

EL GOBIERNO CORPORATIVO
Y LOS INVERSORES INSTITUCIONALES



Preparando la Temporada de Juntas 2018

Georgeson



CUATRECASAS

EL GOBIERNO CORPORATIVO Y LOS INVERSORES INSTITUCIONALES

Preparando la Temporada de Juntas 2018

Georgeson



CUATRECASAS

Este documento ha sido elaborado por Georgeson y Cuatrecasas. La información o comentarios que se incluyen en él no constituyen asesoramiento alguno.

Los derechos de propiedad intelectual son titularidad de Georgeson y Cuatrecasas. Queda prohibida la reproducción en cualquier medio, la distribución, la cesión y cualquier otro tipo de utilización de este documento, ya sea en su totalidad, ya sea de forma extractada, sin la previa autorización de los autores.

Este documento está actualizado a octubre de 2017 y los autores no asumen ningún compromiso de actualización o revisión de su contenido.

GEORGESON

Fundada en 1935 en Nueva York, es la compañía más antigua y con mayor reconocimiento a nivel internacional en servicios de comunicación e información a los accionistas.

Con más de 82 años de experiencia, las compañías confían a Georgeson sus juntas de accionistas, consultoría de gobierno corporativo y sus fusiones y adquisiciones, lo que le ha permitido posicionarse como líder indiscutible en los mercados en los que opera. En 2017 ha vuelto a ser el primer operador del mercado español en la gestión de juntas de accionistas.

El asesoramiento de Georgeson en operaciones como adquisiciones (hostiles y amistosas) o *proxy fights* es clave en el éxito de sus clientes. Los servicios de la compañía incluyen *proxy solicitation*; servicios de *global information agent*; servicios de identificación (ID) & análisis; consultoría en gobierno corporativo e inversión socialmente responsable; campañas para inversores minoritarios y reestructuración de deuda, entre otros.

Georgeson tiene oficinas ejecutivas en Nueva York, Londres, Roma, Toronto, París, Munich, Sydney, Hong Kong, Tokio y Madrid (desde donde se cubre España, Portugal y América Latina). Todas ellas cuentan con equipos experimentados, con profesionales con más de 20 años de experiencia en derecho, gobierno corporativo, ESG y *proxy solicitation*; que trabajan en estrecha colaboración con los clientes a diario para hacer frente a los retos a los que se enfrentan en los mercados de capitales.

Georgeson forma parte del Grupo Computershare, fundado en 1978 y cotizado en la Bolsa de Valores de Australia desde 1994; emplea a más de 15.000 personas en todo el mundo y presta servicios en más de 20 países a más de 16.000 clientes.

MADRID

Zurbarán, 18 - 5ª planta Madrid 28010; T +34 91 701 21 70 / F +34 91 701 21 71

Stefano Marini

CEO, Corporate Advisory South Europe
& Latin America
s.marini@georgeson.com

Carlos Sáez Gallego

Director & Head of Business
Development - Spain & Latin America
c.saez@georgeson.com

Giulia A. Matteo Sézille

Head of Execution - Spain
g.sezille@georgeson.com

Claudia Morante Belgrano

Corporate Governance Senior Advisor
c.morante@georgeson.com

Eva Martí Serra

Corporate Governance Manager
e.marti@georgeson.com

Carlos Huerta Martínez

Corporate Governance & Operation Analyst
carlos.huerta@georgeson.com

CUATRECASAS

Con 100 años de historia y más de 900 abogados, Cuatrecasas es un despacho con presencia en 12 países. Representa a empresas líderes en sus sectores, asesorándolas en sus inversiones en los principales mercados. Posee una amplia experiencia en el asesoramiento más sofisticado de cada especialidad, y cubre todas las disciplinas del derecho de empresa, desde una visión sectorial y enfocada a cada tipo de negocio. Sus 16 oficinas en la Península Ibérica están plenamente coordinadas con los equipos de Bogotá, Bruselas, Casablanca, Ciudad de México, Londres, Luanda, Maputo, Nueva York, Pekín, São Paulo y Shanghái.

En el ámbito del mercado de valores contamos con un equipo reconocido por la calidad de sus servicios, su profundo conocimiento de la especialidad y su probada experiencia y pericia técnica en el diseño y ejecución de complejas operaciones. Hemos participado en algunas de las operaciones más importantes del mercado, incluyendo salidas a bolsa, ofertas y emisiones de valores, ofertas públicas de adquisición, *distressed public M&A* y operaciones de reestructuración e inversión. Además, asesoramos con carácter regular a sociedades cotizadas y a compañías admitidas a negociación en el MAB, tanto a empresas en expansión como a SOCIMIs. En los últimos años, hemos ayudado a muchos de nuestros clientes, cotizados y no cotizados, a adaptarse a las mejores prácticas de gobierno corporativo.

En 2017, Cuatrecasas ha sido considerada una de las tres firmas más innovadoras de Europa continental, por los FT Innovative Lawyer Awards.

MADRID

Almagro, 9 · 28010 Madrid
T +34 915 247 100 / F +34 915 247 124

Juan Antonio Aguayo

Socio
juan.aguayo@cuatrecasas.com

Javier Juste

Consejero
javier.juste@cuatrecasas.com

Francisco Pérez-Crespo

Socio
francisco.perezcrespo@cuatrecasas.com

José Luis Rodríguez

Socio
joseluis.rodriguez@cuatrecasas.com

BARCELONA

Diagonal, 191 · 08018 Barcelona
T +34 932 905 500 / F+34 932 905 567

Gerard Correig

Socio
gerard.correig@cuatrecasas.com

Ana M^a Gamazo

Socia
anamaria.gamazo@cuatrecasas.com

Pere Kirchner

Socio
p.kirchner@cuatrecasas.com

NEW YORK

110 East 55th Street. NY 10022 Nueva York
T +1 212 784 8800 / F+1 212 758 1028

Antonio Baena

Socio
antonio.baena@cuatrecasas.com

PRESENTACIÓN

Como en años anteriores, Georgeson y Cuatrecasas, han llevado a cabo esta investigación donde se analiza cómo se han comportado los inversores institucionales de las empresas del Ibex-35 y del Top 40 del Mercado Continuo en la Temporada de Juntas 2017. Este estudio se ha convertido en la referencia de las compañías cotizadas españolas para preparar sus juntas de accionistas y anticiparse a las demandas de los inversores institucionales extranjeros y *proxy advisors*.

Las sociedades cotizadas españolas merecen un reconocimiento por el esfuerzo realizado durante los últimos años para alinearse con las prácticas internacionales de gobierno corporativo más exigentes. Georgeson vaticina que cada vez serán más las sociedades del Ibex-35 y del Mercado Continuo que darán a conocer a la comunidad inversora internacional sus prácticas de gobierno corporativo, mediante el diálogo permanente. Entendemos que será así porque, en Europa y en los Estados Unidos, se han vivido recientemente numerosos episodios de activismo accionarial y, en España, está produciéndose una entrada masiva de *hedge funds* y de fondos activos en gobierno corporativo provenientes del Reino Unido, Francia y Estados Unidos, cuyas demandas en esta materia son cada vez más exigentes.

Como tema legal de relevancia para las sociedades cotizadas hemos seleccionado la Directiva (UE) 2017/828, que pretende reforzar la implicación a largo plazo de los accionistas de las sociedades cotizadas europeas y aumentar la transparencia entre las compañías y sus inversores. No hemos realizado un estudio sistemático de la Directiva sino que nos hemos centrado en la regulación que afecta a la mejora en la operativa de los inversores institucionales, gestores de activos y *proxy advisors*. Por su interés, hemos incluido una breve referencia a la cuestión de la identificación de accionistas para concluir que no se han introducido novedades en la identificación aquellos inversores que canalizar su inversión a través de un intermediario financiero y que no figuran formalmente como accionistas.

Estamos seguros de que el contenido de esta publicación será de su interés.

Georgeson


CUATRECASAS

EL GOBIERNO CORPORATIVO Y LOS INVERSORES INSTITUCIONALES

ÍNDICE

INTRODUCCIÓN	10
LA TEMPORADA DE JUNTAS 2017 EN EL IBEX-35 Y EN EL TOP 40 DEL MERCADO CONTINUO	14
TENDENCIAS EN MATERIA DE GOBIERNO CORPORATIVO DE CARA A LA TEMPORADA DE JUNTAS 2018	50
RADIOGRAFÍA DE LOS CONSEJOS DE ADMINISTRACIÓN DE LAS EMPRESAS DEL IBEX-35	54
LAS AMPLIACIONES DE CAPITAL: ANÁLISIS Y PROBLEMÁTICA EN EL MERCADO DE CAPITALES	61
LA DIRECTIVA (UE) 2017/828: ¿UN IMPULSO AL “ <i>SHAREHOLDERS ENGAGEMENT</i> ”?	68
ANEXO I: ANÁLISIS DE LAS POLÍTICAS DE VOTO DE LOS PRINCIPALES INVERSORES INSTITUCIONALES	79

INTRODUCCIÓN

La Temporada de Juntas 2017 ha puesto de manifiesto los esfuerzos llevados a cabo por las compañías cotizadas españolas para alinear sus prácticas de gobierno corporativo a los estándares demandados por los inversores institucionales extranjeros y *proxy advisors*. La creciente presencia de inversores institucionales extranjeros y los cambios producidos en la estructura accionarial de algunas compañías, obligan a estas últimas a mejorar su diálogo continuo con los *stakeholders*, que influyen o tienen un mayor impacto en sus juntas de accionistas.

El año 2017 ha sido el de la consolidación de todas las reformas acometidas por las compañías durante estos dos últimos años para responder a los requerimientos de la reforma de la Ley de Sociedades de Capital de 2014, y las recomendaciones del Código de Buen Gobierno de febrero de 2015.

Al igual que en la pasada edición, hemos incluido en el ámbito del estudio al Top 40 del Mercado Continuo y hemos realizado una radiografía de los consejos de administración del Ibex-35. Además, introducimos un apartado donde se detallan las principales tendencias identificadas por Georgeson para hacer frente a la Temporada de Juntas 2018 y, como novedad, un capítulo relativo a las ampliaciones de capital y a su problemática dentro del mercado de capitales español.

Las compañías del Ibex-35 han continuado realizando esfuerzos por renovar sus consejos. En este sentido, 2017 se ha caracterizado por un ligero incremento en la proporción de consejeros independientes en los consejos (alcanzando un 49,8%), y una reducción de la antigüedad media de los consejeros, que se sitúa en 4,3 años. Se observa además un aumento en el número de compañías que han separado los cargos de presidente y consejero delegado. Solo seis compañías del Ibex-35 mantienen, en 2017, una unificación de cargos. Se incrementa la presencia de mujeres, que representan el 21,8% de los miembros del consejo. No obstante, aún nos encontramos lejos del objetivo del 30%, recomendado por el Código de Buen Gobierno, para 2020.

Las ampliaciones de capital siguen siendo uno de los puntos críticos en las juntas de accionistas de las compañías cotizadas españolas. La Recomendación 5 del Código de Buen Gobierno ha solventado, en parte, la problemática generada en años anteriores al aconsejar a las sociedades que realicen un uso limitado de la facultad delegada del consejo para emitir acciones o valores convertibles con exclusión del derecho de preferencia y que no se utilice cuando el importe de la emisión sea superior al 20% del capital en el momento de la delegación, aunque el límite previsto en la Ley de Sociedades de Capital sea del 50%. Sin embargo, algunos inversores americanos y franceses tienen criterios más estrictos y limitan el importe de la emisión al 10%. Ocho compañías del Ibex-35 y tres compañías del Mercado Continuo obtuvieron más del 10% de oposición a, al menos, una de las propuestas de ampliación de capital y/o emisión de instrumentos convertibles

sometidas a la aprobación de la junta. En ambos casos, la oposición ha sido superior al año 2016, a pesar de que con las recomendaciones de voto de los *proxy advisor* en estos temas han disminuido para las empresas del Ibex-35 y se mantienen igual para las empresas del Mercado Continuo.

Los tres ejes en los que los emisores españoles deberán maximizar sus esfuerzos para adaptarse a las mejores prácticas del mercado demandadas por parte de los inversores institucionales son: (i) la implementación de un plan de retribuciones que esté alineado con los intereses de la empresa y sus accionistas a largo plazo, (ii) el refuerzo de la diversidad, en su sentido más amplio, dentro del consejo de administración y (iii) el desarrollo y correcta comunicación del plan estratégico de la compañía con impacto en la creación de valor para los accionistas.

A continuación destacamos los aspectos más relevantes de la Temporada de Juntas 2017 tras el análisis de la información llevado a cabo por Georgeson:

- Se observa un aumento del *quorum* promedio de asistencia en las empresas del Ibex-35, que ha pasado de un 69,46% en 2016 a un 71,95% en 2017. En el Top 40 del Mercado Continuo, también se aprecia un aumento del *quorum* promedio de asistencia, que ha pasado de un 68,94% en 2016 a un 69,06% en 2017. En ambos casos, si comparamos el *quorum* promedio de asistencia en las juntas con el año anterior se aprecia un incremento en la participación. No obstante, en las empresas del Mercado Continuo con un *free-float* alto, la participación ha disminuido.
- 22 compañías del Ibex-35 recibieron la oposición de más del 10% del *quorum* a una de las propuestas sometidas a la aprobación de la junta general de accionistas. En total fueron 56 propuestas de acuerdo las que recibieron este tipo de oposición. Los asuntos relativos a retribuciones de consejeros fueron los que suscitaron mayor controversia en el Ibex-35. En el Top 40 del Mercado Continuo, 16 compañías con un total de 48 propuestas obtuvieron más del 10% de votación contraria por parte de los accionistas. El área con mayor penalización en el Top 40 del Mercado Continuo fue la referida al consejo de administración, que incluye temas de gestión, fijación del número de consejeros y nombramiento, reelección y ratificación de consejeros. En este área, 18 puntos del orden del día obtuvieron más de 10% del *quorum* en contra.
- La composición del consejo de administración es un tema que, sin duda, ha dado de qué hablar en la Temporada de Juntas 2017. Aunque la retribución de los consejeros suscitó un mayor voto en contra en las juntas del Ibex-35, el mayor número de recomendaciones de voto no favorables de ISS (poco más de la mitad de sus 51 recomendaciones negativas) afectaron a cuestiones referidas a la composición del consejo. Sin embargo, en el Top 40 del Mercado Continuo, los temas de remuneraciones fueron los que más número de recomendaciones negativas recibieron.

- En las juntas ordinarias de 2017 del Ibex-35, el 85% de los consejeros cuyo nombramiento, reelección o ratificación ha sido sometido a votación corresponde a consejeros externos. Este porcentaje disminuye dos puntos respecto al 2016. El porcentaje de consejeros ejecutivos es mayor al año anterior. En 2017 se ha sometió a votación la reelección y ratificación de seis consejeros delegados y un consejero delegado que es, a su vez, presidente del consejo. En las empresas del Top 40 del Mercado Continuo, el 81% de los consejeros cuyo nombramiento, reelección o ratificación fue sometido a votación eran consejeros externos, dentro de los cuales un 40% corresponde a consejeros independientes. Ello supone un aumento considerable respecto al 2016 donde el porcentaje de independientes representó un 28%. Este incremento muestra como las empresas del Mercado Continuo están realizando un esfuerzo por mejorar las estructuras de sus consejos de administración y alinearse con las mejores prácticas de gobierno corporativo.
- Como cabría esperar, tanto en el Ibex-35 como en el Top 40 del Mercado Continuo, los consejeros independientes son los que más apoyo recibieron por parte de los *proxy advisors*. A diferencia de años anteriores, los consejeros dominicales recibieron un mayor número de recomendaciones favorables. En el Top 40 del Mercado Continuo, apreciamos un descenso de las recomendaciones negativas para todos los tipos de consejeros por parte de ISS.
- En las juntas de accionistas de 2017 del Ibex-35, se sometió a votación el nombramiento, reelección o ratificación de 36 mujeres. Continúa la tendencia de años anteriores y, en 2017, se propusieron siete consejeras más que en 2016. Un 80% de estas consejeras son clasificadas como independientes. Esta cifra es mucho mayor que las de los consejeros. De los 101 consejeros propuestos a nombramiento, reelección o ratificación en 2017 solo un 42% eran independientes. En el Top 40 del Mercado Continuo se sometió a votación el nombramiento, reelección o ratificación de 14 mujeres. Esta cifra es menor que la del 2016, donde fueron 20 mujeres. El porcentaje de mujeres independientes es del 64%. En el caso de los 70 consejeros propuestos, solo el 36% eran consejeros independientes.
- Tanto en el Ibex-35 como en el Top 40 del Mercado Continuo, el promedio de votos en contra de los puntos referidos al nombramiento, reelección y ratificación de consejeras fue inferior que el promedio de votos en contra de los consejeros. En la Temporada de Juntas 2017, en contraste con el año 2016, apreciamos un descenso general del porcentaje de voto en contra y abstenciones para las empresas del Ibex-35. Si analizamos los datos del Top 40 del Mercado Continuo respecto de 2016, el promedio de los votos en contra de los consejeros (5,84%) aumentó ligeramente en 0,86 puntos mientras que, para las consejeras, el porcentaje de voto en contra (1,41%) disminuyó en 2,66 puntos.

- El promedio de voto en contra de los puntos del orden del día referidos a la retribución de los administradores aumentó tanto en las empresas del Ibex-35 como en las del Top 40 del Mercado Continuo. En el primer caso, aumentó en 1,37 puntos (con 8,13% en 2017) y, en el segundo, en 1,15 puntos (con 6,78% en 2017). Si analizamos las cifras respecto del *free-float*, la diferencia de voto contrario es notablemente superior en ambos casos.
- Las recomendaciones de voto de los *proxy advisors* para temas de capital fueron favorables en las empresas analizadas del Ibex-35 y disminuyeron notablemente con respecto al año anterior. ISS no ha emitido ninguna recomendación negativa este año, a diferencia del año 2016, en el que emitió tres. Glass Lewis ha emitido una recomendación negativa mientras que, en el año 2016, emitió cinco. El porcentaje de recomendaciones de voto negativas de ISS para temas de capital en el Top 40 del Mercado Continuo, ha aumentado ligeramente aunque el número de recomendaciones negativas se mantiene en seis.
- El voto en contra en las sociedades del Ibex-35 para temas de capital, aumentó en 0,43 puntos mientras que las abstenciones disminuyeron en 0,88 puntos porcentuales respecto al año 2016. El voto no favorable disminuyó en casi medio punto. Si tenemos en cuenta la participación del *free-float*, el voto en contra se mantuvo estable, mientras que las abstenciones disminuyeron en 0,65 puntos. En el Top 40 del Mercado Continuo, si tenemos en cuenta la participación total, el voto en contra aumentó en 0,4 puntos mientras que, las abstenciones, disminuyeron en 1,02 puntos porcentuales respecto al año 2016. A grandes rasgos, se observa que el voto no favorable disminuyó. Si tenemos en cuenta la participación del *free-float*, el voto en contra aumentó en más de un punto (1,16 puntos), mientras que las abstenciones disminuyeron en 0,64 puntos.

En las siguientes páginas se desarrollan cada uno de estos temas en mayor profundidad.

LA TEMPORADA DE JUNTAS 2017 EN EL IBEX-35 Y EN EL TOP 40 DEL MERCADO CONTINUO

En esta nueva edición hemos mantenido el alcance del último estudio, que cubre las empresas que conforman el Ibex-35 y el Top 40 del Mercado Continuo, seleccionado por volumen de capitalización.

La siguiente tabla muestra las empresas que se han tenido en consideración este año, que incluyen a aquellas que formaban parte del índice Ibex-35 a cierre de la Temporada de Juntas 2017 (julio 2017).

Respecto al año 2016, se incluye en el índice a Inmobiliaria Colonial y se excluye a Banco Popular. Al igual que en otras ediciones, no se ha tenido en cuenta a Arcelor Mittal por su naturaleza diversa frente al resto de las empresas del índice. Por tanto, el análisis de las compañías Ibex-35 se realiza sobre 34 compañías.

Empresas del Ibex-35 analizadas en la Temporada JGA 2017	Empresas del Ibex-35 analizadas en la Temporada JGA 2016
Abertis	Abertis
Acciona	Acciona
Acerinox	Acerinox
ACS	ACS
AENA	AENA
Amadeus	Amadeus
-	Banco Popular
Banco de Sabadell	Banco de Sabadell
Banco Santander	Banco Santander
Bankia	Bankia
Bankinter	Bankinter
BBVA	BBVA
CaixaBank	CaixaBank

Empresas del Ibex-35 analizadas en la Temporada JGA 2017	Empresas del Ibex-35 analizadas en la Temporada JGA 2016
Cellnex	Cellnex
-	Colonial
DIA	DIA
Enagás	Enagás
Endesa	Endesa
Ferrovial	Ferrovial
Siemens Gamesa	Gamesa
Gas Natural	Gas Natural
Grifols	Grifols
IAG	IAG
Iberdrola	Iberdrola
Inditex	Inditex
Indra	Indra
Mapfre	Mapfre
Mediaset	Mediaset
Melia Hotels	Melia Hotels
Merlin Properties	Merlin Properties
REE	REE
Repsol	Repsol
Técnicas Reunidas	Técnicas Reunidas
Telefónica	Telefónica
Viscofan	Viscofan

En la siguiente tabla se presentan las 40 empresas que se han tenido en consideración para realizar el estudio sobre el Mercado Continuo. Respecto al año 2016, se incluyen en el análisis Alantra Partners, Fluidra, Laboratorios Farmacéuticos Rovi, Sniace y Vocento; y se excluyen Airbus Group, Amper, Atresmedia, Baron de Ley e Inmobiliaria Colonial.

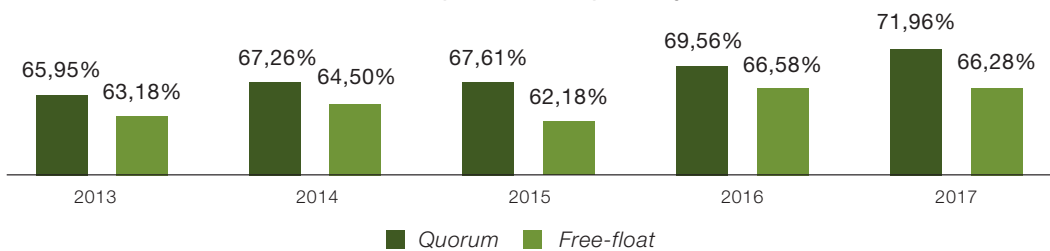
Empresas del Top 40 del Mercado Continuo analizadas en la Temporada JGA 2017	Empresas del Top 40 del Mercado Continuo analizadas en la Temporada JGA 2016
Abengoa	Abengoa
-	Airbus Group
Alantra Partners	-
Almirall	Almirall
-	Amper
Applus	Applus
-	Atresmedia
Axiare	Axiare
-	Baron de Ley
BME	BME
Catalana Occidente	Catalana Occidente
CIE Automotive	CIE Automotive
C. y A. de Ferrocarriles	C. y A. de Ferrocarriles
C.F. Alba	C.F. Alba
Codere	Codere
Duro Felguera	Duro Felguera
Ebro Foods	Ebro Foods
Elecnor	Elecnor
Ence	Ence
Europac	Europac
Euskaltel	Euskaltel

Empresas del Top 40 del Mercado Continuo analizadas en la Temporada JGA 2017	Empresas del Top 40 del Mercado Continuo analizadas en la Temporada JGA 2016
Faes Farma	Faes Farma
Fluidra	-
FCC	FCC
GAM	GAM
G. E. San Jose	G. E. San Jose
-	Inmobiliaria Colonial
Lar España	Lar España
Liberbank	Liberbank
Logista	Logista
NH Hotel	NH Hotel
Obrascón Huarte Lain	Obrascón Huarte Lain
Pharma Mar	Pharma Mar
Prisa	Prisa
Prosegur	Prosegur
Realia	Realia
Rovi	-
Sacyr Vallehermoso	Sacyr Vallehermoso
Saeta Yield	Saeta Yield
Sniace	-
Talgo	Talgo
Tubacex	Tubacex
Vidrala	Vidrala
Vocento	-
Zardoya Otis	Zardoya Otis

PARTICIPACIÓN

En los últimos cinco años se observa un crecimiento de seis puntos porcentuales en la media de participación de los inversores en las juntas de accionistas de las empresas del Ibex-35. Este dato refleja el creciente interés de los inversores por el buen gobierno corporativo de las empresas en las que invierten. Este crecimiento está vinculado al aumento de la inversión extranjera en el mercado español, que se evidencia en el incremento del *free-float* en las empresas de mayor capitalización durante el mismo periodo.

