

10



Diez años analizando la Temporada de Juntas en España

EL GOBIERNO CORPORATIVO
Y LOS INVERSORES INSTITUCIONALES

Preparando la Temporada de Juntas 2021

Georgeson


CUATRECASAS

[10ª EDICIÓN]

Diez años analizando la temporada de juntas en España

Preparando la Temporada de Juntas 2021

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 25 de enero de 2021 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.

Las compañías confían a Georgeson, y a sus más de 85 años de experiencia, la organización de sus juntas de accionistas, la consultoría en materia de gobierno corporativo y el asesoramiento en fusiones y adquisiciones, lo que le ha permitido posicionarse como líder indiscutible en los mercados en los que opera. En 2020 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) y análisis; consultoría en gobierno corporativo e inversión socialmente responsable; campañas para inversores minoritarios y reestructuración de deuda, entre otros.

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

Stefano Marini
Senior Advisor
s.marini@georgeson.com

Francesca Livoti
Account Manager
f.livoti@georgeson.com

Carlos Sáez Gallego
Country Head Spain
c.saez@georgeson.com

Giulia A. Matteo Sézille
Head of Execution
g.sezille@georgeson.com

Claudia Morante Belgrano
Head of Corporate Governance
c.morante@georgeson.com

Araceli López Iglesias
Corporate Governance Analyst
a.lopez@georgeson.com

Eva Martí Serra
Corporate Governance Manager
e.marti@georgeson.com

Claudia Monteagudo Dosil
Operations Analyst
Claudia.Dosil@georgeson.com

MADRID

Edificio Iberia Mart I.
Pedro Teixeira 8, 8ª Planta.
Madrid (28020)
T +34 917 012 170 / F +34 917 012 171

CUATRECASAS

Cuatrecasas es una firma de abogados con presencia en 13 países, con marcada implantación en España, Portugal y América Latina. Con un equipo multidisciplinar y diverso de más de 1.000 abogados y 25 nacionalidades, cubrimos todas las disciplinas del derecho de empresa desde una visión sectorial y enfocada hacia cada tipo de negocio.

Tenemos un largo bagaje acompañando a empresas líderes en su día a día y en sus operaciones más destacadas. Acumulamos un profundo conocimiento de diversos sectores y regiones, y experiencia en el asesoramiento más sofisticado de cada especialidad.

Contamos con máxima presencia en la Península Ibérica y una red de 28 oficinas en 13 países. Nuestra estrecha colaboración con firmas líderes de otros países nos permite ofrecer un equipo adaptado a las necesidades de cada cliente y situación.

Trabajamos con un nuevo enfoque de servicio al cliente, integrando el conocimiento colectivo con la innovación y las últimas tecnologías para ofrecer un asesoramiento moderno y eficiente que dé soluciones a las situaciones más complejas, aportando valor al cliente, al equipo y al entorno.

Hemos sido reconocidos como Firma ibérica del año en los premios The Lawyer European Awards 2020; y obtenido el premio al mejor asesor jurídico del año de M&A en España concedido por Mergermarket (2020).

Asimismo, hemos sido reconocidos como la “Firma más innovadora de Europa continental” en los premios FT Innovative Lawyers (2018 y 2019).

Cada año, el despacho es recomendado por publicaciones internacionales como Chambers o Legal 500 como nº1 en las principales áreas del derecho

