas acerca de la posibilidad de que estos asesores tengan en cuenta consideraciones a largo plazo al facilitar sus recomendaciones de voto. Este tema es abordado por la SRD II que establece una serie de disposiciones para reforzar el papel del código autorregulador de la industria. *ESMA recomienda a la Comisión que evalúe si el enfoque vigente previsto en SDR II ha sido efectivo desde este punto de vista para asegurar que los asesores de voto no contribuyen a imponer presiones cortoplacistas en empresas cotizadas.* La revisión de SDR II está prevista para junio de 2023.

Por último, *ESMA propone que se evalúe el impacto de las legislaciones nacionales que recientemente han introducido incentivos (como los mayores derechos de voto o de dividendos) para la promoción de la perspectiva a largo plazo de los inversores.* ESMA considera que se debe evaluar el impacto de estas normas nacionales antes de considerar su aplicación a nivel europeo.

5) La remuneración de los gestores de fondos

En relación con el impacto en el cortoplacismo de la política y prácticas de remuneración de gestores de fondos, en los últimos años se ha adoptado una serie de medidas sobre la remuneración de gestores de fondos, por ese motivo ESMA considera que no hay necesidad de tomar otras medidas legislativas en la materia en este momento. No obstante, *ESMA cree que la Comisión debería hacer un seguimiento del efecto del Reglamento sobre la divulgación de información relativa a la sostenibilidad en el sector de los servicios financieros en cuanto a la divulgación de información por los gestores de instituciones de inversión colectiva sobre cómo sus políticas de remuneración son consistentes con la integración de los riesgos de sostenibilidad antes de evaluar posibles modificaciones normativas.*

6) La remuneración de los altos directivos de las empresas cotizadas

En relación con el impacto que puede tener la remuneración e incentivos a altos directivos para que persigan resultados bien a corto o largo plazo, el marco legal se ha modificado recientemente con la intención de reducir el

potencial cortoplacismo. En este sentido, la Comisión está trabajando en la elaboración de unas directrices para especificar la presentación estándar del informe sobre remuneraciones en el marco de la SRD II. Se reconoce la importancia de mejorar la divulgación de información y el seguimiento de la remuneración por parte de los inversores, incluso en relación con los criterios de resultados financieros y no financieros.

Respecto a las directrices que está elaborando la Comisión, ESMA realiza varias recomendaciones: a) que, una vez adoptadas las directrices, considere recomendar a las empresas que utilicen los modelos de tablas previstos a no ser que tengan una justificación apropiada, b) que considere si los criterios de la presentación estándar de la remuneración variable así como de los rendimientos y su aplicación podrían ser ajustados para acomodar criterios ESG y requerir una explicación apropiada cuando no se usen y c) comprobar la implementación y efectividad de las directrices y considerar el uso de otras herramientas más vinculantes si no se consigue el nivel de convergencia adecuado.

Finalmente, ESMA propone a la Comisión que considere pedir a los Estados miembros tener un marco de control independiente adecuado, que podría tener algún tipo de supervisión por el sector público, para asegurar la calidad de la información divulgada en los informes de remuneraciones publicados por las empresas obligadas.

7) El uso de permutas de CDS por los fondos de inversión

La evidencia empírica reciente sugiere que el uso de CDS por fondos de inversión armonizados o UCITS es limitado, no obstante algunos fondos que tienen exposiciones única o netamente de venta en CDS y los usan para incrementar el beneficio a corto plazo, pudiendo estar expuestos a un riesgo contingente significativo en caso de incumplimiento de la entidad de referencia subyacente. Sin embargo, *la escasa evidencia recogida por ESMA no ha permitido extraer conclusiones sólidas en esta materia. En cualquier caso, esta Autoridad continuará supervisando este asunto desde la perspectiva de la estabilidad financiera y la protección al inversor.*

8) Otras fuentes de presiones cortoplacistas

Finalmente, ESMA recibió información de los encuestados, del SMSG y de los participantes en el seminario sobre otros factores no incluidos en la encuesta que se consideraba que producían presiones cortoplacistas en las empresas. Entre los factores señalados se incluyen el activismo de los accionistas, las ventas en corto, el préstamo de valores y la negociación algorítmica y de alta frecuencia. *No obstante, una vez analizados, ESMA no ha considerado oportuno realizar ninguna sugerencia en relación con ninguno de ellos en este momento.*

Enlace de interés:

[Informe relativo a presiones cortoplacistas sobre empresas \(sólo disponible en inglés\)](#)