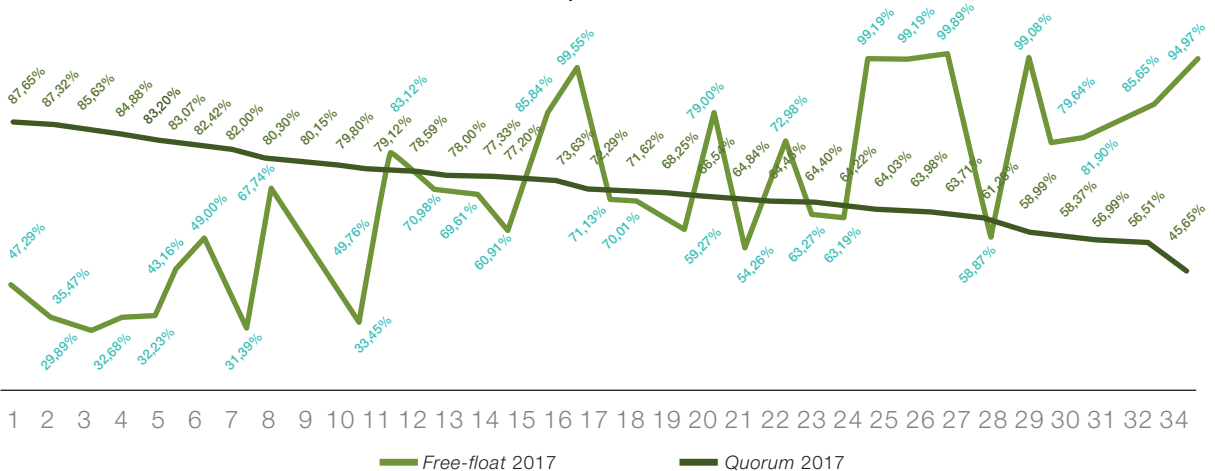
Ibex-35: Evolución del promedio del *quorum* y el *free-float*



Si bien es cierto que el cuadro de inestabilidad política regional ha tenido un impacto en los mercados, provocando una bajada en la inversión de los no residentes, se espera que la tendencia de participación en las juntas continúe en aumento. Por este motivo, es importante observar el comportamiento de los grandes inversores no residentes respecto de las principales temáticas del mercado.

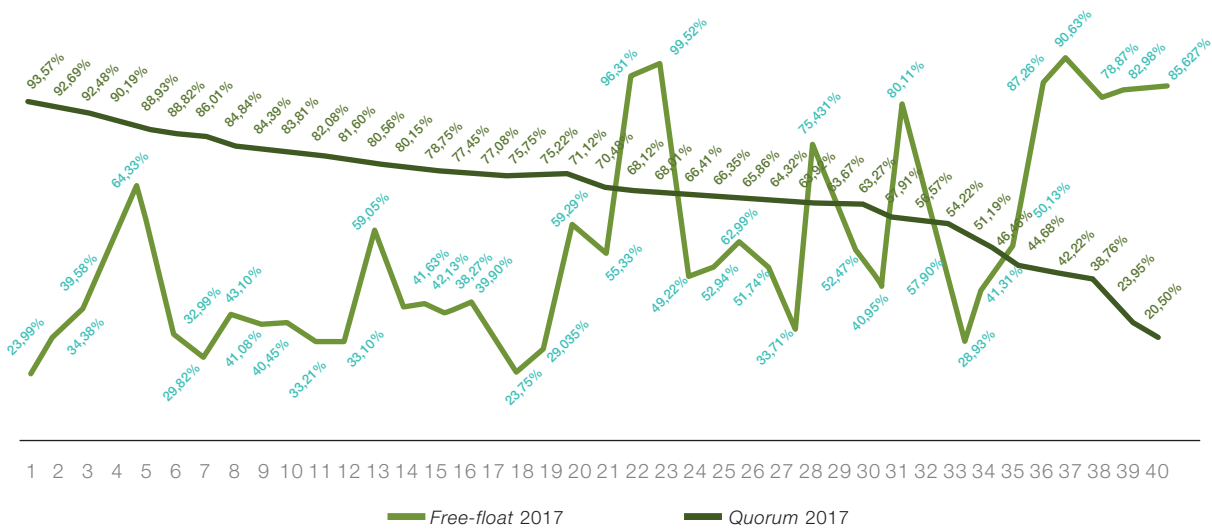
El siguiente gráfico muestra la participación en las juntas generales de accionistas de 2017 de las empresas del Ibex-35 y del Top 40 del Mercado Continuo, en relación con su *free-float*.¹

Ibex-35: Participación en la JGA 2017



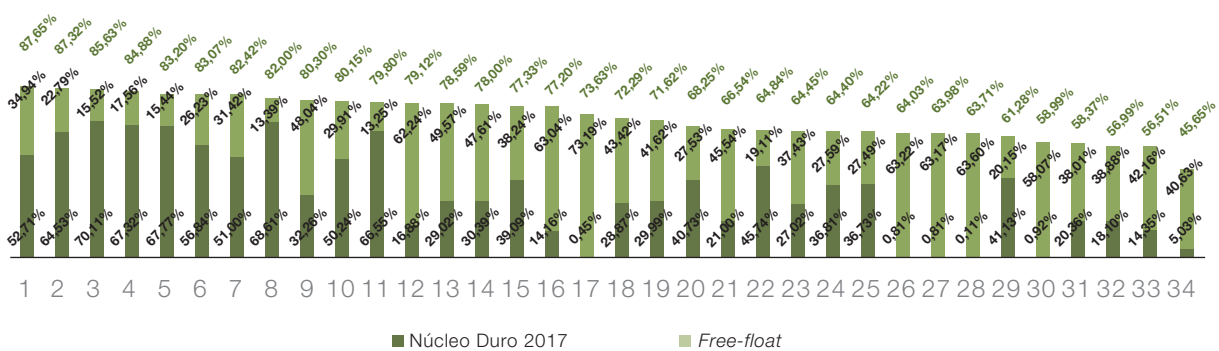
1 El dato del *free-float* ha sido tomado de la información pública más próxima al momento de celebración de cada junta ordinaria de accionistas.

Mercado Continuo: Participación en la JGA 2017



Para poder analizar el *quorum* de asistencia, debemos considerar la estructura accionarial de cada compañía, analizando qué parte del *quorum* corresponde a la participación del *free-float*.

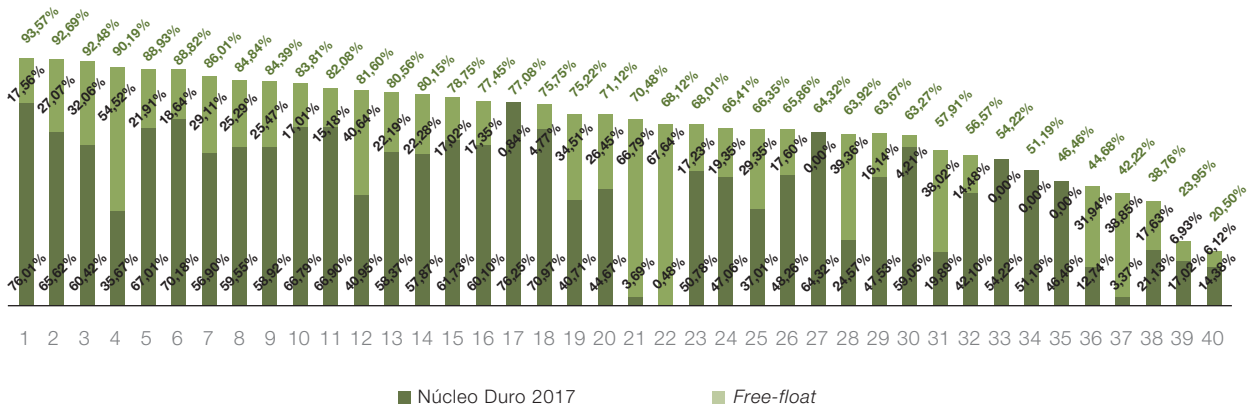
Ibex-35: Participación free-float 2017



El gráfico anterior, referido a las empresas del Ibex-35, muestra los derechos de voto que corresponden al *free-float*, asumiendo que el núcleo duro de las compañías ha votado con toda su posición. De esta manera vemos que, aunque la empresa número uno (1) haya obtenido el mayor *quorum*, solo un 35% de los derechos de voto corresponde al *free-float* mientras que, en la empresa número diecisiete (17), el 73,63% del *quorum* un 73,19% corresponde al *free-float*.

A continuación se presenta el mismo gráfico de participación para el Top 40 del Mercado Continuo.

Mercado Continuo: Participación *free-float* 2017

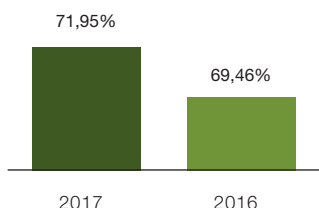


Al igual que en el gráfico del Ibex-35, se muestran los derechos de voto que corresponden al *free-float*, asumiendo que el núcleo duro de las compañías haya votado con toda su posición. En el caso de las empresas números (27) veintisiete, (33) treinta y tres, (34) treinta y cuatro y (35) treinta y cinco, el peso del núcleo duro en el capital supera el *quorum* obtenido en junta, por lo que se asume que no asistió a la junta la totalidad del núcleo duro y, por tanto, no podemos precisar cuál fue la participación del *free-float*. La empresa número (22) veintidos es la que ha obtenido una mayor participación, a pesar de que el *quorum* de asistencia es ligeramente inferior a la media de las 40 empresas analizadas.

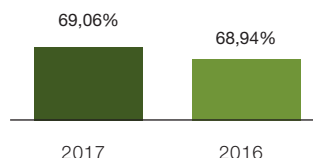
Comparación promedio participación 2016-2017

Si tenemos en cuenta los datos de las 34 empresas analizadas en el Ibex-35 durante la Temporada de Juntas 2017 se observa un aumento del *quorum* promedio de asistencia, que ha pasado de un 69,46% en 2016 a un 71,95% en 2017. En el Top 40 del Mercado Continuo, también se aprecia un aumento del *quorum* promedio de asistencia, que ha pasado de un 68,94% en 2016 a un 69,06% en 2017.

Quorum promedio Ibex-35



Quorum promedio Mercado Continuo



Del total de las 34 empresas analizadas del Ibex-35, 17 aumentaron el *quorum* de asistencia respecto a la junta general ordinaria de 2016 y 17 redujeron este porcentaje. En el Top 40 del Mercado Continuo, 23 empresas aumentaron el *quorum* de asistencia respecto al año anterior, mientras que 17 lo redujeron.

Es importante destacar que el aumento de más de dos puntos en la media del *quorum* del Ibex-35 se debe a una empresa cuyo *quorum* de asistencia aumentó en más de 25 puntos porcentuales, como consecuencia de un cambio importante en la estructura de su capital y el aumento de su núcleo duro. En contraste, la variación anual del *quorum* promedio de asistencia del Top 40 del Mercado Continuo se mantiene estable.

Como en ediciones anteriores, hemos dividido a las 34 compañías analizadas del Ibex-35 y a las 40 compañías del Mercado Continuo en tres tramos: el primer tramo, incluye las sociedades con un *free-float* mayor al 80%; el segundo tramo, las sociedades con un *free-float* entre el 50 y 80%; y el tercer tramo, las sociedades con un *free-float* inferior al 50%.

Ibex-35

- En el primer tramo, sociedades con un *free-float* mayor al 80% en 2017, de diez sociedades nueve aumentaron su nivel de *free-float* respecto al año anterior.
- En el segundo tramo, sociedades con un *free-float* entre el 50% y el 80% en 2017, de 14 sociedades cinco aumentaron su nivel de *free-float* respecto al año anterior.
- En el tercer tramo, sociedades con un *free-float* menor al 50% en 2016, de diez sociedades una ha aumentado su nivel de *free-float* respecto al año anterior y tres se mantuvieron estables.

Top 40 del Mercado Continuo

- En el primer tramo, sociedades con un *free-float* mayor al 80% en 2016, de siete sociedades tres aumentaron su nivel de *free-float* respecto al año anterior.

- En el segundo tramo, sociedades con un *free-float* entre el 50% y el 80% en 2016, de 12 sociedades tres aumentaron su nivel de *free-float* respecto al año anterior y una se mantuvo estable.
- En el tercer tramo, sociedades con un *free-float* menor al 50% en 2016, de 21 sociedades nueve aumentaron su nivel de *free-float* respecto al año anterior y una se mantuvo estable.

Si consideramos todas las empresas analizadas, se aprecia que menos de la mitad ha aumentado su *free-float* con respecto al 2016. Si analizamos la información en función de los tramos establecidos, el *free-float* ha aumentado respecto de 2016 solo en las empresas del Ibex-35 con un *free-float* inferior al 80% mientras que, en el del Top 40 Mercado Continuo, no ha habido un incremento en ninguno de los tramos.

En la siguiente tabla se observa la media de la participación de las empresas en cada uno de los tramos, así como la diferencia entre ambos períodos.

Ibex-35	Participación 2017	Participación 2016	Diferencia
<i>Free-float</i> > 80%	63,98%	63,77%	0,21%
<i>Free-float</i> 50%-80%	69,32%	68,31%	1,01%
<i>Free-float</i> < 50%	83,61%	76,74%	6,87%

Mercado Continuo	Participación 2017	Participación 2016	Diferencia
<i>Free-float</i> > 80%	46,84%	49,65%	-2,81%
<i>Free-float</i> 50%-80%	66,77%	66,53%	0,24%
<i>Free-float</i> < 50%	77,78%	76,75%	1,02%

Tanto en las sociedades del Ibex-35 como del Top 40 Mercado Continuo, a medida que se incrementa el *free-float* disminuye el nivel de participación general. Esto es debido a que, generalmente, el núcleo duro es mucho más activo que el *free-float* y suele votar con toda su posición en las juntas de accionistas.

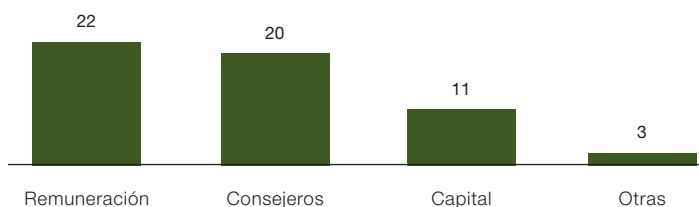
Si comparamos la participación en las juntas de 2017 con el año anterior, en el Ibex-35, ha habido un incremento de la participación en todos los tramos mientras que, en el Top 40 del Mercado Continuo, en las empresas con un *free-float* medio / bajo ha habido un aumento en la participación general y, en las empresas con un *free-float* alto, la participación ha disminuido.

En este último caso, es importante resaltar que la salida de un inversor relevante del núcleo duro de una de las sociedades analizadas ha alterado la media. Si excluyésemos este caso puntual del análisis, se apreciaría un aumento en la participación en todos los tramos.

PROPUESTAS CON MAYOR PORCENTAJE DE VOTO EN CONTRA

De las sociedades analizadas del Ibex-35, 22 compañías vieron que, al menos, una de las propuestas sometidas a la aprobación de la junta general recibió la oposición de más del 10% de los accionistas en 2017. En total fueron 56 propuestas de acuerdo las que recibieron este tipo de oposición. Sin duda, el tema que ha suscitado mayor controversia entre los grandes inversores institucionales durante la esta Temporada de Juntas 2017 es el de la retribución de los consejeros. De las 56 propuestas que suscitaron la oposición de más del 10% del capital, el mayor número de ellas se refería a este asunto.

Ibex-35: Propuestas con más de 10% del *quorum* en contra

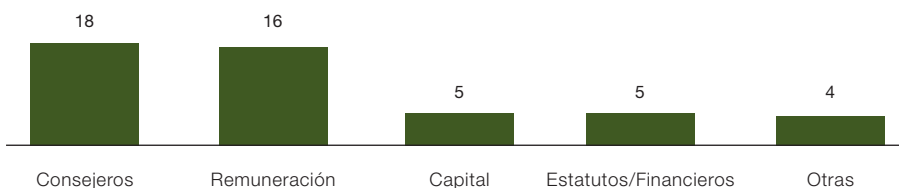


El porcentaje de voto en contra respecto de puntos del orden del día relacionados con la retribución de consejeros se ha incrementado tanto en el Ibex-35 como en el Top 40 del Mercado Continuo respecto del año 2016. En el apartado “La Remuneración de los Consejeros y Altos Directivos” analizaremos esta información en detalle.

Las áreas de mayor preocupación en materia de retribución de consejeros son la exigencia de una mayor transparencia en la comunicación de la información y la proporción de retribución recibida por parte de los consejeros en relación a la retribución media de los empleados. Es previsible que la problemática de la retribución de consejeros continúe siendo una cuestión central en la Temporada de Juntas 2018.

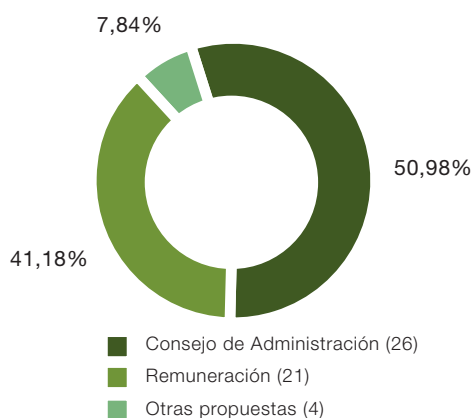
En el Top 40 del Mercado Continuo, un total de 48 propuestas, de 16 compañías, obtuvieron más del 10% de votación en contra por parte de los accionistas. El área con mayor penalización fue la referida al consejo de administración, donde 18 puntos del orden del día obtuvieron más de 10% del *quorum* en contra.

Mercado Continuo: Propuestas con más de 10% del *quorum* en contra

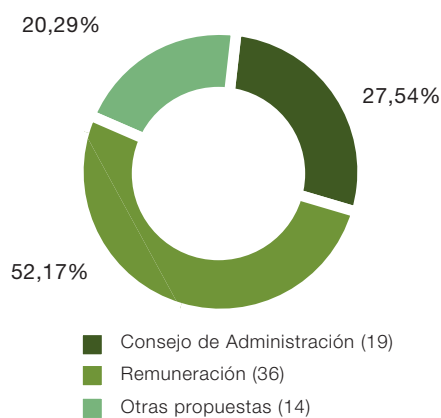


La composición del consejo de administración es otro tema que, sin duda, ha dado de qué hablar en la Temporada de Juntas 2017 y que se espera que continúe ganando importancia en la Temporada de Juntas 2018. Si tomamos en consideración las recomendaciones de voto del *proxy advisor* de referencia (ISS) para las empresas analizadas del Ibex-35, el mayor número de recomendaciones de voto no favorables se focalizó en este tema y representaron poco más de la mitad del total de sus 51 recomendaciones negativas en la Temporada de Juntas 2017. Sin embargo, en el Top 40 del Mercado Continuo, los temas de remuneraciones fueron los que mayor número de recomendaciones negativas recibieron.

ISS: Recomendaciones de voto no favorables 2017 para empresas del Ibex-35



ISS: Recomendaciones de voto no favorables 2017 para empresas del Mercado Continuo



Al analizar las principales razones por las que los consejeros sometidos a elección, reelección y ratificación durante la Temporada de Juntas 2017 recibieron un voto no favorable, se observa que, en la mayoría de los casos, se debía a problemas de diversidad e independencia en el consejo.

Durante el 2017 los principales *proxy advisors* (ISS y Glass Lewis), haciéndose eco de las exigencias del mercado, modificaron su criterio en relación con el número máximo de consejos de administración a los que puede pertenecer un consejero, haciendo más restrictivo su criterio de dedicación:

- **Consejeros Externos:** hasta cuatro consejos adicionales si son cargos no ejecutivos y no de presidencia
- **Consejeros Ejecutivos:** hasta dos consejos adicionales si son cargos no ejecutivos y no de presidencia
- **Presidente no ejecutivo:** hasta otra presidencia no ejecutiva, y hasta tres consejos adicionales si son cargos no ejecutivos.

CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN

Aspectos relativos al consejo de administración sometidos a la aprobación de la junta general de accionistas

Los aspectos relativos al consejo de administración, como cada año, han sido claves en la Temporada de Juntas 2017. Dentro del análisis de este apartado se incluyen los siguientes temas:

1. Gestión del consejo.
2. Fijación del número de consejeros.
3. Nombramiento, reelección y ratificación de consejeros.

En el año 2017, las 34 empresas analizadas del Ibex-35 incluyeron 174 puntos en el orden del día relacionados con la composición y estructura del consejo de administración, mientras que, las empresas del Top 40 del Mercado Continuo, incluyeron 128 puntos.

1. Aprobación de la gestión del consejo

Tanto en el Ibex-35 y como en el Top 40 del Mercado Continuo se han sometido a votación 30 puntos referidos a la gestión del consejo. Todos ellos han recibido recomendaciones favorables por parte de los *proxy advisors*². Las empresas del Ibex-35 (en línea con la Temporada de Juntas 2016) han recibido un promedio de voto a favor del 98,69%. El promedio de voto a favor en las empresas del Top 40 del Mercado Continuo ha sido de 97,05% (poco más de 2 puntos menor que el año pasado).

2. Fijación del número de consejeros

El tamaño medio de los consejos de administración de las empresas analizadas del Ibex-35 es de 12,9 consejeros. En el Ibex-35, durante la Temporada de Juntas 2017, se han sometido a votación siete puntos del orden del día para fijar el número de miembros del consejo de administración. Todos estos puntos han recibido recomendaciones de voto favorables por parte de los *proxy advisors*, ISS y Glass Lewis; con un promedio de voto a favor del 97,87%.

En el Top 40 del Mercado Continuo se han sometido a votación cinco puntos³ del orden del día. Todos han recibido recomendaciones favorables de ISS; con un promedio de voto a favor del 98%.

2 Para el análisis de las recomendaciones de voto de los *proxy advisors* hemos tomado en consideración a ISS y Glass Lewis para las empresas del Ibex-35 y, a ISS para el Mercado Continuo.

3 No se ha considerado a la compañía Sniace por no haberse sometido a votación el punto referido a la fijación del número de consejeros.

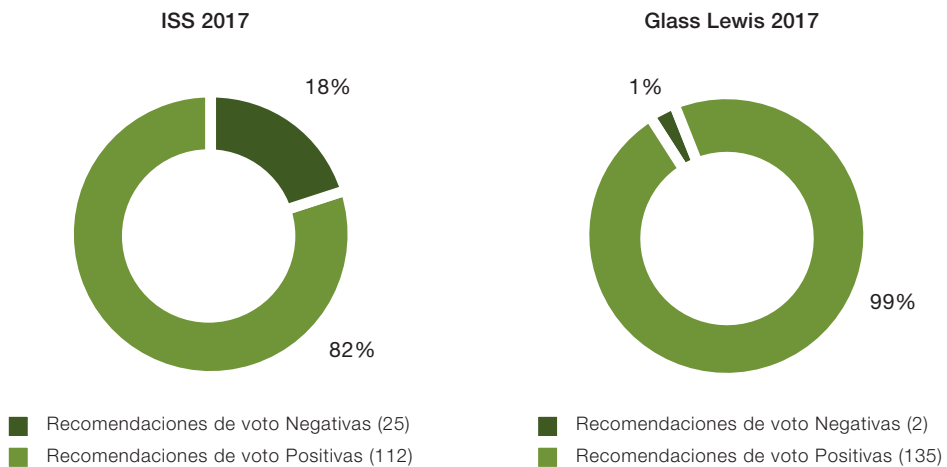
3. Nombramiento, reelección y ratificación de consejeros

Los puntos de mayor relevancia respecto al consejo de administración son los relativos al nombramiento, reelección y ratificación de consejeros. En las empresas del Ibex-35, de los 174 puntos del orden del día vinculados a temas de consejo, 137 corresponden al nombramiento, reelección y ratificación de consejeros, mientras que, en las empresas del Top 40 del Mercado Continuo, de los 128 puntos, 84 corresponden a estos temas.