Ana Mª Gamazo
Socia
anamaria.gamazo@cuatrecasas.com

Javier Martí-Fluxá
Socio
javier.marti-fluxa@cuatrecasas.com

Antonio Baena
Socio
antonio.baena@cuatrecasas.com

José Luis Rodríguez
Socio
joseluis.rodriguez@cuatrecasas.com

Coro Fernández-Rañada
Consejera
coro.ranada@cuatrecasas.com

Jose Ramón Berecibar
Socio
joseramon.berecibar@cuatrecasas.com

Francisco Pérez-Crespo
Socio
francisco.perezcrespo@cuatrecasas.com

Juan Aguayo
Socio
juan.aguayo@cuatrecasas.com

Gerard Correig
Socio
gerard.correig@cuatrecasas.com

Pere Kirchner
Socio
p.kirchner@cuatrecasas.com

Ignacio Escrivá de Romani
Socio
ignacio.escrivaderomani@cuatrecasas.com

Soraya Sáenz de Santamaría
Socia
soraya.saenzdesantamaria@cuatrecasas.com

Javier Juste
Consejero
javier.juste@cuatrecasas.com

ESPAÑA Y PORTUGAL

Alicante · Barcelona · Bilbao · Girona · Lisboa · Lleida · Madrid · Málaga · Palma de Mallorca · Oporto · San Sebastián · Sevilla · Valencia · Vigo · Vitoria-Gasteiz · Zaragoza

INTERNACIONAL

Bogotá · Bruselas · Casablanca* · Ciudad de México · Lima · Londres · Luanda* · Maputo* · Nueva York · Pekín · Santiago de Chile · Shanghai

* En asociación con la correspondiente firma local

PRESENTACIÓN

Se cumple una década desde que Georgeson y Cuatrecasas publicaron el primer informe “El Gobierno Corporativo y los Inversores Institucionales” con el fin de ayudar a las sociedades cotizadas españolas a preparar su junta ordinaria y anticiparse a las demandas de los inversores y de los asesores de voto (*proxy advisors*). En esta edición y con el mismo propósito, hemos analizado la última temporada de juntas de las empresas del Ibex-35 y de otras 40 compañías del Mercado Continuo; aquellas con mayor volumen de capitalización o que, a nuestro entender, otorgan gran relevancia a las prácticas de gobierno corporativo.

La Temporada de Juntas 2020 ha estado, sin duda, marcada por la pandemia. Por ello, además de analizar los principales temas de gobierno corporativo como en el resto de las ediciones, hemos incluido un capítulo dedicado al “Impacto de la COVID-19 en la Temporada de Juntas 2020” (capítulo 2).

Además, con motivo del décimo aniversario del informe, nos ha parecido oportuno realizar un estudio retrospectivo de determinadas cuestiones. En concreto, de la evolución de la regulación del buen gobierno corporativo (capítulo 5) y del comportamiento de los inversores institucionales (capítulo 6) durante los últimos 10 años.

Finalmente, con el propósito de continuar facilitando a las compañías cotizadas información eminentemente práctica que les ayude en la preparación de sus juntas, en el capítulo 7 hemos identificado a los actores clave que participan en una junta general de una sociedad cotizada y explicado la función que realiza cada uno de ellos.

La siguiente tabla muestra las **33 empresas del Ibex-35** analizadas, que formaban parte del índice a cierre de la Temporada de Juntas 2020 (octubre de 2020). Con respecto al año 2020, se incluye en el estudio a Pharma Mar y a Solaria, y se excluye a Ence, MásMóvil y Mediaset. Al igual que en otras ediciones, no se toma en cuenta a ArcelorMittal por su naturaleza diversa frente al resto de las empresas que conforman este índice. Entre otros, por su sometimiento a otro ordenamiento jurídico en materia de gobierno corporativo al no estar domiciliada en España. Tampoco se ha tomado en consideración a Almirall que, aunque ha entrado a formar parte del índice, no había hecho públicos los resultados de su junta de accionistas.