Recomendaciones *proxy advisors*

Ibex-35

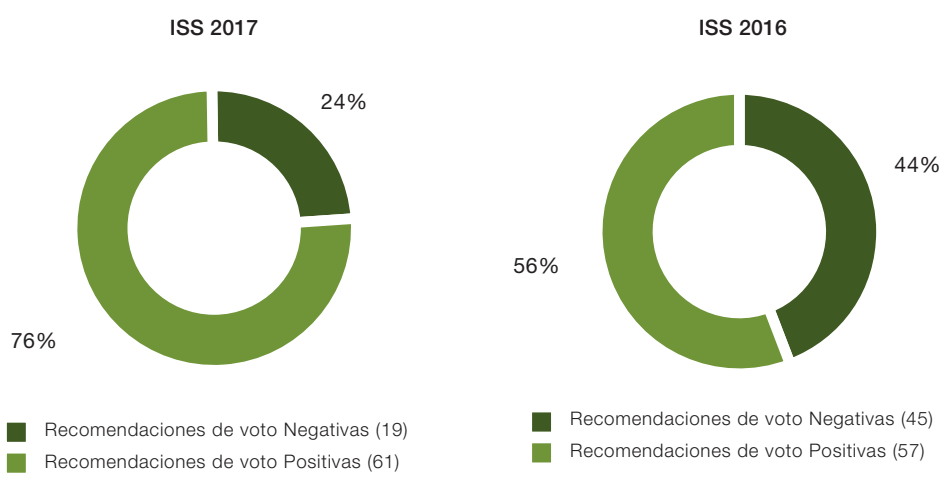
En el análisis de los *proxy advisors* haremos referencia a las recomendaciones de los dos *proxy advisors* más influyentes en el mercado español: ISS y Glass Lewis. A diferencia de la Temporada de Juntas 2016, podemos observar que, en 2017, ambos *proxy advisors* han disminuido el número de recomendaciones negativas en cuanto al nombramiento, reelección y ratificación de consejeros.



Mercado Continuo

Para el análisis de las empresas del Top 40 del Mercado Continuo han sido consideradas las recomendaciones de voto del *proxy advisor* ISS⁴. Al igual que en la Temporada de Juntas 2016, observamos un descenso del número de recomendaciones en contra para propuestas de nombramiento, reelección y ratificación de consejeros. El número de recomendaciones favorables para estos puntos en el año 2017 representa un 76%, 20 puntos porcentuales superior al año anterior.

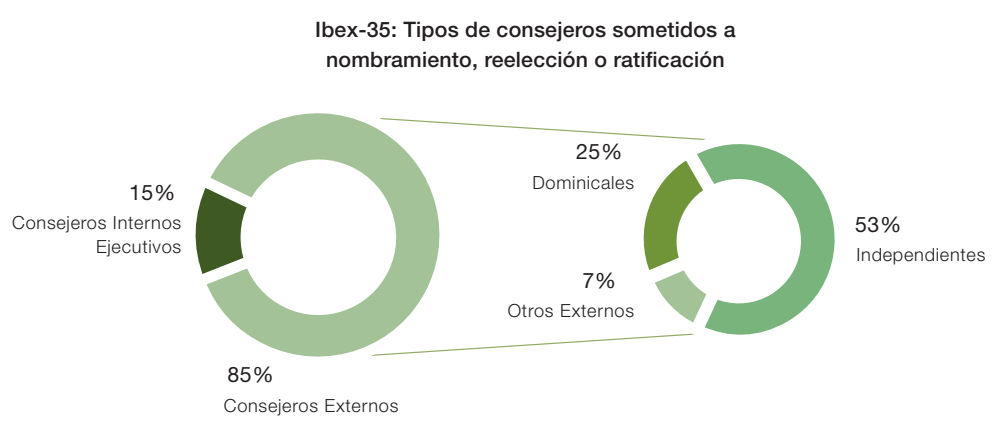
⁴ En 2016, ISS no publicó recomendaciones de voto para dos compañías (General de Alquiler de Maquinaria y Grupo San José).



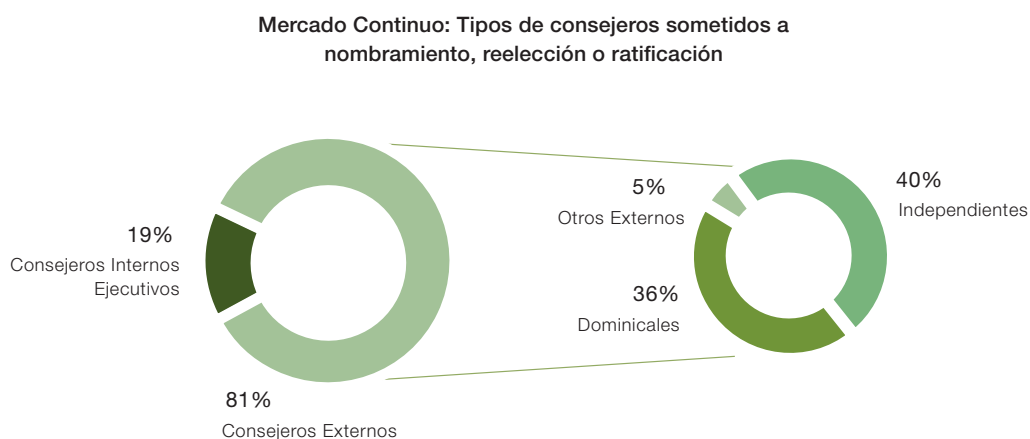
En el apartado 5 de “Radiografía de los consejos de administración de las empresas del Ibex-35” analizaremos en mayor profundidad la estructura del consejo de administración y los cambios respecto al año 2016.

¿Qué tipo de consejeros se han sometido a nombramiento, reelección, o ratificación?

En las juntas ordinarias del Ibex-35 de 2017, el 85% de los consejeros cuyo nombramiento, reelección o ratificación ha sido sometido a votación corresponde a consejeros externos. Este porcentaje disminuye dos puntos respecto al 2016. El porcentaje de consejeros ejecutivos es mayor al año anterior; este año se ha sometido a votación la reelección y ratificación de seis consejeros delegados y un consejero delegado que es, a su vez, presidente del consejo.



En las empresas del Top 40 del Mercado Continuo, el 81% de los consejeros cuyo nombramiento, reelección o ratificación ha sido sometido a votación en 2017 son consejeros externos, dentro de los cuales un 40% son consejeros independientes. Se aprecia un aumento considerable respecto al 2016 donde el porcentaje de independientes representó un 28%. Este incremento muestra como las empresas del Mercado Continuo están realizando un esfuerzo por mejorar las estructuras de sus consejos de administración y alinearse con las mejores prácticas de gobierno corporativo.

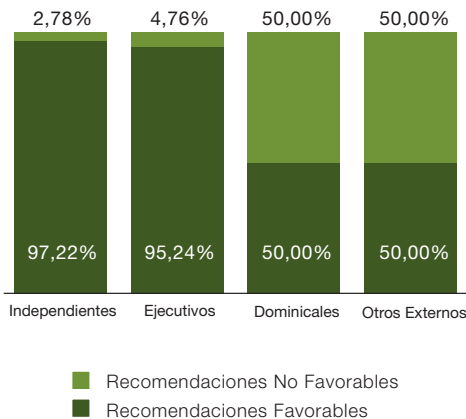


Recomendaciones de voto de los *proxy advisors* por tipo de consejero

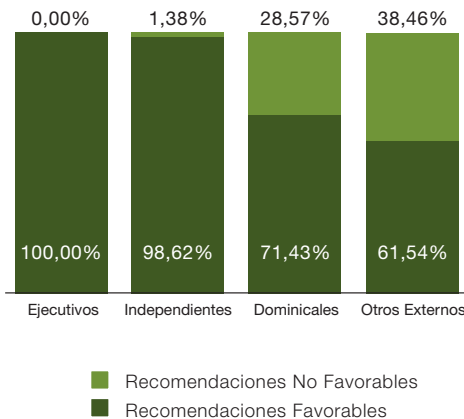
A continuación se analizan las recomendaciones de voto de ISS y Glass Lewis por tipo de consejero para las empresas del Ibex-35.

Como en años anteriores, los consejeros independientes son los que más apoyo reciben por parte de los *proxy advisors*. A diferencia de otros años, los consejeros dominicales han recibido un mayor número de recomendaciones favorables. Por el contrario, se ha producido un aumento de las recomendaciones negativas para los consejeros calificados como “otros externos”. No obstante, debemos indicar que se trata de un caso puntual ya que, cuatro de estas propuestas con recomendación contraria, son de la misma compañía.

Ibex-35: Recomendaciones de voto de ISS por tipo de consejero

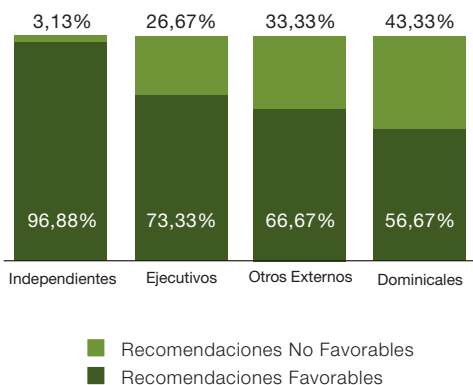


Ibex-35: Recomendaciones de voto de Glass Lewis por tipo de consejero

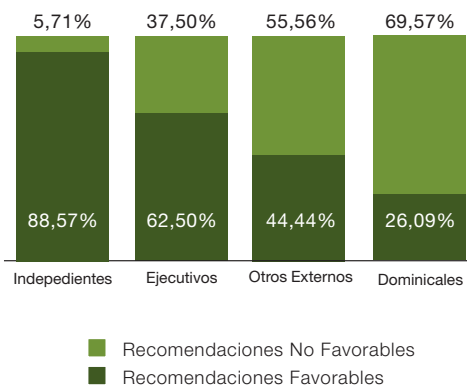


A continuación se analizan las recomendaciones de voto de ISS por tipo de consejero para las empresas del Top 40 del Mercado Continuo. Se aprecia un descenso de las recomendaciones negativas para todos los tipos de consejeros por parte de ISS. Los cambios más significativos son los de las recomendaciones de voto de (i) consejeros dominicales (que ha pasado de un 69,57% de recomendaciones no favorables en 2016 a un 43,33% en 2017) y (ii) los consejeros calificados como “otros externos” (que han pasado de un 55,56% de recomendaciones no favorables en 2016 a un 33,33% en 2017).

Mercado Continuo: Recomendaciones de voto de ISS por tipo de consejero 2017



Mercado Continuo: Recomendaciones de voto de ISS por tipo de consejero 2016

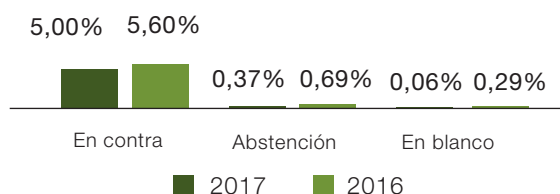


Como en las Temporadas de Juntas anteriores, la clasificación de los consejeros ha sido un tema relevante en 2017. Tras analizar las recomendaciones emitidas por los *proxy advisors*, si comparamos los votos no favorables recibidos en 2017 respecto de 2016, observamos un descenso tanto en el porcentaje de votos en contra como en las abstenciones. El voto en contra respecto a la participación total ha bajado en 1,81 puntos y, las abstenciones, en 0,42 puntos. Si tenemos en cuenta la participación del *free-float*, el porcentaje promedio de voto en contra ha disminuido en 0,6 puntos.

Ibex-35: Promedio de votos respecto a la participación total



Ibex-35: Promedio de votos respecto al *free-float*



En las empresas del Top 40 del Mercado Continuo, el porcentaje de voto no favorable se ha incrementado ligeramente respecto al 2016 (de 4,81% en 2016 a 5,10% en 2017), y las abstenciones han disminuido en 0,53 puntos. El promedio de voto, en contra, si tenemos en cuenta la participación del *free-float*, se ha mantenido en línea con el 2016.

Mercado Continuo: Promedio de votos respecto a la participación total



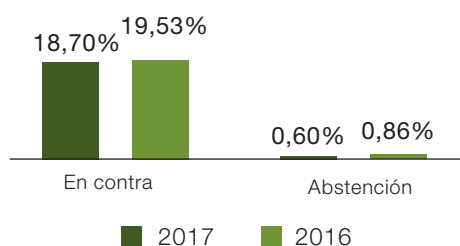
Mercado Continuo: Promedio de votos respecto al *free-float*



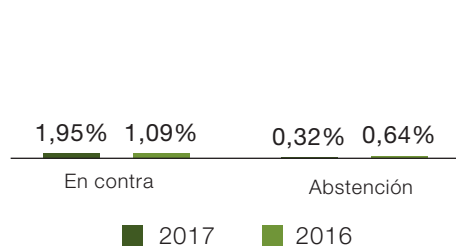
Para valorar el efecto que tienen las recomendaciones de voto de los *proxy advisors*, analizamos el promedio de voto en contra y abstenciones en función de la recomendación recibida por parte de ISS y Glass Lewis, para todos los puntos del orden del día referidos al nombramiento, reelección y ratificación de consejeros.

En las empresas del Ibex-35, ISS recomendó votar en contra de 25 propuestas que sometían a votación la reelección o ratificación de consejeros. En estos casos, el promedio de voto en contra fue de 18,70%, que supuso una disminución de 0,83 puntos respecto del año anterior. En cambio, cuando ISS recomendó votar a favor, el porcentaje de voto en contra se incrementó en 0,86 puntos.

Ibex-35: Promedio de votos sobre el *free-float* con recomendación de ISS en contra

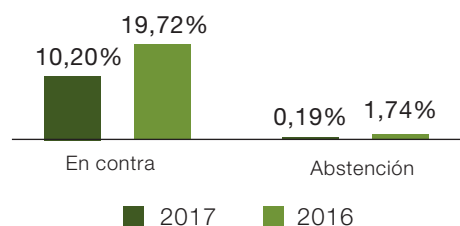


Ibex-35: Promedio de votos sobre el *free-float* con recomendación de ISS a favor

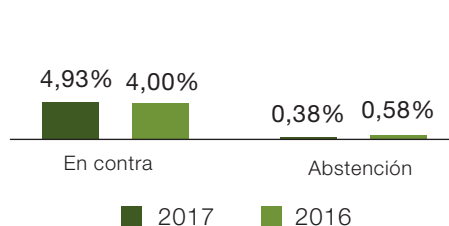


Glass Lewis recomendó votar en contra de dos propuestas que sometían a votación la reelección o ratificación de consejeros, lo que supuso una reducción considerable del número de recomendaciones negativas respecto a 2016. Para estas dos propuestas, ISS recomendó votar a favor a diferencia del año anterior, donde 14 propuestas tuvieron la recomendación no favorable de los dos principales *proxy advisors*. Los datos presentan una disminución del voto en contra de 9,52 puntos porcentuales en 2017, resultado del promedio de voto recibido en los dos únicos puntos respecto de los que Glass Lewis emitió una recomendación negativa.

Ibex-35: Promedio de votos sobre el *free-float* con recomendación de Glass Lewis en contra

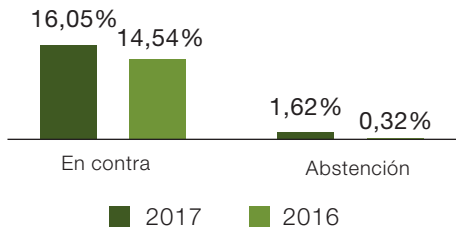


Ibex-35: Promedio de votos sobre el *free-float* con recomendación de Glass Lewis a favor

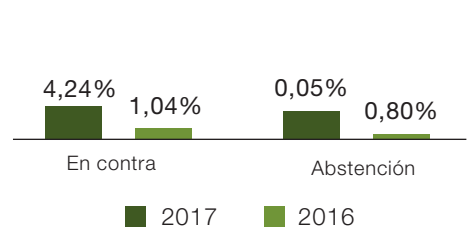


En relación con el Top 40 del Mercado Continuo, ISS recomendó votar en contra de 19 propuestas que sometían a votación la reelección, ratificación o nombramiento de consejeros. En estos casos, el promedio de voto en contra del *free-float* fue de 16,05%, lo que supone un aumento de 1,51 puntos. Cuando ISS recomendó votar a favor, el porcentaje de voto en contra también aumentó en 3,2 puntos.

Mercado Continuo: Promedio de votos sobre el *free-float* con recomendación de ISS en contra



Mercado Continuo: Promedio de votos sobre el *free-float* con recomendación de ISS a favor

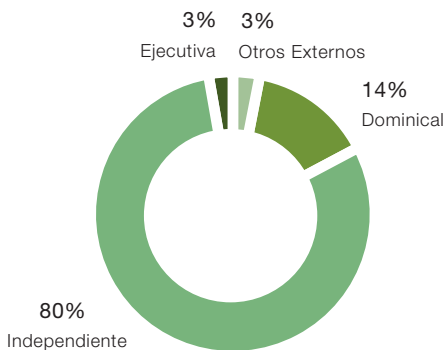


Comparación entre mujeres y hombres cuya condición de consejeros se somete a nombramiento, reelección o ratificación

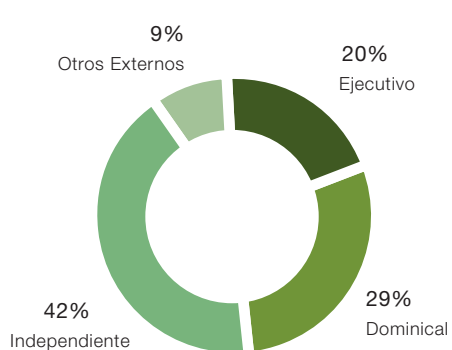
Tipos de consejeros y consejeras

En las juntas de accionistas de 2017 del Ibex-35, se han sometido a votación el nombramiento, reelección o ratificación de 36 mujeres. Continúa la tendencia de los últimos años y, en 2017, se han propuesto siete consejeras más que en 2016. Un 80% de estas consejeras son clasificadas como independientes. Este porcentaje es muy superior al de los consejeros. De los 101 consejeros propuestos a nombramiento, reelección o ratificación en 2017 solo un 42% eran consejeros independientes.

Ibex-35: Tipo de consejeras sometidas a nombramiento, reelección o ratificación

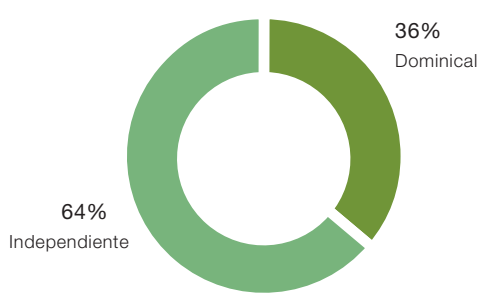


Ibex-35: Tipo de consejeros sometidos a nombramiento, reelección o ratificación

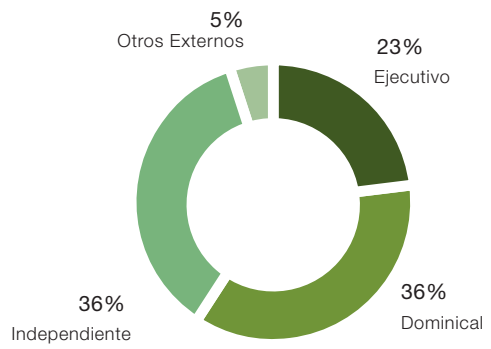


En el Top 40 del Mercado Continuo se han sometido a votación el nombramiento, reelección o ratificación de 14 mujeres. Esta cifra es menor a la del 2016, donde fueron 20 mujeres. El porcentaje de mujeres independientes es del 64%, mientras que, de los 70 consejeros propuestos en 2017, solo el 36% eran consejeros independientes.

Mercado Continuo: Tipo de consejeras sometidas a nombramiento, reelección o ratificación



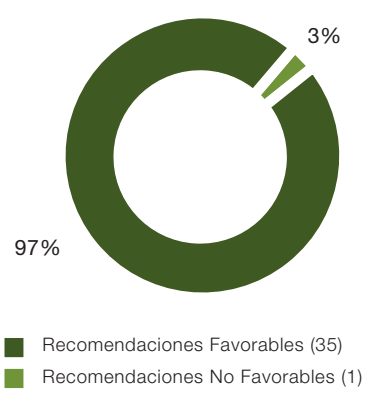
Mercado Continuo: Tipo de consejeros sometidos a nombramiento, reelección o ratificación



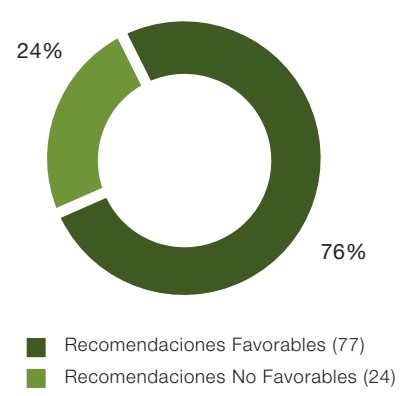
Recomendaciones de voto de los proxy advisors

Si analizamos las recomendaciones de voto emitidas por ISS observamos que, en el caso de las mujeres, de los 36 puntos que se sometieron a votación se emitió una recomendación positiva para 35 de ellos, es decir un 97%, lo que supone un mayor apoyo que en 2016. En el caso de los hombres, un 76% recibieron recomendaciones favorables por parte de ISS.

Ibex-35: Mujeres. Nombramiento, reelección o ratificación como consejeras

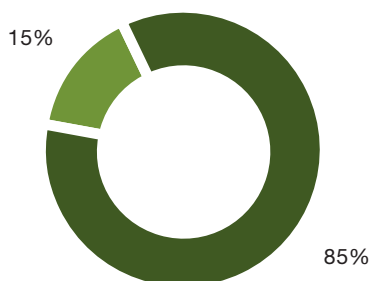


Ibex-35: Hombres. Nombramiento, reelección o ratificación como consejeros



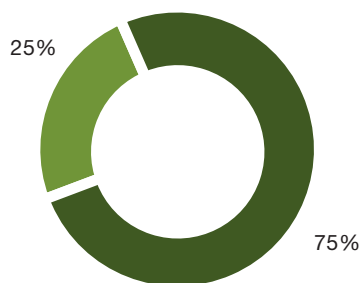
En el Top 40 del Mercado Continuo, el porcentaje de recomendaciones favorables para el nombramiento, reelección o ratificación de mujeres consejeras ha aumentado respecto al 2016 alcanzando un 85%. Las recomendaciones favorables para los hombres también han aumentado (de un 55% en 2016 a un 75% en 2017).

Mercado Continuo: Mujeres. Nombramiento, reelección o ratificación como consejeras



- Recomendaciones Favorables (11)
- Recomendaciones No Favorables (2)

Mercado Continuo: Hombres. Nombramiento, reelección, ratificación o dimisión como consejeros



- Recomendaciones Favorables (50)
- Recomendaciones No Favorables (17)

Tipos de propuesta

Como en años anteriores, el tipo de propuesta que concentró un mayor número de puntos en el orden del día de las empresas del Ibex-35 fue la reelección de consejeros. Se produjo también un aumento en el número de ratificaciones.

Ibex-35: Tipo de propuesta sometida a votación



En el Top 40 del Mercado Continuo, el tipo de propuesta más frecuente fue también la de la reelección, tanto para consejeros como para consejeras.

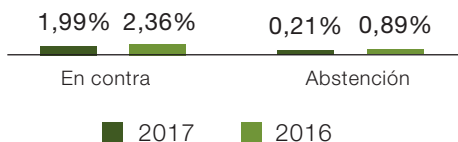
Mercado Continuo: Tipo de propuesta sometida a votación



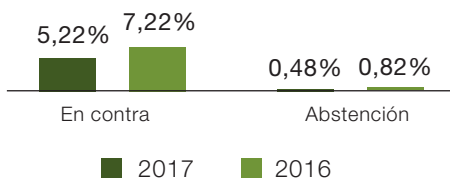
Promedio de votos en contra y abstenciones

A continuación analizamos el promedio de votos respecto a la participación para el nombramiento, reelección y ratificación de consejeros y consejeras. Como en años anteriores, tanto en el Ibex-35 como en el Top 40 del Mercado Continuo, el promedio de votos en contra de los puntos referidos al nombramiento, reelección y ratificación de consejeros es mayor para los consejeros que para las consejeras. En la Temporada de Juntas 2017, en contraste con el año 2016, apreciamos un descenso del porcentaje de voto en contra y abstenciones para las empresas del Ibex-35.