Empresas del Ibex-35 analizadas en la Temporada de Juntas 2020	Empresas del Ibex-35 analizadas en la Temporada de Juntas 2019
Acciona	Acciona
Acerinox	Acerinox
ACS	ACS
AENA	AENA
Amadeus	Amadeus
Banco de Sabadell	Banco de Sabadell
Banco Santander	Banco Santander
Bankia	Bankia
Bankinter	Bankinter

Empresas del Ibex-35 analizadas en la Temporada de Juntas 2020	Empresas del Ibex-35 analizadas en la Temporada de Juntas 2019
BBVA	BBVA
CaixaBank	CaixaBank
Cellnex	Cellnex
CIE Automotive	CIE Automotive
Enagás	Enagás
-	Ence
Endesa	Endesa
Ferrovial	Ferrovial
Grifols	Grifols
IAG	IAG
Iberdrola	Iberdrola
Inditex	Inditex
Indra	Indra
Inmobiliaria Colonial	Inmobiliaria Colonial
Mapfre	Mapfre
-	MásMóvil
-	Mediaset
Melia Hotels	Melia Hotels
Merlin Properties	Merlin Properties
Naturgy Energy Group	Naturgy Energy Group
Pharma Mar	-
REC	REC
Repsol	Repsol
Siemens Gamesa	Siemens Gamesa
Solaria	-
Telefónica	Telefónica
Viscofan	Viscofan

La siguiente tabla identifica a las **40 compañías del Mercado Continuo** que se han analizado. Respecto al año 2020, se incluyen en el análisis a Arima, Ence, Ercross, Ezentis, GAM, Mediaset, Neinor Homes y Oryzon. Se excluyen a Abengoa, Almirall, Audax Renovables, BME, Codere, Pharma Mar, Solaria y Tubos Reunidos.

Empresas del Mercado Continuo analizadas en la Temporada JGA 2020	Empresas del Mercado Continuo analizadas en la Temporada JGA 2019
-	Abengoa
Aedas Homes	Aedas Homes
Alantra Partners	Alantra Partners
-	Almirall
Applus	Applus
Atresmedia	Atresmedia
Arima	-
-	Audax Renovables
-	BME
-	Codere
C.F. Alba	C.F. Alba
C. y A. de Ferrocarriles	C. y A. de Ferrocarriles
Catalana Occidente	Catalana Occidente
Duro Felguera	Duro Felguera
Ebro Foods	Ebro Foods
ENCE	-
Ercross	-
Euskaltel	Euskaltel
Ezentis	-
Faes Farma	Faes Farma
FCC	FCC
Fluidra	Fluidra
G. E. San Jose	G. E. San Jose
GAM	-

Empresas del Mercado Continuo analizadas en la Temporada JGA 2020	Empresas del Mercado Continuo analizadas en la Temporada JGA 2019
Gestamp	Gestamp
Lar España	Lar España
Liberbank	Liberbank
Logista	Logista
Mediaset	-
Neinor Homes	-
Obrascón Huarte Lain	Obrascón Huarte Lain
Oryzon	-
-	Pharma Mar
Prisa	Prisa
Prosegur	Prosegur
Prosegur Cash	Prosegur Cash
Quabit	Quabit
Rovi	Rovi
Sacyr Vallehermoso	Sacyr Vallehermoso
-	Solaria
Talgo	Talgo
Técnicas Reunidas	Técnicas Reunidas
Tubacex	Tubacex
-	Tubos Reunidos
Unicaja Banco	Unicaja Banco
Vidrala	Vidrala
Vocento	Vocento
Zardoya Otis	Zardoya Otis

Para el análisis de las tendencias de voto, hemos tenido en cuenta las **recomendaciones de los dos asesores de voto de referencia** (*proxy advisors*) en el mercado español. Principalmente, las recomendaciones de ISS y Glass Lewis para las empresas del Ibex-35 y las recomendaciones de ISS para las empresas del Mercado Continuo.

	Proxy advisor de referencia
Ibex-35	ISS y Glass Lewis
Mercado Continuo	ISS

Glosario de abreviaturas

BCE	Banco Central Europeo
BME	Bolsas y Mercados Españoles
CBG	Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas aprobado en 2015 y revisado en junio 2020
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
Código Unificado	Código Unificado de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas de 2006
Directiva de Derechos de Accionistas	Directiva 2007/36/CE, de 11 de julio de 2017, sobre el ejercicio de determinados derechos de accionistas en sociedades cotizadas
Directiva SRD II	Directiva (UE) 2017/828, de 17 de mayo de 2017, por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas
EBA	Autoridad Bancaria Europea (<i>European Banking Authority</i>)
ESG	Factores medioambientales, sociales y de gobierno corporativo (<i>Environmental, social and governance</i>)
ESMA	Autoridad Europea de Valores y Mercados (<i>European Securities and Markets Authority</i>)
IAGC	Informe Anual de Gobierno Corporativo
IARC	Informe Anual de Remuneraciones de los Consejeros
Iberclear	Depositorio Central de Valores Español
JGA	Junta General de Accionistas
LMV	Ley del Mercado de Valores
LSA	Ley de Sociedades Anónimas
LSC	Ley de Sociedades de Capital
Proyecto de Ley SRD II	Proyecto de Ley publicado el 7 de septiembre de 2020 que modifica la LSC y otras normas financieras, en lo que respecta al fomento a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas
RSC	Responsabilidad Social Corporativa
UE	Unión Europea



ÍNDICE

EL GOBIERNO CORPORATIVO Y LOS INVERSORES INSTITUCIONALES

1. VISIÓN GENERAL DE LA TEMPORADA DE JUNTAS 2020 EN ESPAÑA	16
Retraso en la celebración y virtualización de las juntas de accionistas	16
Ajustes retributivos de los consejeros y alta dirección	16
Los asuntos sociales y medioambientales han ganado protagonismo	16
Cambios en las estructuras accionariales de compañías pertenecientes a sectores fuertemente castigados por la pandemia	17
2. IMPACTO DE LA COVID-19 EN LA TEMPORADA DE JUNTAS 2020	20
2.1. CONTEXTO REGULATORIO Y NUEVOS ESTÁNDARES DE MERCADO EN RESPUESTA A LA CRISIS DE LA COVID-19	20
2.2. DECISIONES ADOPTADAS POR LOS CONSEJOS DE ADMINISTRACIÓN	22
Operativa de juntas generales de accionistas	22
Ajustes retributivos para empleados, accionistas y miembros del consejo de administración y la alta dirección	23
Otros asuntos en los que la COVID-19 ha tenido impacto directo	24
Acciones de colaboración social con los distintos grupos de interés	26
3. ANÁLISIS DE LA TEMPORADA DE JUNTAS 2020 EN EL IBEX-35 Y EN EL TOP 40 DEL MERCADO CONTINUO	28
3.1. NIVEL DE PARTICIPACIÓN	28
3.2. CUESTIONES MÁS CONFLICTIVAS	31
Ibex-35	31
Top 40 del Mercado Continuo	32
Recomendaciones de voto de ISS	32
3.2.1. CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN	34
Evolución de la separación de cargos de presidente y primer ejecutivo en los últimos tres años. Tipología de presidente en las empresas del Ibex-35 y del Top 40 del Mercado Continuo	34
Evolución de la independencia de los consejeros en las empresas del Ibex-35 y del Top 40 del Mercado Continuo en los últimos tres años	36
Evolución de la diversidad de género en los consejeros del Ibex-35 y del Top 40 del Mercado Continuo	37
Resultados de las votaciones en propuestas vinculadas al consejo de administración y evolución en los últimos tres años	40
Recomendaciones de los <i>proxy advisors</i> por tipo de consejero	41
3.2.2. REMUNERACIÓN DE CONSEJEROS Y ALTOS DIRECTIVOS	43
Resultados de las votaciones en materia de retribución y evolución en los últimos tres años de las votaciones al IARC	43
Influencia de los <i>proxy advisors</i>	44
3.2.3. MODIFICACIÓN DEL CAPITAL SOCIAL	45