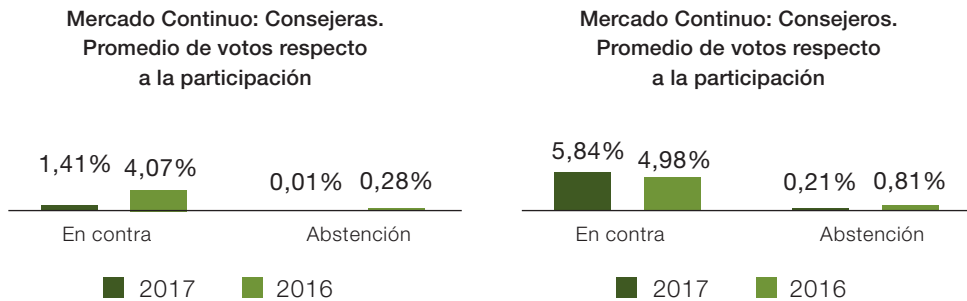
**Ibex-35: Consejeras.
Promedio de votos respecto a la participación**



**Ibex-35: Consejeros.
Promedio de votos respecto a la participación**



Por el contrario, en el Top 40 del Mercado Continuo, el promedio de voto en contra de los consejeros aumentó ligeramente. Para las consejeras el porcentaje de voto en contra disminuyó en 2,66 puntos y el promedio de voto en contra fue de 1,41%.



Presidente del consejo/ primer ejecutivo

Pese al esfuerzo de las empresas españolas por adaptarse a los estándares internacionales en materia de gobierno corporativo y separar las figuras de presidente del consejo y primer ejecutivo, aún son muchas las compañías que siguen manteniendo estos cargos unificados. Como veremos en el apartado de “Radiografía de los consejos de administración de las empresas del Ibex-35”, en junio de 2017, de las empresas del Ibex-35, 13 compañías aún unen la figura de primer ejecutivo y presidente del consejo en la misma persona.

En la Temporada de Juntas 2017 del Ibex-35, se sometió a votación la reelección de un consejero que aunaba los cargos de presidente del consejo y consejero delegado. Esta propuesta recibió la recomendación de voto contraria de ISS y, el promedio de voto negativo para este punto, fue del 17,18%. En las empresas del Top 40 del Mercado Continuo, se sometió a votación la reelección de cuatro consejeros que aunaban los dos cargos, pero solo uno de ellos recibió la recomendación de voto negativo por parte de ISS. El promedio de voto en contra para estos cuatro puntos fue de 2,30%.

LA REMUNERACIÓN DE LOS CONSEJEROS Y ALTOS DIRECTIVOS

Aspectos relativos a la remuneración sometidos a la aprobación de la junta general de accionistas 2017

La retribución del consejo de administración es uno de los temas cruciales en cada Temporada de Juntas a nivel internacional y, prueba de ello, han sido los episodios de activismo en relación con este asunto en jurisdicciones como Reino Unido o Estados Unidos. Tanto los *proxy advisors* como los inversores institucionales son cada vez más exigentes con la divulgación de información referida a las Políticas

de Retribución e Informe Anual de Retribuciones. Por ello, es conveniente que las empresas consideren las exigencias del mercado y se adapten a las mejores prácticas de gobierno corporativo. De acuerdo con la experiencia de Georgeson, las principales demandas en materia de retribución por parte de *proxy advisors* e inversores pueden resumirse en:

CONSEJEROS EJECUTIVOS	<ul style="list-style-type: none"> • Equilibrio entre incentivos a corto y largo plazo, indicando límite. • Criterios de desempeño: deben ser públicos, cuantificables y con un enfoque a largo plazo. • Inclusión de objetivos no financieros. • Planes de incentivos a largo plazo. • Retribución variable vinculada al rendimiento de la compañía. Debe incluir un periodo de carencia y cláusulas de recobro. • Parte de la retribución variable debería pagarse en acciones. • Indemnización por cese: max. 2 años de retribución fija. • Retribución del CEO alineada con las entidades similares (<i>peers</i>), rigurosidad en la selección de estos últimos.
CONSEJEROS NO EJECUTIVOS	<ul style="list-style-type: none"> • Sólo retribución fija. Incorporación de cláusulas <i>malus</i>. • Incorporación de un % fijo en acciones sujeto a un periodo de retención (<i>holding period</i>) que coincida con la duración del mandato del consejero. • Alineada con las entidades similares (<i>peers</i>). • No indemnización por cese. • Detalle de la retribución por su participación en comisiones.

Los principales errores de las compañías cotizadas a la hora de articular su modelo de retribuciones son:

- Desconexión entre el pago a los consejeros ejecutivos y su desempeño.
- “Premios” especiales (*special awards*) a los consejeros sin una justificación adecuada.
- Criterios a la hora de selección de las entidades similares (*peers*).

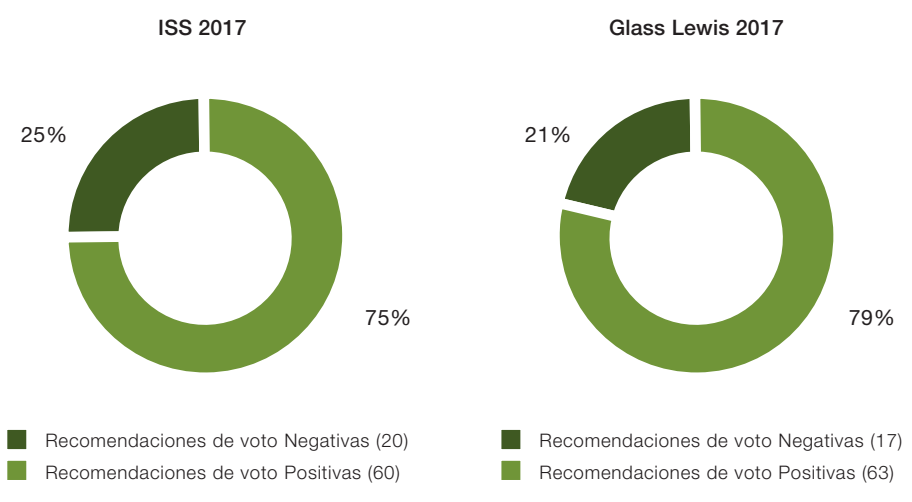
- Ausencia de unos objetivos de desempeño claros y definidos.
- Cláusulas de indemnización por encima de los dos años.
- Falta de información sobre los parámetros que miden los objetivos a largo plazo.
- Periodo de devengo (*vesting period*) y de retención (*holding period*) menor a cinco años.
- Inexistencia de un plan de incentivos a largo plazo.
- Consejeros independientes con retribución variable.
- Indemnizaciones para consejeros independientes.
- No consideración del pago en acciones como parte de la retribución de los consejeros.

Tras analizar las sociedades del Ibex-35 y del Top 40 del Mercado Continuo que sometieron a aprobación los asuntos relacionados con la remuneración de sus consejeros o directivos en las juntas generales de accionistas 2017, destacan los siguientes temas:

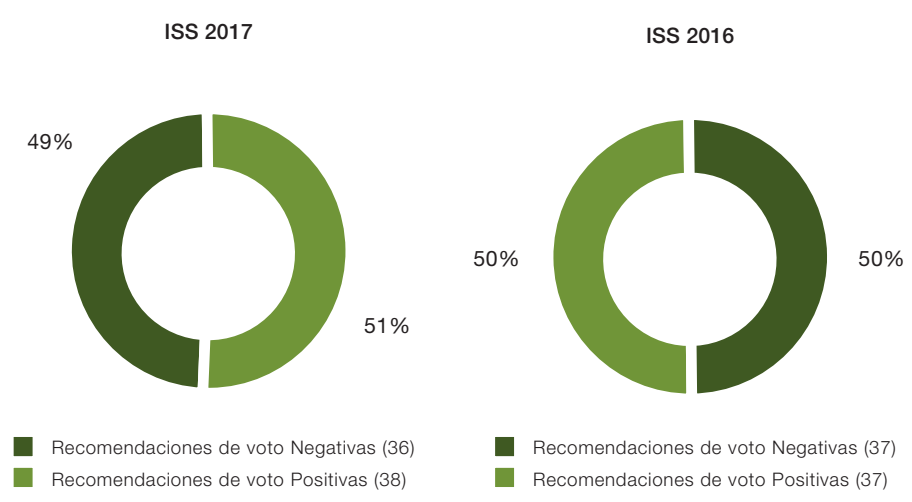
- Informe Anual sobre la Remuneración de los consejeros.
- Aprobación de la Política de Remuneraciones de los consejeros.
- Fijación y aprobación del nivel máximo de la remuneración de los consejeros (fija y variable).
- Aprobación o modificación del plan de entrega de acciones.
- Planes para empleados.
- Aprobación/ adaptación de planes de incentivos.

Recomendaciones de voto de los *proxy advisors*

En las empresas del Ibex-35, el número de recomendaciones no favorables se mantiene respecto al 2016: un 25% para ISS y un 21% para Glass Lewis. Al igual que en la Temporada de Juntas 2016, el 20% de los puntos del orden del día recibieron recomendaciones de voto negativas por parte de ambos *proxy advisors*.



En las empresas del Top 40 del Mercado Continuo, el porcentaje de recomendaciones negativas de ISS es superior al del Ibx-35. ISS recomendó votar en contra del 49% de las propuestas. Esta tendencia se mantiene estable con respecto al año anterior y disminuyó disminuyendo ligeramente de un 50% a un 49%.

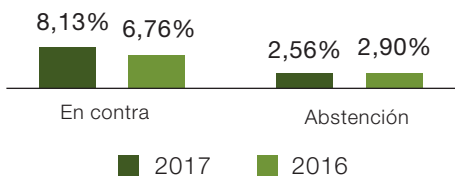


No se dispone de información para el año 2017 sobre las recomendaciones de voto de Glass Lewis para el Mercado Continuo.

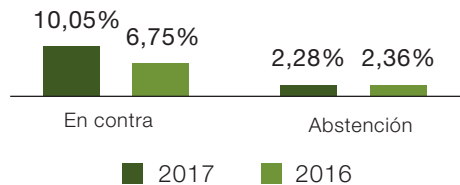
Comportamiento de los inversores respecto de los temas relacionados con cualquiera de los conceptos de la remuneración, sin tomar en consideración las recomendaciones de los *proxy advisors*

Los siguientes gráficos muestran el promedio de votos en contra y abstenciones en la Temporada de Juntas 2017. El promedio de voto en contra de los puntos referidos a retribuciones ha aumentado para las empresas del Ibex-35; de 6,76% en 2016 a 8,13% en 2017, mientras que las abstenciones se mantienen respecto al año anterior; disminuyen en 0,34 puntos. Si analizamos el promedio de voto en contra respecto del *free-float*, este aumenta en 3,3 puntos.

Ibex-35: Promedio de votos retribuciones respecto a la participación

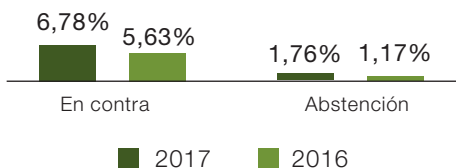


Ibex-35: Promedio de votos retribuciones respecto al *free-float*

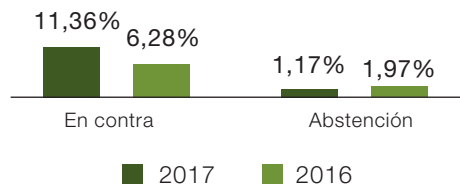


En el Top 40 del Mercado Continuo, se aprecia un aumento en el promedio de voto en contra de 1,15 puntos; de 5,63% en 2016 a 6,78% en 2017, mientras que las abstenciones aumentan en 0,59 puntos. Si tenemos en cuenta la participación del *free-float*, la diferencia de voto en contra se incrementa en 5,08 puntos. Sin embargo, las abstenciones disminuyen levemente respecto al *free-float*.

Mercado Continuo: Promedio de votos retribuciones respecto a la participación



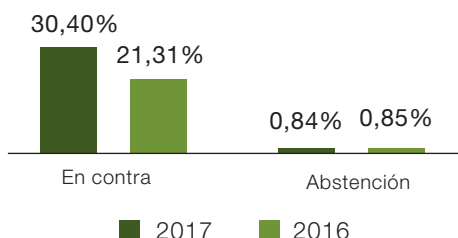
Mercado Continuo: Promedio de votos retribuciones respecto al *free-float*



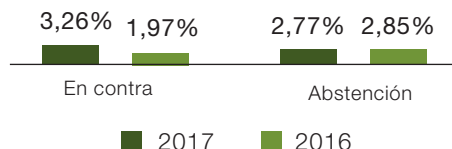
Impacto de las recomendaciones de ISS en temas relativos a retribuciones

Los siguientes gráficos muestran el promedio de votos en contra y abstenciones cuando ISS emitió recomendaciones favorables y no favorables teniendo en cuenta la participación del *free-float*. A diferencia de 2016, se produce un aumento considerable de los votos en contra, especialmente cuando ISS recomendó votar en contra. El voto en contra fue de un 21,31% en 2016 y de un 30,40% en 2017. Cuando ISS recomendó votar a favor, el porcentaje de voto en contra también aumentó; en 1,26 puntos respecto al 2016. Las abstenciones se mantienen en línea con la Temporada de Juntas 2016.

Ibex-35: Promedio de votos con recomendación de ISS en contra

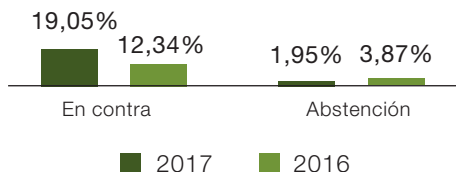


Ibex-35: Promedio de votos con recomendación ISS a favor

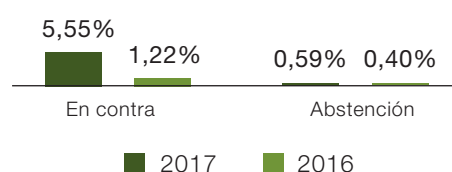


En las empresas del Top 40 del Mercado Continuo la media de votos en contra también aumentó con respecto al 2016; en 6,71 puntos, cuando ISS recomendó votar en contra y, en 4,33 puntos, cuando ISS recomendó votar a favor.⁵

Mercado Continuo: Promedio de votos respecto al *free-float* con recomendación de ISS en contra



Mercado Continuo: Promedio de votos respecto al *free-float* con recomendación ISS a favor

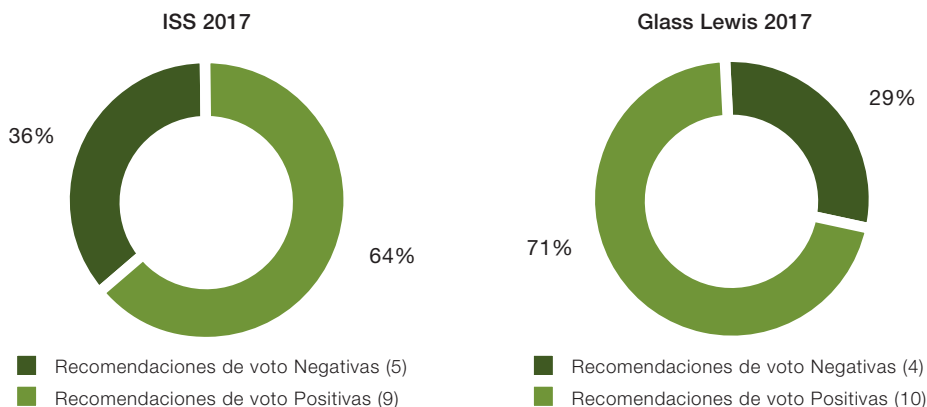


⁵ El *proxy advisor* ISS no emitió un informe con sus recomendaciones para dos compañías del Mercado Continuo.

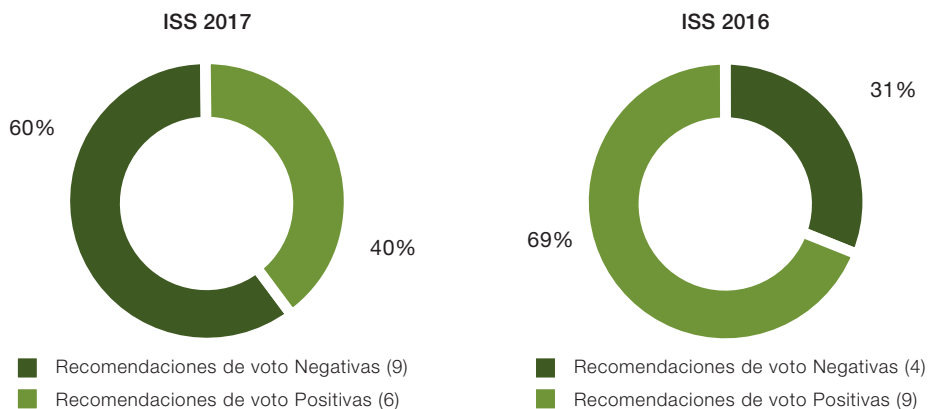
POLÍTICA DE REMUNERACIONES DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN

Recomendaciones de voto de los *proxy advisors*

En el 2017, 14 compañías del Ibex-35 sometieron la Política de Remuneraciones a la aprobación de la junta. Al igual que en 2016, ISS emitió una recomendación negativa más que Glass Lewis. Sin embargo, el porcentaje de las recomendaciones de voto negativas de los *proxy advisors* disminuye respecto a la Temporada de Juntas anterior; un 29% en 2016 a un 36% en 2017.



Dieciseis de las empresas del Top 40 del Mercado Continuo sometieron su Política de Remuneraciones a votación en la junta ordinaria de 2017. A diferencia de las empresas de mayor capitalización, se produjo un aumento de las recomendaciones de voto no favorable de ISS respecto al 2016. El porcentaje de recomendaciones negativas se ha duplicado y ha pasado de un 31% en 2016 a un 60% en 2017.

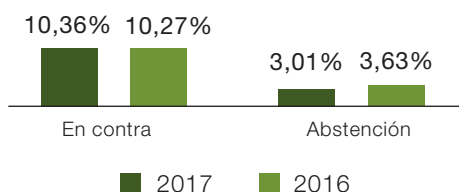


No se dispone de información para el año 2017 sobre las recomendaciones de voto de Glass Lewis para el Mercado Continuo.

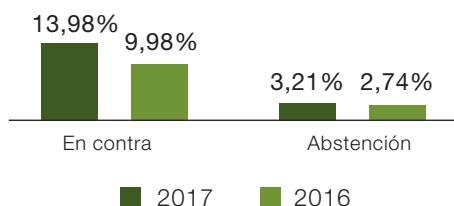
Comportamiento de los inversores frente al ejercicio de derecho de voto

En las empresas del Ibex-35, el promedio de votos en contra sobre la Política de Remuneraciones se muestra estable respecto al 2016 en cuanto a participación total. Sin embargo, si tenemos en cuenta el promedio de votos respecto de la participación del *free-float*, el porcentaje de voto en contra se ha incrementado en cuatro puntos.

Ibex-35: Promedio de votos respecto a la participación total

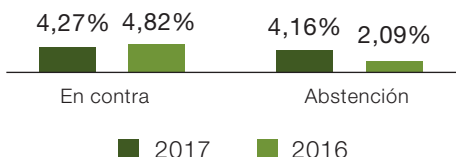


Ibex-35: Promedio de votos respecto al *free-float*

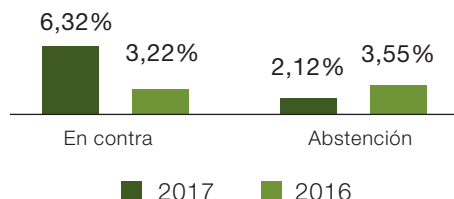


En las empresas del Top 40 del Mercado Continuo, si tenemos en cuenta la participación total, el promedio de votos en contra sobre la Política de Remuneraciones disminuye en 0,55 puntos y, la abstención, aumenta en 2,07 puntos. Sin embargo, si se toma como referencia únicamente el *free-float*, el promedio de votos en contra ha aumentado en 3,1 puntos y la abstención ha disminuido en 1,43 puntos respecto al 2016.

Mercado Continuo: Promedio total de votos respecto a la participación total



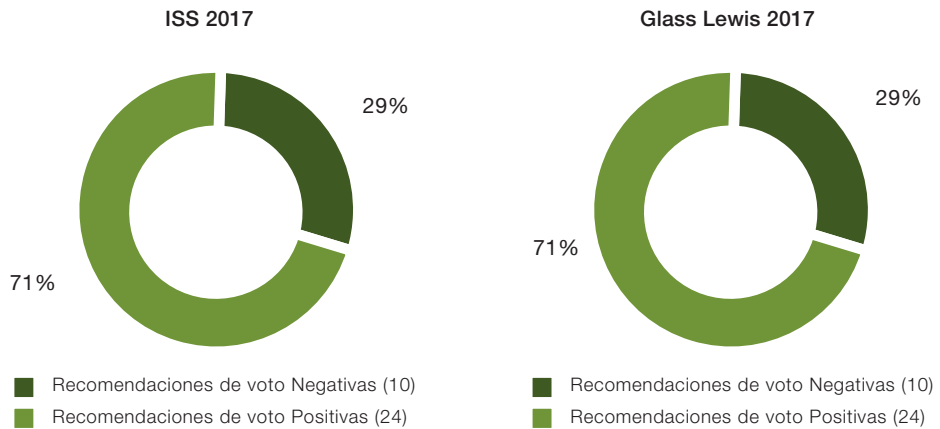
Mercado Continuo: Promedio total de votos respecto al *free-float*



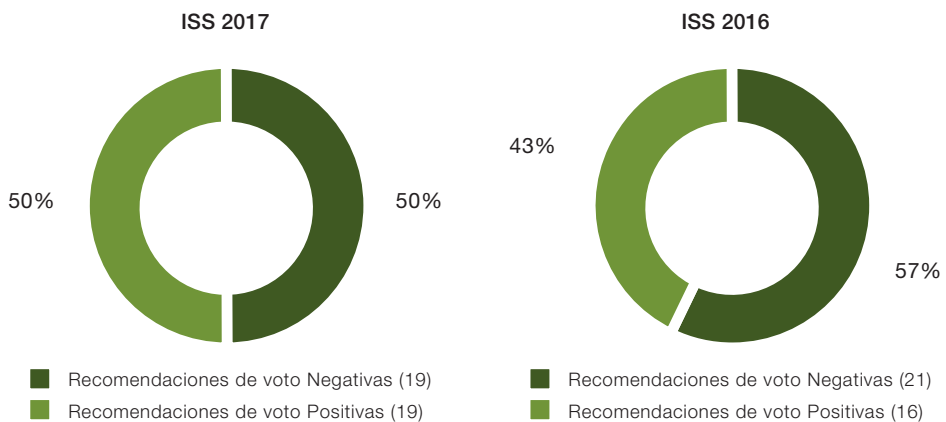
INFORME ANUAL SOBRE REMUNERACIONES

Recomendaciones de voto de los *proxy advisors*

De las 34 empresas analizadas del Ibex-35, ISS y Glass Lewis han emitido el mismo número de recomendaciones negativas, diez. De ellas, nueve dirigidas a las mismas compañías. Se ha producido un aumento de las recomendaciones negativas por parte de Glass Lewis, que han pasado de ocho en 2016 a diez en 2017.



En las empresas del Top 40 del Mercado Continuo en las que ISS emitió una recomendación de voto⁶, ISS recomendó votar en contra de 19 propuestas, lo que supone un descenso respecto del 2016.



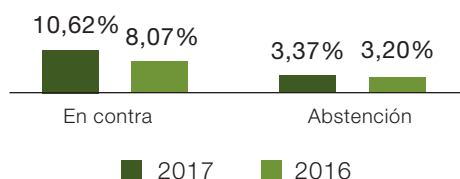
No se dispone de información para el año 2017 sobre las recomendaciones de voto de Glass Lewis para el Mercado Continuo.

⁶ ISS no emitió informe para dos de las empresas analizadas.

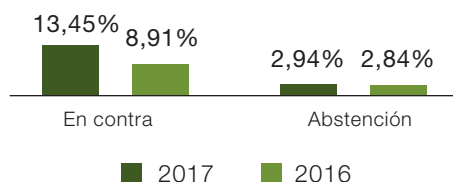
Comportamiento de los inversores frente al ejercicio de derecho de voto

En relación con el porcentaje de voto no favorable en la votación consultiva del Informe Anual de Remuneraciones de las empresas del Ibex-35, se ha producido un incremento tanto del porcentaje promedio de voto en contra como de la abstención. Si tenemos en cuenta la participación total, el porcentaje de voto en contra ha aumentado en 2,55 puntos. Si consideramos solo el *free-float*, el porcentaje de voto en contra ha aumentado 4,49 puntos.

Ibex-35: Promedio de votos no favorables respecto a la participación

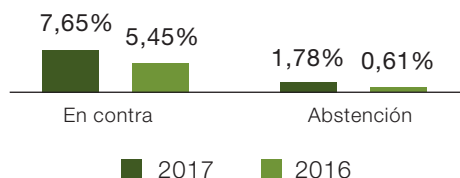


Ibex-35: Promedio de votos no favorables respecto al *free-float*

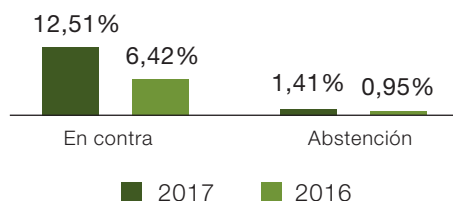


El voto en contra y las abstenciones para las empresas del Top 40 del Mercado Continuo también se han incrementado respecto a la Temporada de Juntas 2016. En terminos de participación total, el porcentaje de voto en contra se ha incrementado en 2,2 puntos y, si consideramos solo el *free-float*, en 4,91 puntos.

Mercado Continuo: Promedio de votos respecto a la participación total



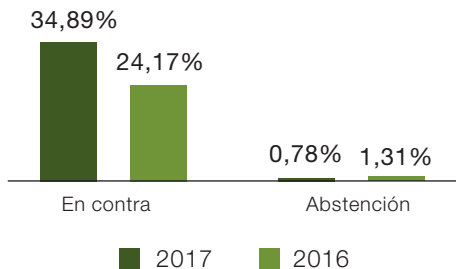
Mercado Continuo: Promedio de votos respecto al *free-float*



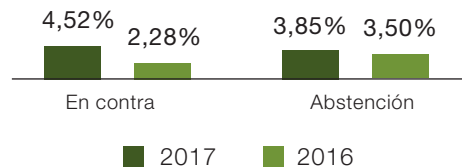
Impacto de las recomendaciones de los *proxy advisors* en la votación del Informe Anual sobre Remuneraciones

A continuación analizamos el porcentaje de votos en contra y abstenciones en función de la recomendación de voto de los *proxy advisors* para las empresas del Ibex-35, teniendo en cuenta la participación del *free-float* en la junta. Se aprecia un aumento tanto en el porcentaje de voto en contra como en las abstenciones. Cuando ISS emitió una recomendación negativa, el porcentaje de voto en contra aumentó en 10,72 puntos y alcanzó un 34,89% de promedio de voto en contra del Informe Anual de Remuneraciones.

Promedio de votos respecto al *free-float* con recomendación de ISS en contra

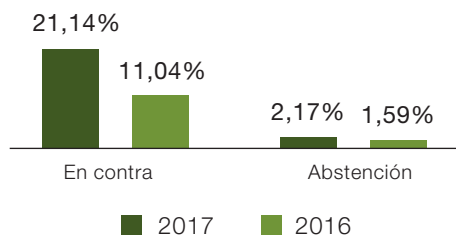


Promedio de votos respecto al *free-float* con recomendación de ISS a favor

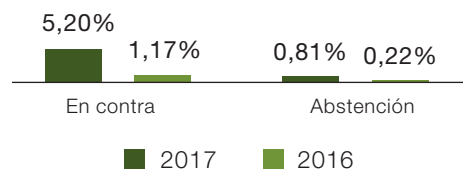


En las empresas del Top 40 del Mercado Continuo se observa el mismo comportamiento. El porcentaje de voto en contra y las abstenciones aumentaron tanto con recomendación positiva como negativa. El porcentaje de voto en contra, cuando ISS recomendó votar en ese sentido, aumentó en 10,1 puntos y, cuando recomendó votar a favor, en 4,03 puntos.

Mercado Continuo: promedio de votos respecto al *free-float* con recomendación de ISS en contra



Mercado Continuo: promedio de votos respecto al *free-float* con recomendación de ISS a favor



PROPUESTAS DE ACUERDOS A LA JUNTA QUE PUEDEN AFECTAR LA PARTICIPACION DE LOS INVERSORES EN EL CAPITAL DE LA SOCIEDAD

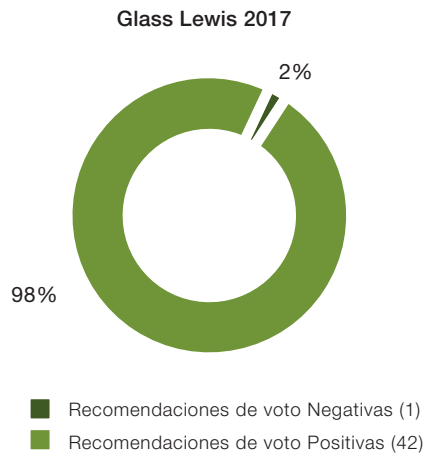
Aspectos relativos a variaciones en el capital social sometidos a la aprobación de la junta general de accionistas

Las sociedades del Ibex-35 y del Top 40 del Mercado Continuo que sometieron a la aprobación de la junta general de accionistas de 2017 aspectos relativos a variaciones en la estructura de su capital social y, por ende, a la participación de los inversores en el capital de la empresa, debatieron sobre los siguientes asuntos:

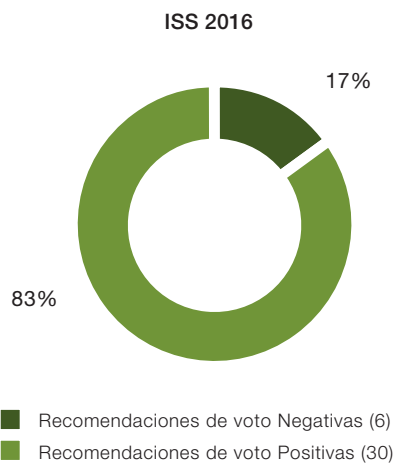
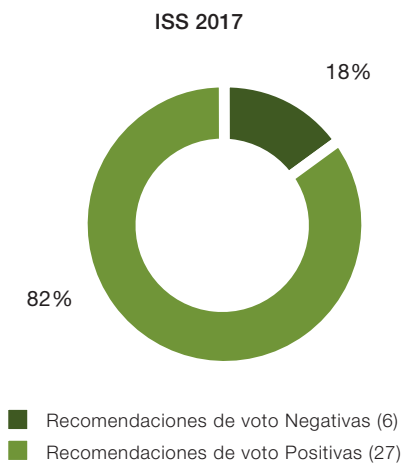
- Aumento de capital social con cargo a reservas voluntarias.
- Aumento de capital social mediante la emisión de nuevas acciones ordinarias.
- Reducción del capital social mediante la amortización de acciones propias, con cargo a reservas disponibles y sin derecho de oposición de acreedores.
- Delegación en el consejo de administración de la facultad de aumentar el capital social mediante la emisión de nuevas acciones.
- Delegación al consejo de administración de la facultad de emitir, en nombre de la sociedad, en una o varias ocasiones, obligaciones u otros valores similares de renta fija o variable, simples o garantizados, convertibles y no convertibles en acciones, canjeables y no canjeables por acciones, *warrants* sobre acciones de nueva emisión o en circulación, con delegación expresa de la facultad de exclusión del derecho de suscripción preferente.
- Autorización al consejo de administración para la adquisición derivativa de acciones propias por parte de la sociedad, en los términos previstos por la legislación vigente.
- Autorización al consejo de administración, con expresas facultades de sustitución, para acordar la emisión, en una o varias veces, de cualesquiera valores de renta fija o instrumentos de deuda de análoga naturaleza, simples o garantizados.

Recomendaciones de los *proxy advisors*

Las recomendaciones de voto de los *proxy advisors* para temas de capital son favorables en las empresas analizadas del Ibex-35 y han disminuido notablemente con respecto al año anterior. ISS no ha emitido ninguna recomendación negativa este año, a diferencia del año 2016, en el que emitió tres. En 2017, Glass Lewis ha emitido una recomendación negativa mientras que, en el año 2016, emitió cinco.



Las recomendaciones de voto negativas de ISS para temas de capital en el Top 40 del Mercado Continuo se mantienen en línea con el año anterior y han aumentando ligeramente, en un punto porcentual (siendo, en ambos años, seis recomendaciones).



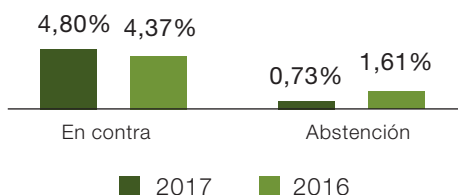
No se dispone de información para el año 2017 sobre las recomendaciones de voto de Glass Lewis para el Mercado Continuo.

Comportamiento de los inversores respecto a los temas relativos al capital social, sin tomar en consideración las recomendaciones de los *proxy advisors*

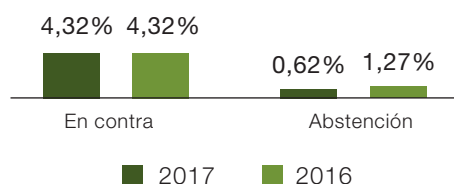
A continuación se presenta gráficamente la media de votos en contra y abstenciones en todas aquellas sociedades del Ibex-35 que incluyeron en el orden del día acuerdos relacionados con el capital social en su junta ordinaria de accionistas de 2017.

Si tenemos en cuenta la participación total, el voto en contra ha aumentado en 0,43 puntos mientras que, las abstenciones, han disminuido en 0,88 puntos porcentuales respecto al año 2016. A grandes rasgos, se observa que el voto no favorable ha disminuido en casi medio punto. Si consideramos únicamente la participación del *free-float*, el voto en contra se mantiene estable, mientras que las abstenciones han disminuido en 0,65 puntos.

Ibex-35: Promedio de votos respecto a la participación

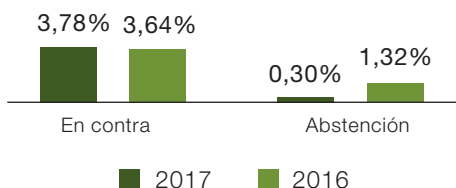


Ibex-35: Promedio de votos respecto al *free-float*

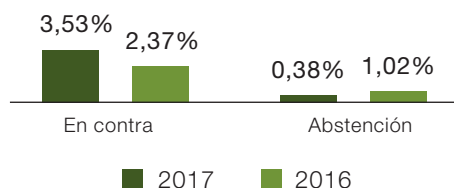


En el Top 40 del Mercado Continuo, si tenemos en cuenta la participación total, el voto en contra ha aumentado en 0,4 puntos mientras que, las abstenciones, han disminuido en 1,02 puntos porcentuales respecto al año 2016. Si tenemos en cuenta únicamente la participación del *free-float*, el voto en contra ha aumentado en más de un punto porcentual (1,16 puntos), mientras que las abstenciones han disminuido en 0,64 puntos.

Mercado Continuo: Promedio de votos respecto a la participación



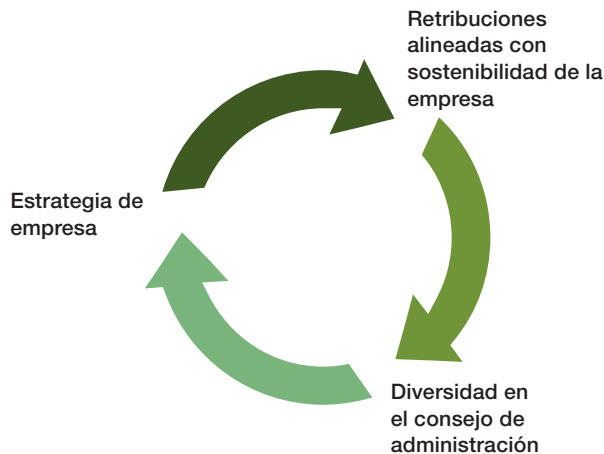
Mercado Continuo: Promedio de votos respecto al *free-float*



TENDENCIAS EN MATERIA DE GOBIERNO CORPORATIVO DE CARA A LA TEMPORADA DE JUNTAS 2018

En esta séptima edición, Georgeson ha querido introducir un apartado en el que se hace una compilación de las principales tendencias en materia de gobierno corporativo. El objetivo es ofrecer al mercado español algunos puntos clave sobre los nuevos retos a afrontar por las sociedades cotizadas españolas de cara a la próxima Temporada de Juntas 2018.

A continuación se presentan los tres ejes en los que los emisores españoles deberán maximizar sus esfuerzos para alinearse con las mejores prácticas del mercado demandadas por los inversores institucionales: (i) la implementación de un plan de retribuciones, que esté alineado con los intereses de la empresa y sus accionistas a largo plazo, (ii) el refuerzo de la diversidad, en su sentido más amplio, dentro del consejo de administración y (iii) el desarrollo y correcta comunicación del plan estratégico de la compañía con impacto en la creación de valor para los accionistas.



1. Implementación de un plan de retribuciones que esté alineado con los intereses de la empresa y sus accionistas a largo plazo

Este primer eje es, y seguirá siendo, un punto clave para los inversores internacionales, incluidos varios de los principales inversores presentes en el mercado español, como Norges Bank Investment Management, BlackRock, Fidelity International, AVIVA, BNP Paribas, APG o USS.

Las principales recomendaciones para alinear el plan de retribuciones de los consejeros ejecutivos con los intereses de la sociedad cotizada y sus accionistas a largo plazo, son las siguientes:

- La retribución de los consejeros ejecutivos debe estar vinculada al desempeño de la compañía, y los parámetros utilizados para medir dicho desempeño deben garantizar la sostenibilidad de la empresa a largo plazo. Para ello, se aconseja seguir las siguientes recomendaciones:
 - Los emisores deben incluir en el plan de remuneración de los ejecutivos una adecuada combinación de remuneración fija y remuneración variable, mostrando esta última un equilibrio entre incentivos a corto, medio y largo plazo, sujetos a objetivos medibles y predefinidos, que aseguren la creación de valor.
 - La retribución variable debe estar vinculada al rendimiento de la compañía y, una parte sustancial de ella, debe estar vinculada a la entrega de acciones. El periodo de devengo (*vesting period*) y de retención (*holding period*) debe ser de, al menos, cinco años.
Es importante mencionar que algún inversor relevante en el mercado español, por ejemplo Norges, solicita que la duración de este período sea incluso de diez años, independientemente de la renuncia o la jubilación del consejero. Desde el punto de vista del importe, debe existir un límite con respecto a la retribución fija.
 - Las métricas de desempeño para la determinación de la retribución variable en los planes de incentivos deben incluir criterios no financieros (por ejemplo, métricas relativas a *Environmental, Social and Governance* – “ESG”).
 - El ratio entre la remuneración del consejero delegado y la media del resto de trabajadores no debe ser excesivo si se compara con el de entidades similares (*peers*).
 - La indemnización por cese debe limitarse a dos años de salario fijo.
- Las compañías emisoras deben facilitar información detallada de los aspectos contemplados en el plan de remuneración de sus ejecutivos, que hemos explicado en los párrafos anteriores.

2. Diversidad, en su sentido más amplio, dentro del consejo de administración

Este segundo eje es cada vez más relevante en el mundo del gobierno corporativo. Un número cada vez mayor de fondos internacionales están interesados en esta cuestión y dispuestos a penalizar a los responsables de proponer nuevos consejeros a través del voto en contra al presidente de la comisión de nombramientos o, en su caso, de la comisión de gobierno corporativo. Entre estos fondos internacionales figuran Legal & General Investment Management, State Street Global Advisors, California State Teachers Retirement System (CalSTRS) y Standard Life Investments.

Las principales recomendaciones en este campo son las siguientes:

- Entender la diversidad en el consejo de administración como un concepto amplio, que abarca tanto la combinación de habilidades, conocimientos y experiencia sectorial adaptadas a las características de la empresa, como el tema de género, que se vuelve crucial. Las compañías deben tomar medidas concretas para incrementar la presencia de mujeres en sus consejos.
- Poner especial atención en las nuevas habilidades que se requieren a los consejeros, como consecuencia de los nuevos riesgos derivados del uso de las nuevas tecnologías y del *big data*. En este sentido, empiezan a cobrar mayor relevancia los perfiles tecnológicos, así como aquellos con conocimientos en el ámbito del ESG (*Environmental, Social and Governance*) y política fiscal, entre otros.
- Contar con un tercero independiente para profesionalizar y dar una visión independiente en el proceso de identificación y selección de potenciales candidatos a consejeros. Esta práctica ya está siendo implementada por algunas empresas.
- Involucrar a un externo independiente en la evaluación del consejo de administración y sus órganos dependientes y en la evaluación del desempeño de los consejeros. Esta es una práctica que añade objetividad y rigurosidad al proceso que deben realizar las sociedades cotizadas y, por tanto, es valorada de manera muy positiva por la comunidad inversora.
- Disponer de un plan de sucesión claro y definido, al menos, para el presidente y consejero delegado, que permita limitar y prevenir riesgos derivados de su salida (sea o no planificada) y, en consecuencia, permita asegurar la sostenibilidad de la empresa a largo plazo.
- Difundir la información sobre la asistencia individualizada de los consejeros a las reuniones del consejo y las comisiones. Este sigue siendo un tema pendiente por parte de la mayoría de sociedades cotizadas españolas.

3. Plan Estratégico de Empresa con impacto en la creación de valor para los accionistas

Como tercer eje, el gran reto de los emisores españoles en materia de gobierno corporativo es el desarrollo y comunicación eficaz de un plan estratégico de empresa, que tenga un impacto relevante en la creación de valor para los accionistas. En este ámbito, inversores como Robeco, BNP Paribas, APG y BlackRock, han mostrado un creciente interés en que las empresas demuestren un mayor compromiso y responsabilidad corporativa en las comunidades en las que operan.

Las principales recomendaciones en este campo son las siguientes:

- Elaboración de informes sobre de temas no financieros: la tendencia global es que el interés por la información no financiera por parte de los inversores es cada vez mayor y se da más importancia a los factores ESG (*Environmental, Social and Governance*) en los que la empresa debe poner especial empeño.
- Inversión en investigación y desarrollo en temas que ayuden a disminuir los riesgos emergentes de las empresas en los sectores en los que operan. Los emisores españoles deben destinar esfuerzos en ámbitos como las nuevas tecnologías y la ciberseguridad.
- Difusión de las actividades de *engagement* realizadas por las compañías con sus principales *stakeholders*, entre ellos inversores institucionales y *proxy advisors*.
- Implicación, en las actividades de *engagement*, de algún miembro del consejo de administración, que reúna las cualidades necesarias para hacerlo (por ejemplo, el consejero independiente coordinador, presidente de la comisión de nombramientos, de la comisión de gobierno corporativo, de la comisión de remuneraciones, dependiendo de los temas a tratar).

Aunque las empresas de mayor capitalización han tomado ya medidas similares a las que se observan en mercados más maduros para alinearse con las mejores prácticas de gobierno corporativo, la gran mayoría de los emisores españoles tienen todavía un largo camino por delante. Si tenemos en cuenta el progresivo aumento de la inversión extranjera en nuestro mercado, los emisores españoles tienen hoy el reto de lograr generar un cambio en sus estructuras de gobierno para responder a las crecientes exigencias del mercado.

RADIOGRAFÍA DE LOS CONSEJOS DE ADMINISTRACIÓN DE LAS EMPRESAS DEL IBEX-35.

Por segundo año consecutivo, hemos analizado la situación de los consejos de administración de las sociedades cotizadas españolas pertenecientes al Ibex-35, con excepción de Arcelor Mittal. La radiografía se ha realizado, teniendo en consideración los ámbitos de mayor preocupación en materia de gobierno corporativo para los inversores institucionales y *proxy advisors*. El estudio está basado en la información publicada, a junio de 2017, en las páginas web de las compañías y, en algún caso, en la información facilitada por la CNMV.

Tras el análisis realizado se puede concluir que, en este último año, las compañías han continuado realizando esfuerzos por renovar sus consejos. En este sentido, 2017 se ha caracterizado por un ligero incremento en la proporción de consejeros independientes en los consejos (alcanzando un 49,8%), así como en una reducción de la antigüedad media de los consejeros, situándose en 4,3 años.

Si bien los consejos continúan presididos, en su mayoría, por consejeros ejecutivos (55,9%), la proporción de estos se ha reducido ligeramente, incrementándose, en su lugar, la de los consejeros dominicales. En esta misma línea, y siguiendo las tendencias internacionales, se observa un aumento en el número de compañías que han separado los cargos de presidente y consejero delegado. Solo seis compañías del Ibex-35 mantienen, en 2017, una unificación de cargos. En todas ellas, por imperativo de la Ley de Sociedades de Capital, existe un consejero independiente coordinador (*Lead Independent Director*), como medida de contrapeso al poder del presidente.

Cabe destacar que la diversidad de género sigue calando en las sociedades cotizadas españolas. Se incrementa la presencia de mujeres en 2017, situándose en 21,8%. No obstante, aún nos encontramos lejos del objetivo del 30%, recomendado por el Código de Buen Gobierno para 2020.

Por último, cabe destacar que las compañías del Ibex-35 continúan reduciendo el tamaño de sus consejos (12,9 consejeros de media por compañía), aunque el número total de consejeros pertenecientes al Ibex-35 se ha incrementado ligeramente respecto a 2016. Se han nombrado tres consejeros más y el número total de consejeros del Ibex-35 es de 440.

A continuación se detallan cada uno de los ámbitos a los que nos hemos referido de manera resumida en esta introducción.

Tamaño del consejo

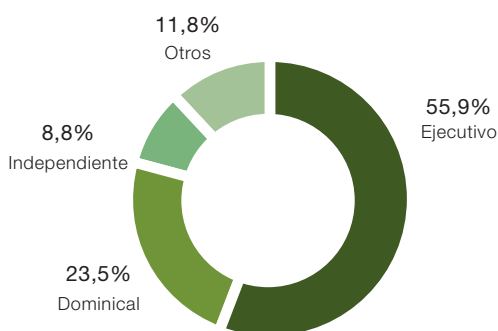
En 2017, los consejos de administración de las compañías pertenecientes al Ibex-35 tenían un tamaño medio de 12,9 consejeros, en línea con la tendencia a la baja registrada en los últimos cinco años, donde el tamaño medio del consejo se situaba en 14,1 consejeros. Cabe resaltar que, si bien la normativa española no hace referencia a este tema, el Código de Buen Gobierno, en su Recomendación 13, aconseja que el consejo de administración tenga entre cinco y 15 miembros. A pesar de esta recomendación, en 2017, seis compañías del Ibex-35 cuentan con un tamaño de consejo superior a 15 miembros, siendo la máxima de 18 (una compañía), mientras que la mínima se sitúa en nueve.

Es importante señalar que una de las compañías analizadas ha incrementado en cuatro el tamaño de su consejo durante el último año.

Presidente del consejo

Las 34 compañías del Ibex-35 siguen estando, en su gran mayoría, presididas por consejeros ejecutivos, aunque el porcentaje ha disminuido ligeramente; de 22 presidentes ejecutivos (64,7%) en 2016 a 19 (55,9%) en 2017. Los presidentes con carácter dominical se han incrementado en este último año, pasando de cuatro (11,8%) a ocho (23,5%), mientras que los presidentes catalogados como “otros externos” representan el 11,8%. Sólo tres compañías (8,8%) cuentan con un presidente independiente; las mismas del año pasado.