4. CÓMO PREPARAR LA TEMPORADA DE JUNTAS 2021	48
Modificación de la LSC e incorporación de la Directiva SRD II	48
Juntas telemáticas	49
Diversidad de género en el consejo y en la alta dirección	49
Aumento de las responsabilidades de las comisiones de nombramientos y retribuciones	49
Planes de acción para explicar los elevados niveles de disidencia	50
Los asuntos sociales y ambientales cobran protagonismo en las juntas de accionistas	50
Explicación detallada de los ajustes retributivos provocados por la crisis de la COVID-19 y posibles cambios a la política de remuneraciones de los consejeros	50
Entrada de <i>hedge funds</i> y activismo accionarial	51
5. DIEZ AÑOS DE GOBIERNO CORPORATIVO EN ESPAÑA: UNA MIRADA RESTROSPECTIVA Y DE FUTURO AL MERCADO ESPAÑOL	54
5.1. EVOLUCIÓN DEL MERCADO ESPAÑOL EN LOS ÚLTIMOS DIEZ AÑOS	55
5.2. PRINCIPALES HITOS EN LA NORMATIVA Y RECOMENDACIONES DE BUEN GOBIERNO CORPORATIVO EN EUROPA Y ESPAÑA EN LA ÚLTIMA DÉCADA	55
Breve visión de la evolución en Europa	55
Breve visión de la evolución en España	57
2010: el Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital	58
2011: Ley de Economía Sostenible y la reforma de la Ley de Sociedades de Capital	58
2012: informe de la CNMV sobre la actividad de los <i>proxy advisors</i>	58
2013: la Orden ECC/461/2013, la constitución de la Comisión de Expertos en materia de Gobierno Corporativo y la revisión limitada del Código Unificado	58
2014: la Ley 31/2014 de modificación de la LSC para la mejora del gobierno corporativo	59
2015: el nuevo Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas	59
2016: la Guía Técnica CNMV 1/2016 de buenas prácticas para la aplicación del principio de "cumplir o explicar"	60
2017: la Guía Técnica CNMV 3/2017 sobre comisiones de auditoría	60
2018: la flexibilización de los modelos de IAGC e IARC	60
2019: la Guía Técnica CNMV 1/2019 de la comisión de nombramientos y retribuciones	60
2020: la revisión parcial del CBG y la tramitación del Proyecto de Ley SRD II	60
5.3. JUNTA GENERAL Y DERECHOS DE ACCIONISTAS	61
5.4. CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN	62
6. DIEZ AÑOS DE EVOLUCIÓN EN EL COMPORTAMIENTO DE LOS INVERSORES INSTITUCIONALES	64
6.1. SOFISTICACIÓN DE SUS ESTRUCTURAS INTERNAS	64
6.2. UN CRECIENTE INTERÉS EN TEMAS ESG	65
6.3. DIÁLOGO CONTINUO Y DE ALTO NIVEL	66
7. PRINCIPALES ACTORES EN LAS JUNTAS GENERALES DE LAS SOCIEDADES COTIZADAS	68
7.1. TIPOLOGÍA DE ACCIONISTAS	68
7.2. IBERCLEAR	69
7.3. INTERMEDIARIOS FINANCIEROS O CUSTODIOS	69
7.4. PRESTADORES DE SERVICIOS DE VOTO	70
Asesores de voto (<i>proxy advisors</i>)	70
<i>Proxy solicitors</i>	70
Plataformas de voto (<i>proxy agents</i>)	70



[10ª EDICIÓN]

CUATRECASAS

Georgeson

El gobierno corporativo y los inversores institucionales

1

Visión general de la Temporada de Juntas 2020 en España

1 VISIÓN GENERAL DE LA TEMPORADA DE JUNTAS 2020 EN ESPAÑA

La *proxy season* del año 2020 ha estado marcada por la COVID-19 y su impacto en el desarrollo y funcionamiento de las juntas de accionistas de las sociedades cotizadas españolas. Este hecho ha provocado que tanto las compañías como el regulador hayan tenido que reaccionar ante una crisis sin precedentes en nuestro país. En el mes de marzo de 2020, la CNMV emitió un primer comunicado precisando algunos aspectos organizativos de las juntas para hacerlas compatibles con las restricciones de movilidad y limitaciones de las reuniones de personas que empezaban a imponerse. Tras la declaración del Estado de Alarma, el Gobierno publicó el Real Decreto-Ley 8/2020 que, entre otros, extendió el plazo para la celebración de las juntas ordinarias hasta los diez meses siguientes al cierre del ejercicio y autorizó la asistencia por medios telemáticos, el voto a distancia y la celebración de la junta en cualquier lugar del territorio nacional, independientemente de las previsiones estatutarias al respecto.

Esta temporada de juntas tan peculiar ha traído consigo una serie de tendencias que han marcado un antes y un después en el panorama del gobierno corporativo en nuestro país:

Retraso en la celebración y virtualización de las juntas de accionistas

Las juntas de accionistas en España se suelen concentrar en los meses de marzo a mayo. En 2019, un 79,41% de las compañías del Ibex-35 celebraron su junta en dicho periodo pero, en 2020, solo 17 compañías del Ibex-35 habían celebrado su junta a final de mayo (50% del Ibex-35). En el Top 40 del Mercado Continuo, en 2020, únicamente un 40% de las compañías habían celebrado su junta a final de mayo, frente a un 60% del año anterior. Este retraso se debe a las medidas de flexibilización citadas anteriormente, que han hecho que las reuniones telemáticas y la capacidad de adaptación de las convocatorias y agendas hayan sido la regla general. Gracias a ello, España ha sido el país europeo donde más juntas virtuales se han celebrado, de acuerdo con el análisis llevado a cabo por Georgeson en su estudio europeo "Georgeson's 2020 AGM Season Review". La posibilidad de asistencia telemática a las juntas se ha convertido en una práctica que ha llegado para quedarse dado que, con carácter general, las sociedades cotizadas españolas han comenzado a incorporar esta opción en sus propias normas internas para su uso habitual.

Ajustes retributivos de los consejeros y alta dirección

En esta temporada de juntas se ha puesto de manifiesto la especial preocupación que suscitan los asuntos retributivos en el actual contexto de crisis económica. Si bien muchas cotizadas españolas han informado sobre la renuncia de sus consejeros y/o alta dirección a una parte de su retribución (en la mayoría de casos, de su retribución variable), esta no ha sido objeto de votación por parte de los accionistas en la Temporada de Juntas 2020. Será en la Temporada de Juntas 2021, donde los ajustes que hayan realizado las compañías serán objeto de escrutinio por parte de los accionistas. La Comisión de Retribuciones tendrá un papel muy importante en la justificación de las medidas implantadas por la compañía para hacer frente a la nueva situación generada por la COVID-19.

Los asuntos sociales y medioambientales han ganado protagonismo

Tanto *proxy advisors* como inversores institucionales han incrementado su interés por los asuntos sociales y ambientales a raíz de la pandemia. Asuntos como la salud y el bienestar de los empleados, las medidas adoptadas para ayudar a proveedores, clientes o, en general, a la sociedad han ganado protagonismo en esta temporada de juntas y, sin lugar a dudas, van a continuar en el foco en los próximos años.

En el terreno medioambiental cabe destacar el caso de AENA, que es la primera compañía del mundo que se ha comprometido a someter sus planes ambientales a la aprobación anual de su junta de accionistas, dando así un paso más en su apuesta por la sostenibilidad. Este hito se logró a iniciativa de TCI (The Children's Investment Fund) que trasladó la sensibilidad de los inversores sobre el cambio climático.

Cambios en las estructuras accionariales de compañías pertenecientes a sectores fuertemente castigados por la pandemia

El Gobierno aprobó en marzo de 2020 un Real Decreto de medidas económicas para hacer frente a la crisis del coronavirus. Entre otras, introdujo medidas para prevenir que las cotizadas españolas de sectores críticos acaben en manos de inversores extranjeros aprovechando las bajas cotizaciones motivadas por la crisis de la COVID-19.