Ibex-35: Presidentes según su tipología

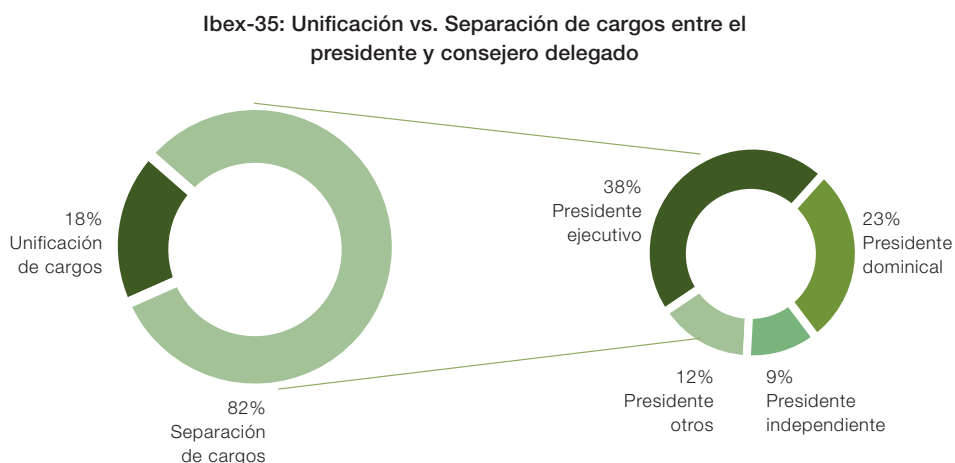


Separación de los cargos de presidente y consejero delegado

La separación de cargos entre el presidente y consejero delegado es una tendencia que sigue en aumento entre las compañías del Ibex-35. Así, 28 compañías (82,4%) cuentan con dichos cargos separados en 2017, frente a las 22 compañías (64,7%) que lo tenían el año pasado.

Sin embargo, a pesar de la separación formal de los cargos, 13 de las 28 compañías tienen un presidente que es, a su vez, el primer ejecutivo de la compañía.

De acuerdo con lo previsto en la Ley de Sociedades de Capital⁷, las seis compañías que mantienen los cargos de presidente y consejero delegado unidos cuentan con un consejero independiente coordinador (*Lead Independent Director*) como mecanismo de contrapeso de poder. Dos de estas compañías cuentan con un nivel de independencia en el consejo por debajo del 50% demandado por el mercado, cuando se trata de una compañía no controlada.



Independencia del consejo

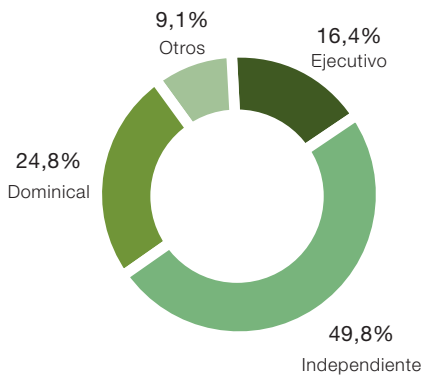
Tal como se ha señalado en el apartado sobre “La Temporada de Juntas Generales de Accionistas 2017”, este año, los temas relativos al consejo de administración han sido de los que más preocupación han generado en los inversores y *proxy advisors* en materia de gobierno corporativo y, en consecuencia, unos de los que

7 El artículo 529 septies de la LSC establece que, en el caso de que el presidente tenga la condición de consejero ejecutivo, el Consejo de Administración deberá nombrar a un consejero coordinador de entre los consejeros independientes. Este consejero independiente coordinador asumirá, entre otras, las siguientes funciones: solicitar la convocatoria del consejo, la inclusión de nuevos puntos en el orden del día de un consejo ya convocado, coordinar y reunir a los consejeros no ejecutivos y dirigir, en su caso, la evaluación periódica del presidente del consejo de administración.

más votos en contra obtuvieron. Entre los temas del consejo, el vinculado al nivel de independencia de este órgano, es analizado con gran detenimiento por estos *stakeholders*. Cabe recordar que la mayoría de los *proxy advisors* e inversores institucionales establecen como umbral mínimo de independencia en el consejo de administración el 50%, salvo que se trate de una compañía controlada⁸ o que la capitalización bursátil de la compañía sea muy pequeña, en cuyo caso, dicho umbral se reduce a un tercio (33%). En esta misma línea se manifiesta el Código de Buen Gobierno en su Recomendación 17⁹.

Las compañías pertenecientes al Ibex-35 han continuado aumentando ligeramente el número de consejeros independientes en sus consejos, pasando de 215 en 2016, a 219 en 2017 (49,2% del total de consejeros en 2016 vs. 49,8% en 2017). Le siguen los consejeros dominicales (109), ejecutivos (72) y los denominados “otros externos” (40), que representan el 24,8%, 16,4%, y 9,1% respectivamente.

Ibex-35: Consejeros según su tipología



Estos datos difieren de los extraídos de las páginas web de las compañías analizadas, donde se observa que tres compañías han categorizado a seis de sus consejeros como independientes, a pesar de que estos cuentan con una antigüedad superior a los 12 años en el consejo. El art. 529 duodécimo de la LSC, establece que “no

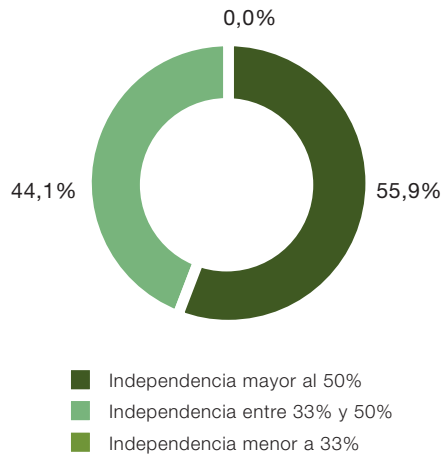
8 ISS considera “compañía controlada” a aquella que cuente con cualquier accionista o grupo de accionistas que actúen colectivamente controlando al menos el 50 % más una acción del capital social de la compañía. Por su parte Glass Lewis lo define como aquél accionista o grupo de accionistas que controlen colectivamente más del 30% del capital social de la compañía.

9 La Recomendación 17 del Código de Buen Gobierno aconseja que el número de consejeros independientes represente, al menos, la mitad del total de consejeros. Cuando la sociedad no sea de elevada capitalización o cuando, aun siéndolo, cuente con un accionista o varios actuando concertadamente, que controlen más del 30% del capital social, se aconseja que el número de consejeros independientes represente, al menos un tercio del total de consejeros.

podrán ser considerados en ningún caso como consejeros independientes quienes se encuentren en cualquiera de las siguientes situaciones: i) Quienes hayan sido consejeros durante un período continuado superior a 12 años.” Sin embargo, como medida transitoria, se permite que aquellos consejeros que eran considerados independientes antes de que se impusiera este requisito de antigüedad, mantengan su calificación hasta el final de su mandato.

Al igual que el año pasado, 19 de las 34 compañías que componen el Ibex-35 (55,9%) cuentan con un nivel de independencia superior a 50%. Dos de ellas han alcanzado un umbral del 72,7%, que es el máximo porcentaje. Las restantes 15 compañías (44,1% de las Ibex-35) cuentan con un nivel de independencia de entre el 33% y 50%. Esta situación ha mejorado respecto al ejercicio anterior, en el que dos compañías no alcanzaban el umbral mínimo del 33% exigido por los *proxy advisors* e inversores institucionales.

Ibex-35: Porcentaje de compañías según el grado de independencia en el Consejo



Dentro de las compañías del Ibex-35 con un porcentaje de consejeros independientes inferior al 50% (15 compañías), se ha incrementado el número de aquellas que cuentan con la figura de un consejero independiente coordinador como medida de contrapeso, de un 60% (nueve compañías) en 2016 a un 73,3% (11 compañías) en 2017. Todavía hay cuatro compañías (26,7%) que no cuentan con esta medida de contrapeso.

Antigüedad de los consejeros independientes

La media de antigüedad de los consejeros independientes continúa reduciéndose (de 4,9 años en 2015, 4,6 años en 2016 y 4,3 años en 2017), como consecuencia del proceso de renovación del consejo que ha sido abordado por muchas compañías durante los últimos años. En la Temporada de Juntas 2017, se han producido 36 nuevos nombramientos de esta tipología de consejeros, que representan el 16,4% del total de consejeros independientes analizados.

Diversidad de género

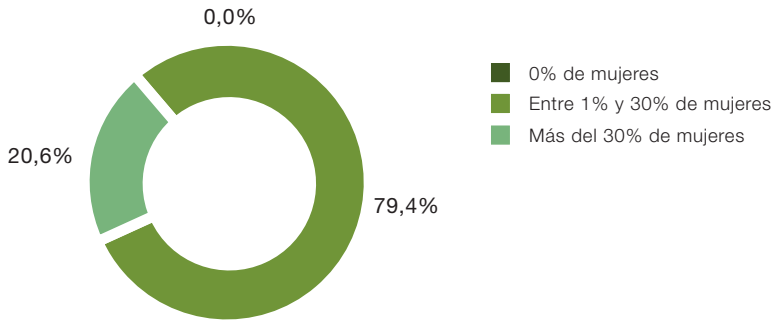
La presencia de mujeres en los consejos de administración de las sociedades del Ibex-35 ha seguido una tendencia creciente en los últimos años. Las mujeres han pasado de representar un 13% en los consejos en 2011 a un 21,8% en 2017. Ello equivale a una media de incremento de 1,5 puntos en términos anuales. Esta situación se debe, en gran medida, a que las compañías están atendiendo a los requerimientos existentes no solo a nivel nacional sino también internacional.

A nivel nacional, cabe resaltar que el Código de Buen Gobierno (Recomendación 14), aconsejó que las mujeres representasen un 30% de los miembros del consejo en el año 2020.

En esta misma línea, varios inversores se han manifestado sobre la diversidad de género. State Street Global Advisors, inversor institucional extranjero con gran presencia en el mercado español, manifestó este año que la diversidad de género constituye una de las muchas maneras en las que un consejo puede mejorar las habilidades y conocimientos de sus miembros. Por ello, manifestó que, en el caso de que las empresas no tomaran medidas para aumentar el número de mujeres en sus consejos, votarían en contra del presidente de la comisión de nombramientos, e incluso del presidente del comité de gobierno corporativo, si fuera necesario.

En las empresas del Ibex-35, el porcentaje medio de consejeras por compañía asciende a 26,5%, aún por debajo del umbral del 30% establecido como objetivo para el año 2020. Como aspecto positivo se puede resaltar que, a junio de 2017, todas las compañías cuentan con, al menos, una consejera. Solo en 7 de las 34 compañías del Ibex-35 (20,6%), las consejeras representan más del 30% de los miembros del consejo. Las 27 compañías restantes (79,4%), se encuentran aún por debajo de dicho umbral.

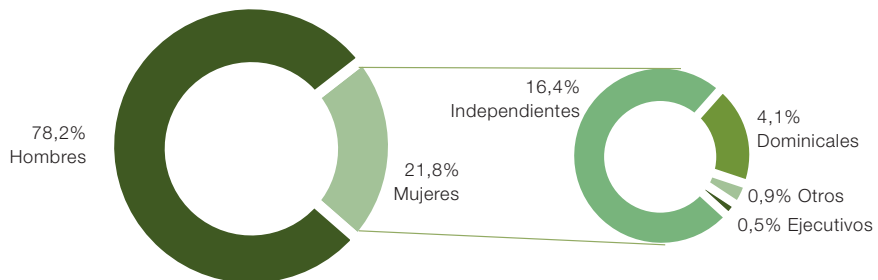
Ibex-35: Grado de participación femenina en las compañías



La compañía con el porcentaje máximo de consejeras se encuentra en un 40,0%, mientras que, la compañía con el mínimo porcentaje de consejeras, se sitúa en 7,7%.

Con respecto a las categorías de las consejeras, es importante señalar que, del 21,8% que representan las mujeres (96) en los consejos de las Ibex-35 a junio de 2017, un 16,4% (72 consejeras) eran independientes, un 4,1% (18 consejeras) dominicales, un 0,9% (cuatro consejeras) “otros externos” y solo un 0,5% ejecutivas (equivalente a dos consejeras).

Ibex-35: Porcentaje de mujeres en los Consejos y su clasificación



LAS AMPLIACIONES DE CAPITAL: ANÁLISIS Y PROBLEMÁTICA EN EL MERCADO DE CAPITALES

La ampliación de capital es el acuerdo societario por el que se incrementa la cifra del capital social. Se puede ejecutar emitiendo nuevas acciones o aumentando el valor nominal de las acciones existentes. El contravalor del aumento puede consistir en aportaciones dinerarias o no dinerarias, incluida la compensación de créditos contra la sociedad. Únicamente existe derecho de preferencia en las ampliaciones de capital dinerarias. Es decir, cuando el contravalor del aumento consista en una aportación dineraria, los accionistas tendrán derecho a suscribir nuevas acciones en proporción al valor nominal de las acciones que ya poseen. Cuando el aumento de capital se lleve a cabo mediante aportaciones no dinerarias o mediante compensación de créditos, los accionistas existentes tendrán este derecho.

Cuando una empresa realiza una ampliación de capital existe el riesgo de que el beneficio por acción se diluya. Es decir, de que, a partir del momento en que se realice dicha ampliación, el beneficio por acción sea inferior de lo que hubiera sido si no se hubiese realizado la ampliación de capital.

Existen tres tipos de ampliación de capital:

- La ampliación de capital a la par, que es cuando se emiten acciones al mismo importe que el valor nominal (sin prima de emisión).
- La ampliación de capital liberada, que es cuando se emiten acciones con cargo a reservas. Esta es la modalidad que utilizan las empresas para abonar el dividendo a sus accionistas por medio de la entrega de acciones en lugar de efectivo.
- La ampliación de capital con prima de emisión, en la que se emiten las acciones por su valor nominal más un valor que puede reflejar o no la diferencia con su valor efectivo, que se denomina prima de emisión.

En la mayoría de las ampliaciones con prima de emisión, las empresas otorgan a sus accionistas el derecho de suscripción preferente. El objetivo es que aquellos accionistas presentes en el capital antes de la ampliación tengan la opción de mantener su participación en el capital y evitar el efecto dilución provocado por la admisión a negociación de los nuevos títulos.

Este tipo de propuestas ha presentado una problemática en particular cuando se faculta al consejo para poder acordar un aumento de capital dinerario y, en su caso, decidir si se excluyen los derechos de suscripción preferente. El estándar adoptado por los *proxy advisors* indica que se puede delegar en el consejo la facultad de realizar una ampliación de capital dineraria, con exclusión del derecho de preferencia, cuando el importe de la emisión no sea superior al 20% del capital en el momento de la delegación.

A continuación se presenta un resumen de las políticas de los principales *proxy advisors* y los umbrales aceptados por cada uno de ellos en las ampliaciones de capital.

ISS	GLASS LEWIS	ECGS
<p>Con carácter general, recomendará votar a favor de la autorización de emisiones con derechos de suscripción preferente hasta un 100% del capital actual, siempre que los periodos de emisión de acciones estén claramente indicados (o exista una duración máxima legal) y esté en línea con las prácticas del mercado.</p> <p>Recomendará votar a favor de la autorización de emisiones con exclusión del derecho de suscripción preferente hasta un máximo de un 20% del capital (este límite podría ser inferior si así lo indican las buenas prácticas del mercado) siempre que los periodos de emisión de acciones estén claramente indicados (o exista una duración máxima legal) y esté en línea con las prácticas del mercado.</p>	<p>Las empresas españolas pueden emitir acciones y/o valores convertibles, con o sin derechos de suscripción preferente.</p> <p>Glass Lewis considera que, en el caso de que se desee excluir los derechos de suscripción preferente, el consejo de administración debe solicitar la aprobación de los accionistas porque la emisión de acciones adicionales puede diluir la participación de los accionistas existentes en el capital de las compañías.</p> <p>El Código de Buen Gobierno aconseja que se haga un uso limitado de la facultad delegada en el consejo para emitir acciones y valores convertibles con la posibilidad de exclusión de los derechos de suscripción preferente y que no se utilice esta facultad cuando el importe de la emisión sea superior al 20% del capital, aunque el límite previsto en la Ley de Sociedades de Capital sea del 50%. En consecuencia, Glass Lewis podrá recomendar votar en contra en los siguientes casos: (i) al otorgarse al consejo la facultad de excluir los derechos de suscripción preferente y el importe de la emisión supera el umbral del 20% o si (ii) no limitan claramente las emisiones de acciones o valores convertibles, en las que se excluya el derecho de suscripción preferente, al umbral del 20%.</p> <p>Sin embargo, Glass Lewis analizará cada autorización, caso por caso, teniendo en cuenta el fundamento de la empresa para superar el límite mencionado anteriormente.</p> <p>Este límite será de aplicación cuando exista una única propuesta para aumentar el capital social o, en conjunto, cuando existan propuestas separadas o múltiples para la emisión de acciones e instrumentos convertibles.</p>	<p>Autorizaciones de capital en las que se excluya el derecho de suscripción preferente: Las autorizaciones de aumento de capital que excluyen los derechos de suscripción preferente para beneficiarios no especificados y/o para proyectos no especificados deben limitarse hasta el 10% del capital social (incluidas todas las autorizaciones vigentes pendientes); sin incluir los planes de acciones para empleados (+ 10% durante diez años para los planes de empleados).</p> <p>De acuerdo con las mejores prácticas del Reino Unido, las autorizaciones de capital en las que se excluyen los derechos de suscripción preferente estarán limitadas hasta un 5% en un año o un 7,5% durante tres años en el Reino Unido.</p> <p>En Suiza, ECGS apoyará el 20% como límite máximo para una autorización determinada y el 33% como máximo para las autoridades agregadas en las que se excluyan los derechos de suscripción preferente.</p> <p>En Francia, se respaldarán autorizaciones de hasta el 33% del capital social emitido sin derechos de suscripción preferente negociables pero con un período de suscripción prioritaria para los accionistas. ECGS se opondrá a cualquier aumento de capital en especie en los que se excluyan los derechos preferentes que excedan el 5% del capital.</p>

Algunos inversores americanos, como Vanguard y Capital, y algunos franceses, como Amundi, son más inflexibles al respecto. En el caso particular de Francia, está relacionado con la entrada en vigor del Florange Act (donde, entre otros, se toman medidas para reforzar los mecanismos anti-OPA (Art L225-147)) y, con la publicación, en enero de 2013, por parte de AFG (*Association Francaise de Gestion financière*) de su nuevo Código de Gobierno Corporativo, (que aconseja limitar el importe de las emisiones de capital en las que se excluyan los derechos de suscripción preferente hasta un 10% del capital social). El límite recomendado anteriormente era del 15%. Los principales asesores de voto, ISS y Glass Lewis, han acogido el nuevo límite del 10% para el mercado francés pero, en el caso de ECGS, lo ha extrapolado a otras jurisdicciones y limita dichas autorizaciones al 10% del capital social en otros países, como España.

En España, los accionistas de las sociedades cotizadas tienen derecho a suscribir nuevas acciones, en proporción al valor nominal de las acciones que ya poseen, cuando se realiza un aumento de capital con cargo a aportaciones dinerarias. En los aumentos de capital mediante aportación no dineraria o compensación de créditos, los accionistas no tienen derecho de preferencia y, por tanto, quedarán diluidos tras la ampliación.

Cuando el interés de la sociedad así lo exija, la junta general podrá excluir el derecho de suscripción preferente en las ampliaciones dinerarias. Las nuevas acciones podrán emitirse a cualquier precio, siempre que sea superior al valor neto patrimonial de las acciones que resulte del informe del auditor. Cuando la junta delegue en el consejo la facultad de ampliar capital, podrá autorizarle a excluir el derecho de preferencia. En este caso, la Ley de Sociedades de Capital establece que el valor nominal de las acciones más, en su caso, el importe de la prima de emisión deberá corresponder al valor razonable que resulte del informe del auditor. El valor razonable se entiende como el valor de mercado y, salvo que se justifique lo contrario, se presume que es el valor de cotización bursátil.

El Código de Buen Gobierno, en su Recomendación 5, aconseja a las sociedades cotizadas que: (i) realicen un uso limitado de esta facultad delegada del consejo para emitir acciones o valores convertibles con exclusión del derecho de preferencia durante un plazo máximo de cinco años a contar desde el acuerdo de la junta, y (ii) que no se utilice cuando el importe de la emisión sea superior al 20% del capital en el momento de la delegación, aunque el límite previsto en la Ley de Sociedades de Capital sea del 50%.

“Código de Buen Gobierno: Recomendación 5

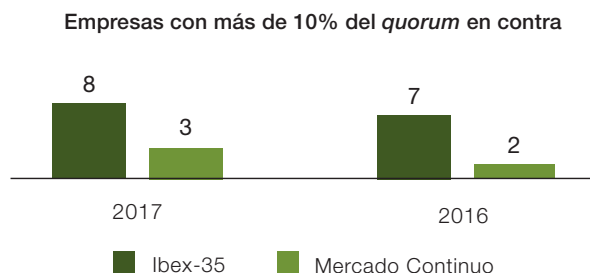
Que el consejo de administración no eleve a la junta general una propuesta de delegación de facultades, para emitir acciones o valores convertibles con exclusión del derecho de suscripción preferente, por un importe superior al 20% del capital en el momento de la delegación.

Y que cuando el consejo de administración apruebe cualquier emisión de acciones o de valores convertibles con exclusión del derecho de suscripción preferente, la sociedad publique inmediatamente en su página web los informes sobre dicha exclusión a los que hace referencia la legislación mercantil”.

Las ampliaciones de capital en el Ibex-35 y en el Mercado Continuo en la Temporada de Juntas 2017

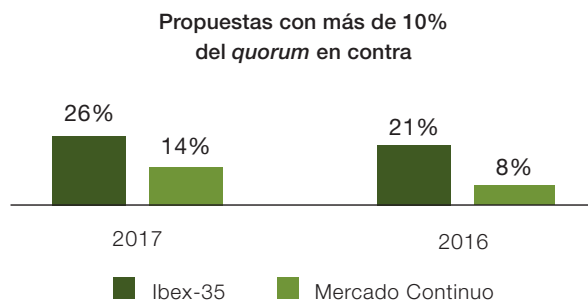
Tras analizar los resultados obtenidos durante la Temporada de Juntas 2017 por el grupo de empresas del Ibex-35 y del Top 40 del Mercado Continuo que han incluido en el orden del día propuestas relativas a ampliaciones de capital y emisión de instrumentos convertibles, se observa que ocho compañías del Ibex-35 y tres compañías del Mercado Continuo obtuvieron la oposición de más del 10%, al menos, respecto de una de las propuestas sometidas a la aprobación de la junta.

En comparación con la Temporada de Juntas 2016, tanto en el Ibex-35 como en el Top 40 del Mercado Continuo, el número de empresas que se enfrentaron a este tipo de oposición se ha incrementado: en 2016 las compañías con más de 10% de oposición en el Ibex-35 eran siete, mientras que en el Top 40 del Mercado Continuo eran dos.



En la Temporada de Juntas 2017 el mercado ha penalizado este tipo de propuestas con mayor intensidad que en la Temporada de Juntas 2016:

- **Ibex-35**
 - En 2017, 11 de las 43 propuestas han recibido fuerte oposición por parte de los inversores (26% del total).
 - En 2016, 11 de las 52 propuestas han recibido fuerte oposición por parte de los inversores (21% del total).
- **Top 40 del Mercado Continuo**
 - En 2017, cinco de las 35 propuestas han recibido fuerte oposición por parte de los inversores (14% del total).
 - En 2016, tres de las 38 propuestas han recibido fuerte oposición por parte de los inversores (8% del total).

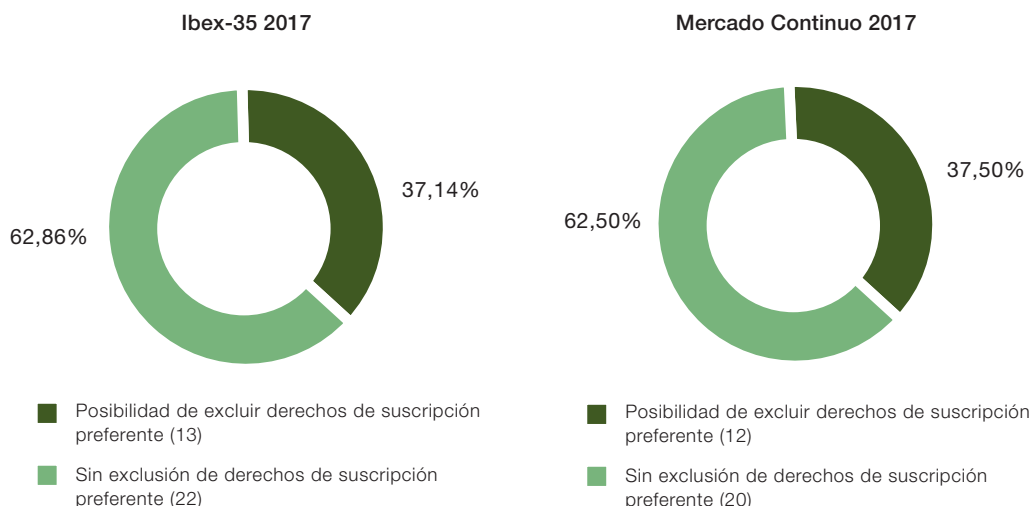


En términos generales, tras realizar el análisis de las sociedades del Ibex-35 y del Top 40 del Mercado Continuo que sometieron a la aprobación de la junta general de accionistas de 2017 aspectos relativos a variaciones en la estructura de su capital social y, por ende, a la participación de los inversores en el capital de la empresa, se pueden extraer las siguientes conclusiones:

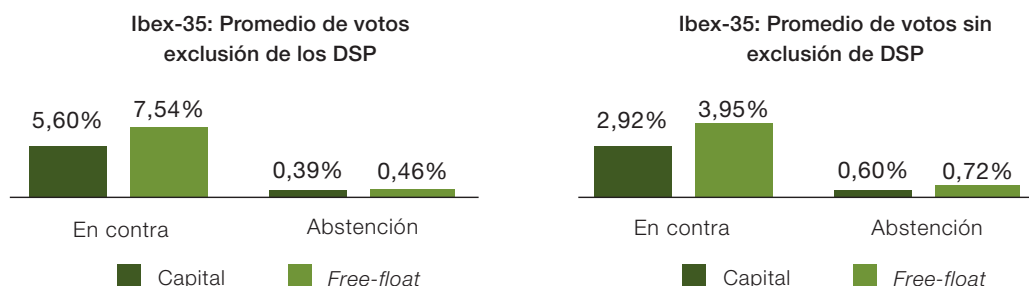
- Tanto para las empresas de alta capitalización como para las empresas de capitalización media-baja, el mercado ha respondido en modo menos favorable que en el año 2016 a los temas relativos al capital ya que, en términos generales, la media de los votos no favorables ha aumentado.
- Si consideramos el porcentaje de voto en contra se observa que el tema relativo al capital ha sido rechazado con mayor intensidad por parte de los inversores de las empresas de alta capitalización. De la totalidad de propuestas relativas al capital, el 26% de ellas ha recibido más del 10% de voto en contra durante esta Temporada de Juntas (5 puntos porcentuales superior con respecto al año 2016).
- En las empresas de menor tamaño, la intensidad de participación es menor pero presenta igualmente un aumento con respecto a la Temporada de Juntas 2016: de la totalidad de propuestas relativas al capital, el 14% ha recibido más del 10% de voto en contra durante esta Temporada de Juntas (6 puntos porcentuales superior con respecto al año 2016).

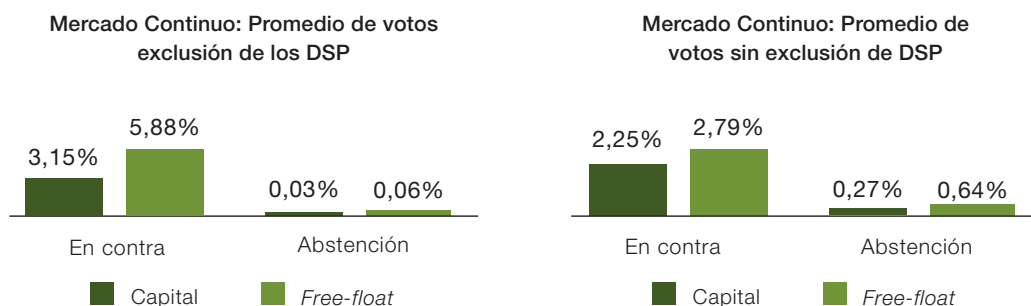
Exclusión de los derechos de suscripción preferente

Si se hace un análisis de las propuestas relativas a aumentos de capital y emisión de instrumentos convertibles en la Temporada de Juntas 2017, se observa que, tanto en las empresas del Ibex-35 analizadas como en las del Top 40 del Mercado Continuo, las propuestas que permitían la exclusión del derecho de suscripción preferente representaban un 37% del total.



A continuación se presenta gráficamente la media de votos en contra y abstenciones, tanto de la participación total como de la participación del *free-float*, en todas aquellas sociedades del Ibex-35 y del Top 40 del Mercado Continuo que incluyeron en el orden del día propuestas de aumentos de capital y emisión de instrumentos convertibles (con y sin posibilidad de exclusión de los derechos de suscripción preferente) en su junta ordinaria de accionistas de 2017.





Tanto en las empresas del Ibex-35 analizadas como en las empresas del Top 40 del Mercado Continuo se observa que el promedio de votos no favorables recibido es mayor en la participación del *free-float*, ya que se asume que el núcleo duro ha apoyado las propuestas. De igual modo, en ambos grupos de empresas, el voto no favorable es notablemente superior en las propuestas en las que se da la posibilidad al consejo de administración de excluir de los derechos de suscripción preferente. En ambos casos, el voto no favorable resulta casi el doble que en las propuestas en las que no se excluye este derecho del accionista.

LA DIRECTIVA (UE) 2017/828: ¿UN IMPULSO AL “SHAREHOLDERS ENGAGEMENT”?

INTRODUCCIÓN

El 20 de mayo se publicó la [Directiva \(UE\) 2017/828](#) (la “Directiva”) que modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas y cuya fecha de incorporación finaliza, con carácter general, el 10 de junio de 2019.

La Directiva pretende reforzar la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas europeas y aumentar la transparencia entre las compañías y sus inversores. Para ello, regula cinco materias en las que, con carácter general, no se introducen grandes novedades para las sociedades cotizadas españolas sin perjuicio de que, en el momento de incorporación de la Directiva a nuestro ordenamiento, el legislador nacional pueda introducir novedades de interés. Estas cinco materias son: (i) la remuneración de los administradores, (ii) la operativa de los *proxy advisors*, (iii) la transparencia de los inversores institucionales y los gestores de activos, (iv) el impulso al ejercicio transfronterizo de los derechos de voto e información de los accionistas y (v) las operaciones con partes vinculadas.

En este documento nos detendremos en el análisis de la regulación que afecta a la mejora de la transparencia en la operativa de los inversores institucionales, gestores de activos y *proxy advisors*. En materia de **retribución de administradores**, las modificaciones a la normativa nacional serán, en su caso, menores, puesto que la Ley de Sociedades de Capital (“LSC”) ya contiene las principales disposiciones de la Directiva tras la reforma operada por la Ley 31/2014. En el ámbito de las **operaciones vinculadas** y del **impulso al ejercicio transfronterizo de los derechos de accionistas**, la Directiva brinda al legislador español la posibilidad de realizar una revisión y, en su caso, actualización de la actual normativa con ocasión de su trasposición. En el caso de las operaciones vinculadas, la Directiva se limita a establecer unos principios generales y otorga una gran autonomía a los Estados miembros para regular esta materia. En lo que respecta al fomento del ejercicio transfronterizo de los derechos de accionistas la cuestión resulta más compleja. Con el fin de facilitar su entendimiento, expondremos la actual problemática entorno a la identificación de accionistas y la regulación de la Directiva, para concluir que esta no ha introducido novedades relevantes para las sociedades cotizadas españolas.

Las sociedades cotizadas tienen derecho a conocer, en cualquier momento, la identidad de sus accionistas (art. 497 LSC). Sin embargo, existe un número importante de inversores, especialmente extranjeros, que canalizan su inversión en las compañías a través intermediarios financieros y que no figuran en los registros contables como accionistas, a efectos de la Ley de Sociedades de Capital, pese

a soportar el riesgo de la inversión. En estos registros contables quienes figuran como accionistas son los intermediarios financieros, “titulares fiduciarios” de las acciones, que actúan en nombre propio, pero por cuenta de esos inversores, que son sus clientes. Si bien esta realidad es reconocida por nuestro legislador en el art. 524 LSC al permitir que, en estos casos, el intermediario financiero pueda ejercer su derecho de voto de manera fraccionada o divergente y otorgar una representación parcial, las sociedades no tienen un derecho a conocer la identidad de los inversores finales. Conforme a lo previsto en el art. 497 LSC, las sociedades pueden identificar a los intermediarios financieros, que actúan como fiduciarios, pero no a sus clientes-inversores; que son los verdaderos “titulares materiales” de las acciones, aunque no figuren formalmente como accionistas. Como excepción, la sociedad podrá conocer la identidad de estos inversores si se alcanzan los umbrales de comunicación de participaciones significativas (“CPS”) en tanto que el intermediario financiero tendría la consideración de “persona interpuesta”.

La Directiva tampoco reconoce el derecho a identificar a estos inversores. Parte de la idea de que la identificación de los accionistas es fundamental para facilitar la implicación de estos en la compañía y, por ello, establece que los Estados miembros tendrán que obligar a los intermediarios financieros a (i) comunicar a la sociedad la identidad de los accionistas y (ii) facilitar a estos el ejercicio de su derecho de información y voto. Sin embargo, remite al concepto de accionista que se fije en cada una de las legislaciones nacionales y aclara que lo dispuesto en ella “*no afecta a los beneficiarios finales ni a otras personas que no sean accionistas en virtud del Derecho nacional aplicable*” (Considerando 13). En el caso de España, se presume que es accionista quien figura en los asientos del registro contable (art. 13 LMV y art. 16 RD 878/2015); en este caso, el intermediario financiero. Por ello, debemos concluir que la Directiva no introduce novedades en el ámbito de la identificación de los inversores que canalizan su inversión a través de un intermediario financiero más allá de ofrecer la oportunidad al legislador español de poder reconsiderar esta cuestión con ocasión de su trasposición.

Por los motivos expuestos, consideramos que el aspecto más interesante de la Directiva es el reconocimiento de que la implicación (*engagement*) de los inversores institucionales y los gestores de activos es una de las “*pedras angulares del modelo de gobierno corporativo de las sociedades cotizadas*” y de la importancia de impulsar la transparencia en su operativa y en la de sus asesores de voto. Esta Directiva debe encuadrarse dentro de las iniciativas legislativas destinadas a impulsar el activismo de estos inversores y su implicación, a largo plazo, en las sociedades cotizadas europeas.

ÁMBITO SUBJETIVO DE LA REFORMA

La Directiva impulsa una mayor transparencia en la operativa de los que respectivamente denomina:

- **Inversores institucionales**, que son (i) las empresas que llevan a cabo actividades de seguros de vida y de reaseguro y (ii) los fondos de pensiones de empleo.
- **Gestores de activos**, que son (i) las empresas de servicios de inversión (ESIs) que proporcionan servicios de gestión de carteras, (ii) los gestores de fondos de inversión alternativos (GFIA), (iii) las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectivas armonizadas (UCITS) y (iv) las sociedades de inversión (SICAVs) autogestionadas que sean consideradas UCITS.
- **Proxy advisors**, que son las personas jurídicas que analizan, con carácter profesional y comercial, la información facilitada por las empresas y, cuando sea pertinente, otra información de las empresas cotizadas, con el fin de que los inversores cuenten con información para adoptar decisiones de voto facilitándoles estudios, asesoramiento o recomendaciones de voto.

El concepto de inversor institucional y a efectos de esta Directiva es más limitado que el que encontramos en otra normativa del Derecho de Mercado de Valores (excluyéndose, por ejemplo, a las entidades de crédito, entidades aseguradoras dedicadas a seguros de no vida, u otros inversores institucionales que tengan como actividad habitual invertir en instrumentos financieros).

EL PAPEL DE LOS INVERSORES INSTITUCIONALES Y LOS GESTORES DE ACTIVOS EN LA MEJORA DEL GOBIERNO CORPORATIVO

Los inversores institucionales y los gestores de activos tienen participaciones importantes en el capital de las sociedades cotizadas europeas pero, tradicionalmente, se ha constatado que su implicación en la gestión de estas compañías ha sido limitada y han centrado sus esfuerzos en obtener el mayor rendimiento económico de su inversión. Como señala la propia Directiva, en ocasiones, las sociedades se han visto presionadas para obtener resultados a corto plazo en lugar de seguir estrategias a medio o largo plazo.

Esta actitud pasiva de los inversores institucionales y los gestores de activos se debe, entre otros, a las características de su cartera de inversión. Se trata de inversores que participan en una pluralidad de compañías, pertenecientes a sectores y ámbitos geográficos distintos, que tienen que decidir durante una época muy concreta del año el sentido del voto en las juntas de accionistas de todas

ellas. Además, como hemos explicado anteriormente, es habitual que canalicen su inversión a través de complejas cadenas de intermediarios, lo que dificulta el ejercicio de sus derechos y su implicación (*engagement*) con las compañías. El [Informe de 16 de abril de 2012](#), elaborado por el Grupo de Expertos designado por la CNMV para evaluar la actividad de los *proxy advisors*, señala como el ejercicio de los derechos de voto que sus participaciones les conferían era entendido por los inversores institucionales como “una actividad compleja y poco provechosa, que conducía la mayoría de las veces simplemente a no votar, votar sistemáticamente a favor de las propuestas de acuerdo del consejo de administración o, a lo sumo, vender sus acciones y abandonar el accionariado (lo que la doctrina anglosajona denomina, gráficamente, la práctica de <<votar con los pies>> (*vote with their feet*)”. En definitiva, cuando una de sus participadas no se comportaba conforme a lo esperado, en lugar de involucrarse en la gestión y proponer cambios en la estrategia de la compañía, los inversores institucionales tendían a vender su participación e intentar compensar las posibles pérdidas con las ganancias generadas por otras de sus inversiones.

Los legisladores han reaccionado ante esta situación y han establecido normas para impulsar el voto responsable de los inversores institucionales. El primer presupuesto es que exista una estructura de gobierno corporativo que facilite al accionista el ejercicio de sus derechos y la toma de decisiones. Luego, en la respuesta de los legisladores, podemos distinguir dos enfoques; por un lado, el de la normativa que obliga al inversor institucional a ejercer su derecho de voto al entender que se trata de un auténtico deber fiduciario frente a sus partícipes y, por otro lado, el de la normativa que no obliga al inversor institucional a ejercer su derecho de voto, pero sí a dar transparencia a sus políticas de voto y a ejercer el voto en interés exclusivo de sus partícipes. Esta segunda opción ha sido la que ha imperado en la UE. En España, la normativa sobre Instituciones de Inversión Colectiva y sobre Planes y Fondos de Pensiones contempla el deber de votar o de justificar la pasividad en materia de ejercicio de voto, aunque solo en casos muy concretos.

Además de esta falta de implicación, se ha criticado que este tipo de accionistas no informen sobre sus estrategias de inversión y políticas de implicación. Desde la perspectiva de las sociedades cotizadas, cuyas obligaciones de transparencia cada vez son mayores, resulta paradójico que no se exija a estos inversores una mayor transparencia, cuando el propio legislador comunitario considera que el conocimiento por el mercado de sus estrategias de inversión y políticas de implicación podría tener un efecto positivo. Entre otros, considera que permitiría a los beneficiarios finales (p.ej., futuros pensionistas) optimizar sus decisiones de inversión, facilitaría el diálogo entre las sociedades y sus accionistas, fomentaría la implicación de los accionistas en la vida de las compañías y mejoraría la rendición de cuentas de estos inversores.

RECOMENDACIONES SUJETAS AL PRINCIPIO DE “COMPLY OR EXPLAIN” PARA FOMENTAR UNA MAYOR TRANSPARENCIA E IMPLICACIÓN DE ESTOS ACCIONISTAS

Para impulsar una mayor transparencia en la operativa de los inversores institucionales y gestores de activos, la Directiva establece una serie de obligaciones y recomendaciones sometidas al principio de “cumplir o explicar”. En el caso de estas últimas, los inversores institucionales y gestores de activos podrán optar por seguir o no la recomendación, pero tendrán que explicar en su página web los motivos que justifican su actuación. El acceso a estos contenidos deberá ser gratuito.

Política de implicación

La Directiva recomienda a los inversores institucionales y a los gestores de activos que desarrollen una política de implicación y la pongan en conocimiento del público. Esta política tendrá que describir cómo:

- i) Hacen el seguimiento de las cuestiones relevantes en las compañías en las que invierten (p.ej., el seguimiento de la estrategia, el rendimiento financiero y no financiero, los riesgos, la estructura de capital, el impacto social y medioambiental y el gobierno corporativo).
- ii) Desarrollan diálogos con las compañías en las que participan.
- iii) Ejercen el derecho de voto y otros derechos asociados a las acciones.
- iv) Cooperan con otros accionistas y se comunican con los accionistas relevantes de las sociedades en la que invierten.
- v) Gestionan los conflictos de intereses, reales y potenciales.

Con carácter anual, se aconseja que estos inversores informen de cómo se ha aplicado esta política. En concreto, se recomienda facilitar la siguiente información: una descripción general del comportamiento de voto, una explicación de las votaciones más importantes, el recurso a los servicios de *proxy advisor* y el sentido del voto en las juntas, salvo que resulte irrelevante por el objeto de la votación o por el porcentaje de participación en la compañía.

Cuando un gestor de activos vote en nombre de un inversor institucional, este último deberá indicar el lugar en el que el gestor publica la información sobre las votaciones.

Estrategia de inversión

La Directiva aconseja a los inversores institucionales que informen sobre la manera en que los elementos principales de su estrategia de inversión en valores resultan

coherentes con el perfil y duración de sus pasivos (en particular, sus pasivos a largo plazo), y la manera en que contribuyen al rendimiento a medio y largo plazo de sus activos.

Cuando un inversor institucional haya alcanzado un acuerdo con un gestor de activos para que invierta en su nombre, se recomienda que el inversor informe al público de:

- i) La manera en que el acuerdo incentiva al gestor de activos para: (a) adaptar su estrategia y decisiones de inversión al perfil y duración de los pasivos del inversor institucional (en particular, de los pasivos a largo plazo), (b) basar sus decisiones en evaluaciones del rendimiento financiero y no financiero a medio y largo plazo de la sociedad en la que se invierte, y a (c) implicarse en las sociedades en las que se invierte con objeto de mejorar su rendimiento a medio y largo plazo.
- ii) Cómo el método y plazo de evaluación del rendimiento del gestor y su remuneración son conformes con el perfil y la duración de los pasivos del inversor institucional, en particular los pasivos a largo plazo, y tienen en cuenta el rendimiento absoluto a largo plazo.
- iii) La forma en que controla los costes de rotación de la cartera en que ha incurrido el gestor de activos y cómo se define y controla la rotación o el intervalo de rotación de una cartera específica.
- iv) La duración del acuerdo con el gestor.

Cuando el acuerdo con el gestor no contenga uno o varios de estos elementos, el inversor institucional deberá justificarlo mediante una explicación clara y razonada.

La información sobre la estrategia de inversión y, en su caso, sobre el acuerdo con el gestor de activos deberá estar accesible, de manera gratuita, en la página web del inversor institucional. Esta información se tendrá que actualizar anualmente, excepto si no se produce ningún cambio significativo. Los Estados miembros deberán autorizar a los inversores institucionales a incluir esta información en su informe de situación financiera y solvencia.

Transparencia de los gestores de activos

Los Estados miembros garantizarán que los gestores de activos informen anualmente al inversor institucional en cuyo nombre invierten sobre la forma en que su estrategia de inversión y su implementación se ajustan a lo acordado entre ellos y contribuyen al rendimiento de los activos del inversor. La información deberá contener, al menos, los siguientes aspectos: (i) principales riesgos a medio y largo plazo asociados a las inversiones; (ii) composición de la cartera; (iii) rotación y costes de rotación; (iv) uso de *proxy advisors* para fines de actividades de implicación; (v) política de préstamo de valores y, en su caso, el modo en que se utiliza para cumplir sus actividades de implicación (en particular, en las juntas de las sociedades participadas). Además,

si se hubieran adoptado decisiones de inversión basadas en la evaluación del rendimiento a medio y largo plazo de las sociedades o se hubiera producido algún conflicto de intereses en relación con las actividades de implicación se deberá informar sobre esas decisiones o circunstancias y de cómo se han gestionado. Los Estados miembros podrán establecer que la información que se haya facilitado al inversor institucional sea publicada junto con su informe anual.

Cuando la información mencionada en el párrafo anterior esté a disposición del público, no se exigirá al gestor de activos que facilite la información directamente al inversor institucional. Cuando el gestor no gestione los activos de manera discrecional cliente por cliente, los Estados podrán exigir que la información que se haya facilitado a uno de los inversores institucionales también se facilite a otros inversores del mismo fondo, por lo menos cuando lo soliciten.

FOMENTO DE LA TRANSPARENCIA EN LA OPERATIVA Y RECOMENDACIONES DE VOTO DE LOS *PROXY ADVISORS*

La función de los *proxy advisors*

Los *proxy advisors* prestan sus servicios de asesoramiento de voto, principalmente, a inversores institucionales. Ello se debe fundamentalmente a dos razones. En primer lugar, a que, como hemos detallado anteriormente, estos inversores tienen mayores dificultades para ejercer su derecho de voto debido a las características de su cartera de inversión y al hecho de que articulan su inversión a través de complejas cadenas de intermediarios. En segundo lugar, por el esfuerzo que han hecho los legisladores para luchar contra la abstención de voto de estos accionistas y fomentar su voto informado en las juntas generales de las sociedades cotizadas. El recurso al asesoramiento prestado por los *proxy advisors* facilita el ejercicio del voto y permite a estos accionistas defender frente a sus clientes que se ha votado de manera informada y diligente.

Problemas ligados a la actividad de los *proxy advisors*

El mercado de los *proxy advisors*, cuya actividad cada vez es mayor, está altamente concentrado. El número de empresas que prestan servicios vinculados al ejercicio del derecho de voto es muy reducido y, de ellas, las más importantes están integradas en grupos empresariales que operan en el ámbito de las inversiones o prestan otro tipo de servicios. Esta situación es proclive a generar conflictos de intereses, por ejemplo, en situaciones donde el *proxy advisor* emite recomendaciones de voto respecto de una compañía a la que a su vez presta servicios de asesoramiento en el ámbito del gobierno corporativo. En un escenario de este tipo existe el riesgo de que el *proxy advisor* acabe emitiendo una recomendación al inversor favorable

a la aprobación de la propuesta de acuerdo elaborada por la compañía con su asesoramiento.

Además de los potenciales conflictos de intereses, en ocasiones, desde algunas sociedades cotizadas se ha criticado la ausencia de transparencia sobre la metodología utilizada por los *proxy advisors* para emitir sus recomendaciones y el hecho de que formulen recomendaciones en muchos casos estandarizadas, sin atender a las particularidades de la compañía y el sector y mercado en el que opera. El Grupo de Expertos designado por la CNMV, en su [Informe de 16 de abril de 2012](#), explicó cómo estos asesores al emitir sus recomendaciones “*aplican principios propios del denominado modelo de gobierno corporativo angloamericano, que responde a la problemática y a las necesidades de un mercado societario menos concentrado que el español*”. En mercados como el estadounidense o el británico, donde operan compañías con un accionariado disperso, el conflicto más relevante para el gobierno corporativo es el problema de agencia. Es decir, el de controlar y vigilar a los administradores para garantizar que persiguen el interés de los accionistas y no su interés personal. Sin embargo, en mercados con un accionariado más concentrado, como el español, el mayor problema para el gobierno corporativo es el del posible abuso de mayoría. Cuando en una compañía existen uno o varios accionistas de control, el poder de los administradores queda limitado y los conflictos pueden surgir entre los accionistas de control y el resto de accionistas minoritarios. Por este motivo, una recomendación de voto que puede ser válida para una sociedad de capital disperso puede ser distinta para una sociedad con un capital concentrado.