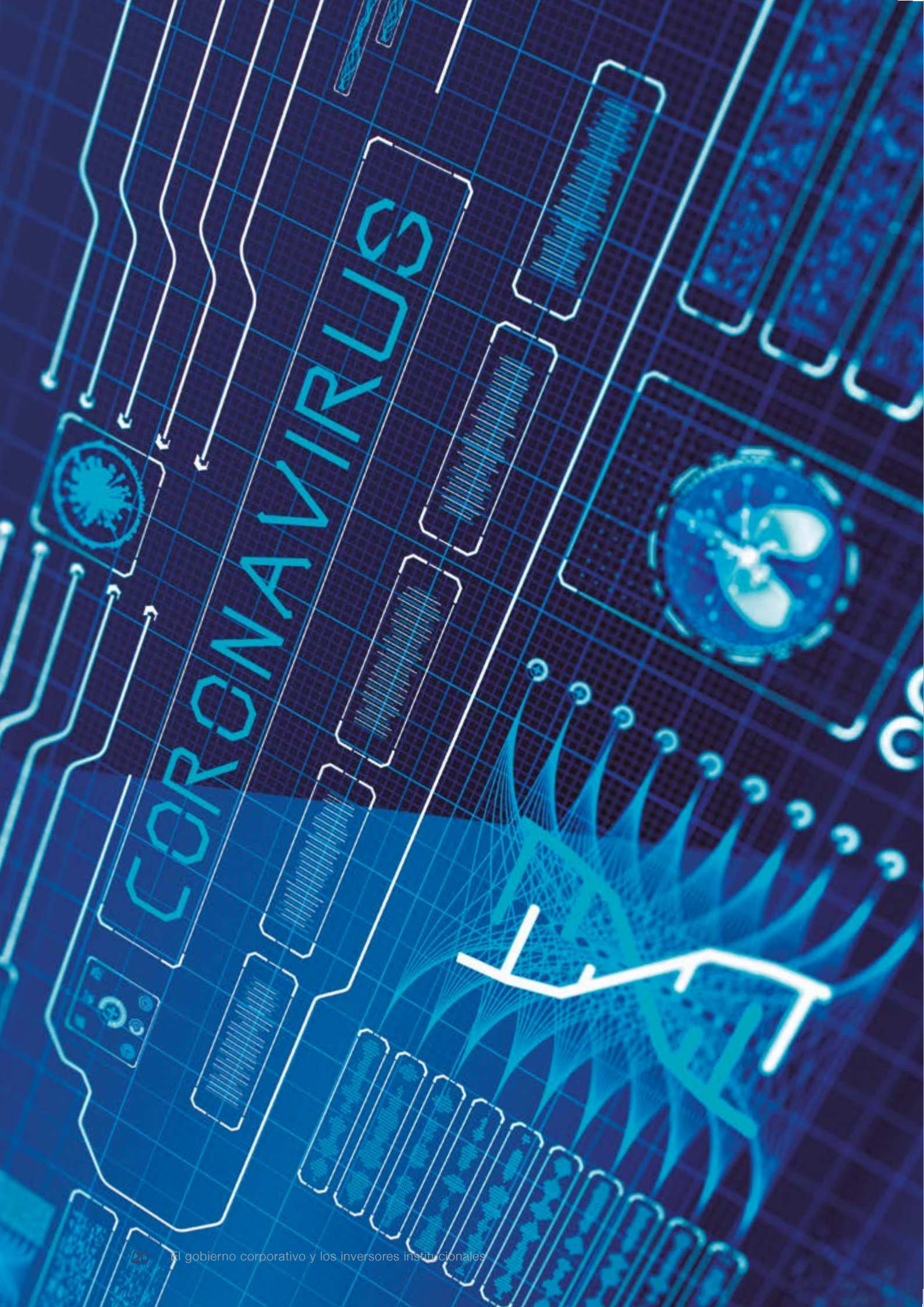
El desplome bursátil de muchas compañías cotizadas españolas ha provocado la irrupción de *hedge funds*. Estos fondos especulativos se caracterizan por constituir posiciones cortas mediante la recepción de acciones en préstamo y, posteriormente, apostar por una bajada de su valor para así poder obtener una rápida y elevada rentabilidad a corto plazo.