Un buen ejemplo para tratar de explicar esta idea es el de los consejeros dominicales. Esta tipología de consejeros, que es ajena a otros sistemas de gobierno corporativo, ha sido tradicionalmente contemplada con recelo por los *proxy advisors* a pesar de que, en función de la estructura de capital de la compañía y del porcentaje de participación del accionista al que esté vinculado el consejero dominical, este tipo de consejero puede llegar a desarrollar un papel importante. Por una parte, desempeñan una labor de coordinación de las decisiones de gestión con los intereses de los accionistas que, en todo caso, deberá quedar sometida a las normas de conflicto de intereses para la prevención de posibles situaciones de abuso. Por otra parte, en sociedades enfrentadas a un potencial problema de abuso de mayoría, los consejeros dominicales vinculados a accionistas relevantes distintos del accionista de control (aquellos que han sido denominados como “mini-dominicales”) estarán probablemente en una situación tan buena como la de los consejeros independientes para ejercer una supervisión efectiva de la actuación del accionista o accionistas mayoritarios.

La regulación de los *proxy advisors* en la UE antes de la Directiva

A nivel de la UE no existía una regulación de estos asesores de voto, aunque en algunos Estados miembros tenían códigos de conducta no vinculantes. La Autoridad Europea de Valores y Mercados (“ESMA”) comenzó a analizar la situación de los *proxy advisors* en 2011 y en 2013 publicó un informe ([ESMA/2013/84](#)) en el que recomendó que fuese la propia industria quien se autorregulase a través de la elaboración de un código de conducta, que ESMA se comprometió a revisar en un plazo de dos años. En España, la fórmula de la autorregulación del sector había sido también la recomendada en el año 2012 en el informe elaborado por el Grupo de Expertos designado por la CNMV.

En febrero 2013 se constituyó el *Best Practice Principles Group* (“BPPG”) con el fin de fomentar un mayor entendimiento de los servicios que se prestan en materia de gobierno corporativo y que incluyen, entre otros, el servicio de asesoramiento de voto prestado por los *proxy advisors*. Los miembros fundadores de este grupo fueron Glass Lewis, ISS, Manifest, PIRC, Proxinvest e IVOX (este último fue adquirido por Glass Lewis en junio 2015). En marzo 2014, BPPG publicó el “[Best practice principles for providers of shareholder voting research & analysis](#)”, que fue evaluado por ESMA en diciembre 2015 ([ESMA/2015/1887](#)). En este informe, tras realizar una extensa consulta pública, ESMA señaló que los operadores del mercado que participaron en la consulta apreciaban una mejora en el ámbito de transparencia, pero consideraban que existía posibilidad de mejora tanto en la gestión de los potenciales conflictos de intereses como en la adaptación de las recomendaciones de voto a las particularidades de cada mercado.

La regulación de los *proxy advisors* en la Directiva

Mantenimiento de la autorregulación y nuevas medidas para impulsar la transparencia

La Directiva mantiene la fórmula de la autorregulación de la actividad por parte de la industria pero obliga a los Estados miembros a adoptar una serie de medidas, antes del 10 de junio de 2019, para mejorar la transparencia de la operativa de los *proxy advisors*. La Comisión presentará un informe al Parlamento, antes del 10 de junio de 2023, para evaluar la aplicación de estas medidas y, en su caso, determinar si es necesario establecer requisitos reglamentarios para los asesores de voto.

Tras la aprobación de la Directiva, BPPG ha abierto un periodo de consultas, que finaliza el 15 de diciembre de 2017, para revisar el código aprobado por la industria en 2014 a la luz de las nuevas medidas introducidas por el legislador comunitario.

Ámbito subjetivo

Las disposiciones de la Directiva afectarán a los *proxy advisors* que presten servicios en relación con sociedades domiciliadas en un Estado miembro, cuyas acciones

estén admitidas a negociación en un mercado regulado que esté situado u opere en la UE. La Directiva aclara que estas obligaciones afectarán también a aquellos asesores que no tienen su domicilio social ni su establecimiento principal en la UE y que realizan sus actividades a través de un establecimiento situado en la UE.

Medidas para impulsar la transparencia

Los Estados miembros deberán garantizar que, antes del 10 de junio de 2019, los proxy advisors estén obligados a:

- i) Informar gratuitamente en su página web sobre el seguimiento, en su caso, de un **código de conducta**. Cuando no sigan ningún código tendrán que explicar el motivo de manera clara y razonada. Cuando sigan un código, pero se aparten de alguna de sus recomendaciones, tendrán que informar de esta circunstancia, justificar su actuación e indicar, en su caso, las medidas alternativas adoptadas. Esta información deberá actualizarse con carácter anual.
- ii) Facilitar la siguiente información sobre su **metodología de trabajo**, de manera gratuita, durante un periodo mínimo de tres años: (a) características esenciales de los métodos y modelos que emplean, (b) principales fuentes de información, (c) procedimientos utilizados y cualificación de su personal, (d) consideración, en su caso, de las circunstancias concretas de las sociedades; (e) existencia de contactos con la sociedad y los interesados y, en su caso, detalle sobre ellos; y (f) política y medidas de prevención y gestión de los conflictos de intereses.
- iii) Determinar y comunicar sin demora a sus clientes cualquier **conflicto de intereses** (real o potencial) o cualquier relación empresarial que pueda influir en sus recomendaciones y las medidas adoptadas para eliminar, reducir o gestionar dichos conflictos.

CONCLUSIONES

La Directiva no ha introducido grandes novedades para las sociedades cotizadas españolas en materia de retribución de administradores, operaciones vinculadas e impulso al ejercicio transfronterizo de los derechos de accionistas, sin perjuicio de que el legislador español pueda introducir cuestiones de interés con ocasión de su trasposición. El aspecto más interesante de la Directiva es el del fomento de la transparencia en la operativa de los inversores institucionales y gestores de activos y sus *proxy advisors*, como medida para impulsar el activismo de estos accionistas en las juntas y su implicación, a largo plazo, en las sociedades cotizadas europeas.

Para fomentar el *engagement* de los inversores institucionales y los gestores de activos, la Directiva establece una serie de obligaciones y recomendaciones, sometidas al principio de “cumplir o explicar”, que pretenden facilitar el conocimiento por parte del mercado de sus estrategias de inversión y sus políticas de implicación

con las compañías. A su vez, impulsa la transparencia en la operativa de aquellos que asesoran a estos inversores a la hora de ejercer su voto en las juntas generales obligando a los *proxy advisors* a informar al mercado, entre otros, de los mecanismos establecidos para evitar potenciales conflictos de intereses y de la metodología que utilizan para emitir sus recomendaciones.

Tendrá que transcurrir el tiempo necesario para poder valorar si la mera adopción de medidas de transparencia es suficiente para impulsar el *engagement* de los inversores institucionales y gestores de activos. Tal y como reconoce la Directiva, el activismo de estos accionistas puede contribuir a una mejora del gobierno corporativo de las sociedades cotizadas europeas.

ANEXO I

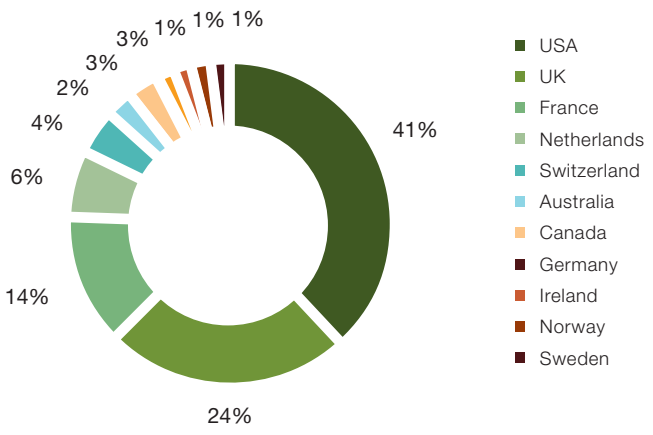
ANÁLISIS DE LAS POLÍTICAS DE VOTO DE LOS PRINCIPALES INVERSORES INSTITUCIONALES

A continuación incluimos un análisis sobre las políticas de voto de los mayores 80 inversores institucionales extranjeros, activos en materia de gobierno corporativo, que están presentes en las empresas del Ibex-35. Los inversores que han sido incluidos en este análisis son:

- ABERDEEN ASSET MANAGEMENT
- ABN A. INVESTMENT
- ACADIAN ASSET MANAGEMENT
- ACTIAM
- AEGON INVESTMENT MANAGEMENT
- AG2R LA MONDIALE GESTION D'ACTIFS.
- ALLIANCEBERSTEIN
- ALLIANZ GLOBAL INVESTORS
- AMUNDI ASSET MANAGEMENT S.A.
- ANDRA AP FONDEN
- APG
- AVIVA INVESTORS
- AXA ROSENBERG INVESTMENT MANAGEMENT
- BAILLIE GIFFORD
- BANK OF NEW YORK MELLON CORPORATION
- BLACKROCK GROUP
- BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT
- BRITISH COLUMBIA INVESTMENT MANAGEMENT
- CAISSE DE DEPOT ET PLACEMENT DU QUEBEC
- CALIFORNIA PUBLIC EMPLOYEES' RETIREMENT SYSTEM
- CALIFORNIA STATE TEACHERS RETIREMENT SYSTEM
- CAPITAL RESEARCH GLOBAL INVESTORS
- COLUMBIA MANAGEMENT
- DIMENSIONAL FUND ADVISORS
- DWS INVESTMENT
- EDINBURGH PARTNERS
- ETHOS
- F&C MANAGEMENT
- FEDERIS GESTION
- FIDELITY MANAGEMENT & RESEARCH
- FIDELITY WORLDWIDE
- FIRST TRUST ADVISORS
- FRANKLIN TEMPLETON
- GMO
- GOLDMAN SACHS ASSET MANAGEMENT

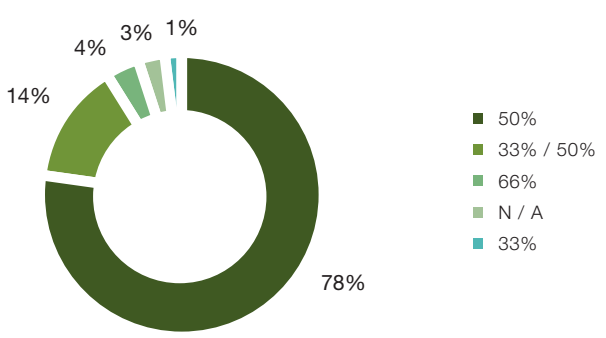
- HEALTHCARE OF ONTARIO PENSION PLAN
- HENDERSON GROUP
- HERMES
- HSBC
- INVESCO ASSET MANAGEMENT LIMITED
- INVESTEC ASSET MANAGEMENT
- IRISH LIFE INVESTMENT MANAGERS
- J.P. MORGAN ASSET MANAGEMENT UK
- JANUS HENDERSON
- LA BANQUE POSTALE ASSET MANAGEMENT
- LAZARD
- LEGAL & GENERAL INVESTMENT MGMT
- M&G INVESTMENTS
- MACQUARIE INVESTMENT MANAGEMENT
- MANULIFE FINANCIAL CORPORATION
- MFS INVESTMENT MANAGEMENT
- MIROVA
- MONDRIAN INVESTMENT PARTNERS
- MORGAN STANLEY INVESTMENT MANAGEMENT
- NATIXIS ASSET MANAGEMENT
- NNIP INVESTMENT PARTNERS B.V.
- NORGES BANK INVESTMENT MANAGEMENT
- NORTHERN TRUST GLOBAL INVESTMENTS
- NUMERIC INVESTORS
- OLD MUTUAL GLOBAL INVESTORS
- PGGM VERMOGENSBEHEER
- PICTET GROUP
- PIONEER INVESTMENT MANAGEMENT
- PRINCIPAL GLOBAL INVESTORS
- PZENA INVESTMENT MANAGEMENT
- RARE INFRASTRUCTURE LIMITED
- ROBECO
- SBA FLORIDA
- STANDARD LIFE
- STATE STREET GLOBAL ADVISORS
- STATE TEACHERS RETIREMENT SYSTEM OHIO
- T. ROWE PRICE INTERNATIONAL
- TEACHER RETIREMENT SYSTEM
- THEAM
- THORNBURG INVESTMENT
- THREADNEEDLE
- UBS GLOBAL ASSET MANAGEMENT
- USS
- VANGUARD GROUP
- WILLIAM BLAIR & COMPANY

Origen geográfico de los inversores analizados



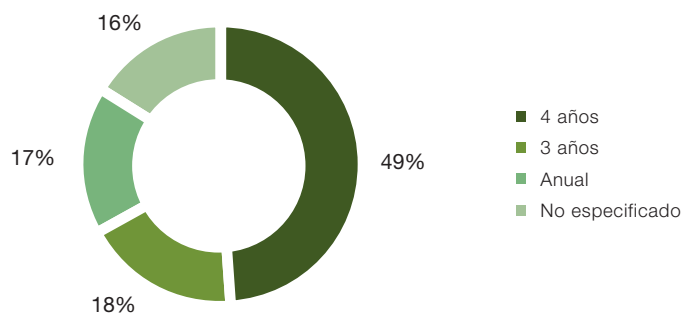
CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN

Proporción mínima de consejeros independientes¹⁰

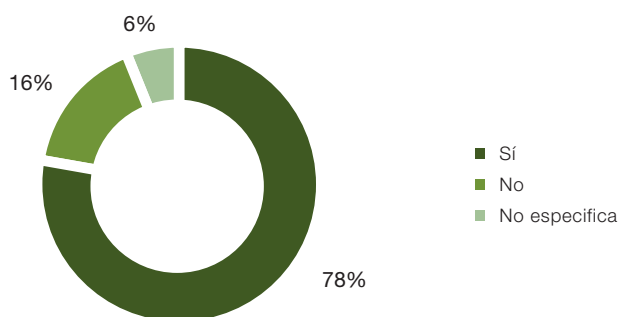


¹⁰ Los inversores institucionales clasificados con el porcentaje de independencia en el consejo de "33%/50%" comprenden a aquellos que aplican un 33% de independencia para empresas controladas y un 50% de independencia para el resto.

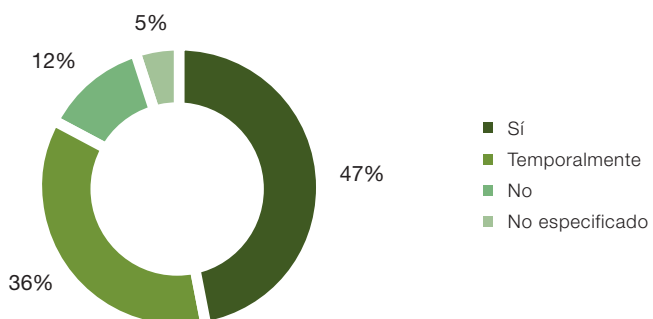
Intervalo máximo de reelección de consejeros



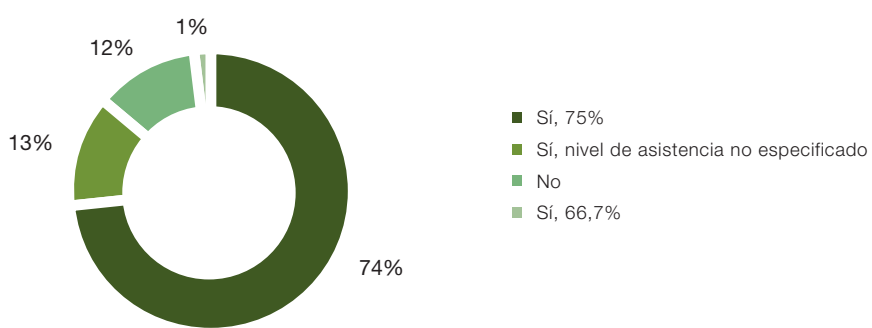
Exigen *chairman* externo



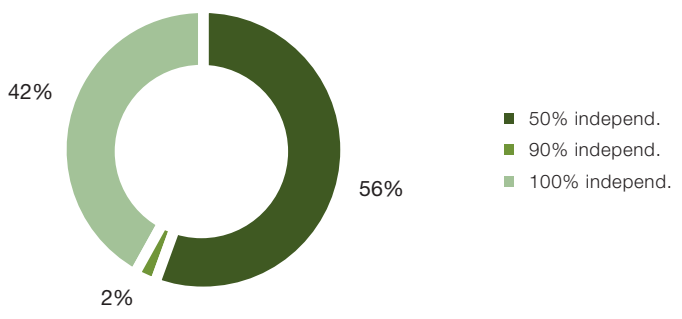
Aceptan medidas de contrapeso CEO/*chairman*



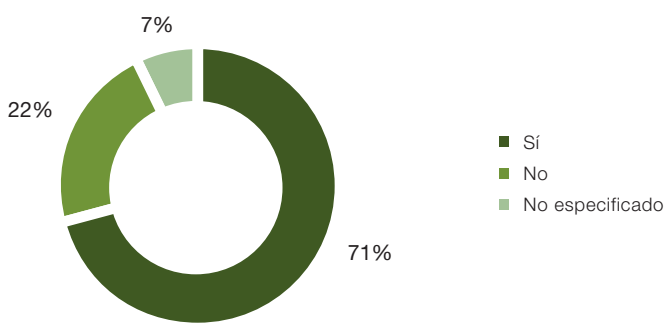
Nivel mínimo de asistencia al consejo y publicación de datos individuales



Nivel de independencia en las comisiones



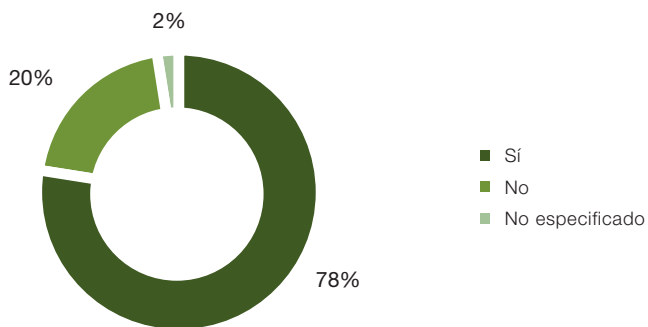
Exigen comisiones de nombramientos y retribuciones separadas



REMUNERACIÓN DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN

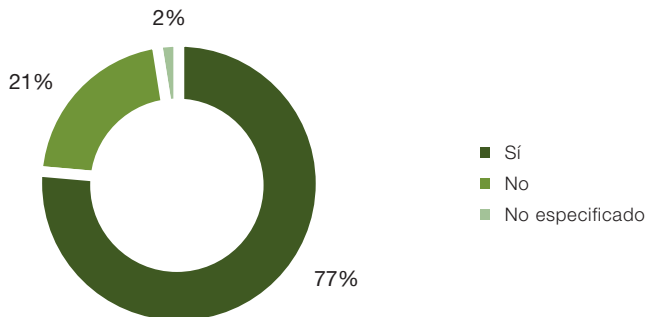
Remuneración consejeros externos

Remuneración exclusivamente fija

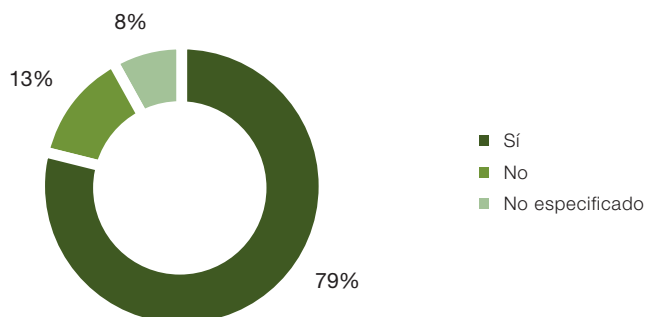


Remuneración consejeros ejecutivos

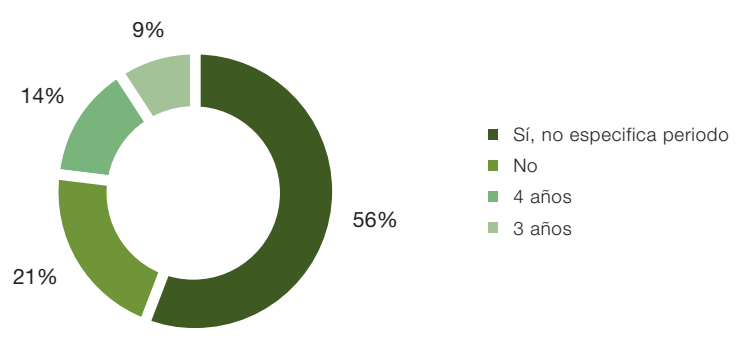
Valoran la inclusión de objetivos no financieros



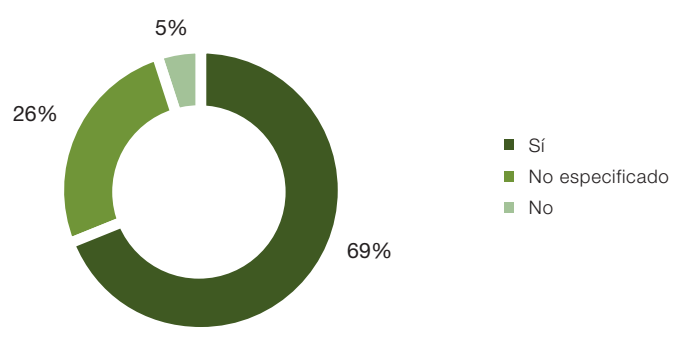
Periodo de retención (*holding period*) mínimo de las acciones



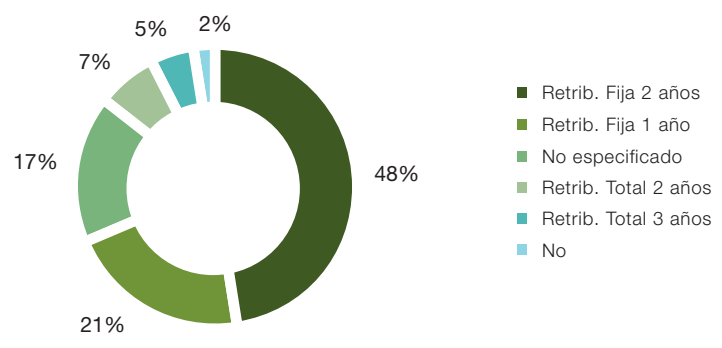
Variable a largo plazo: periodo de devengo (*vesting*) mínimo



Exigen inclusión de cláusulas de recobro

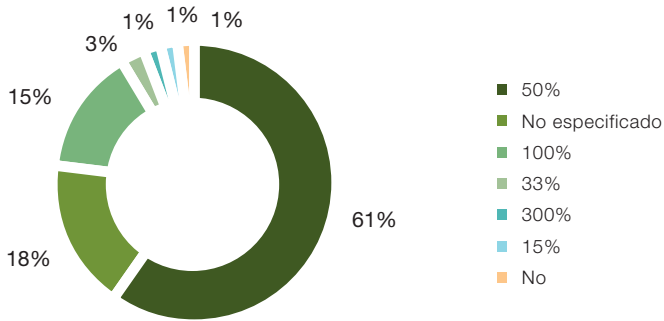


Cuantía máxima de indemnizaciones

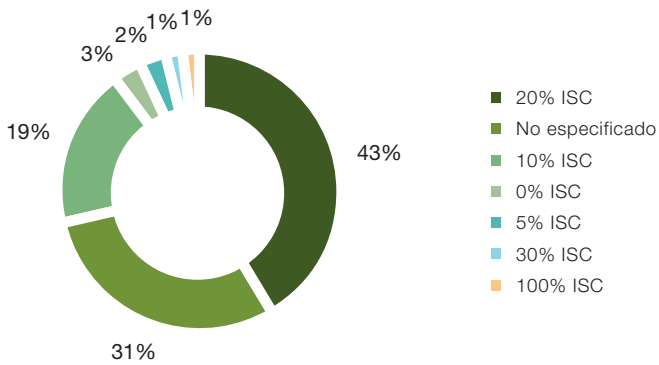


OPERACIONES DE CAPITAL

Autorizaciones para ampliaciones de capital: % capital máximo



Límite máximo del importe de una emisión con exclusión de derechos de suscripción preferente



Georgeson



CUATRECASAS