Algunos sectores fuertemente castigados por la pandemia como el de los transportes o los hoteles han sufrido cambios y movimientos accionariales que han tenido un impacto directo en sus juntas de accionistas. En muchas de ellas se ha producido una bajada significativa del nivel de participación (*quorum*) como consecuencia de la entrada de *hedge funds* e inversores que tradicionalmente no votan y la salida de inversores que suelen votar en las juntas.

Por último, destacamos los aspectos más relevantes de la Temporada de Juntas 2020 tras el análisis de la información llevado a cabo por Georgeson:

- El *quorum* de las compañías del Ibex-35 disminuyó en 2,24 puntos respecto a 2019 mientras que, en el Top 40 del Mercado Continuo, se redujo en 2,3 puntos.
- El número de propuestas que obtuvieron más del 10% de oposición fue de 58, en el Ibex-35, y de 51, en el Top 40 del Mercado Continuo.
- Por tipología, las propuestas más penalizadas (con más del 10% de oposición) han sido las relacionadas con los aumentos de capital tanto en el Ibex-35 como en el Top 40 del Mercado Continuo (el 23% de esta categoría de propuestas en ambos grupos).
- El mayor número de recomendaciones de voto no favorables del *proxy advisor* de referencia (ISS) afectaron al nombramiento, ratificación y reelección de consejeros (21 propuestas en el Ibex-35 y 77 en el Top 40 del Mercado Continuo).
- Siete compañías del Ibex-35 tienen los cargos de presidente y consejero delegado unificados, al igual que el año anterior. En 11 de las 27 compañías que tenían estos cargos separados, el presidente tenía la condición de ejecutivo en el momento del análisis. En el Top 40 del Mercado Continuo el número de sociedades que aún mantiene una unificación de cargos del presidente y consejero delegado (13) es bastante más elevado que en las empresas del Ibex-35 (7). Sin embargo, de las diez compañías que tienen los cargos separados, un 25% cuentan con un presidente independiente.
- En las compañías del Ibex-35, el número de consejeros independientes continúa su tendencia creciente alcanzando 238 en el año 2020. En el Top 40 del Mercado Continuo, 14 tienen consejos de administración con un nivel de independencia superior al 50%.
- En las empresas del Ibex-35, la presencia de mujeres en los consejos de administración sigue una tendencia creciente. En octubre de 2020 el porcentaje de mujeres en los consejos representaban un 29% (126 mujeres) frente al 26% de 2019 (117 mujeres). En el Top 40 del Mercado Continuo, en 2020, se ha propuesto el nombramiento, ratificación o reelección de 42 mujeres, 29 de ellas independientes.

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



[10ª EDICIÓN]

CUATRECASAS

Georgeson

El gobierno corporativo y los inversores institucionales

2

Impacto de la COVID-19 en la Temporada de Juntas 2020

2 IMPACTO DE LA COVID-19 EN LA TEMPORADA DE JUNTAS 2020

La Temporada de Juntas 2020 ha sido excepcional. La crisis provocada por la COVID-19 ha dejado su huella en muchos aspectos diarios de nuestra vida y ha impactado perceptiblemente en nuestro gobierno corporativo y en el desarrollo de las juntas generales de accionistas de este atípico 2020.

Es ya un hecho fehaciente que la pandemia ha marcado un punto de inflexión en la vida corporativa y en lo que todos entendíamos por prácticas de gobernanza habituales, impulsando a las compañías y a sus consejeros, directivos y empleados a adaptarse a una situación sin precedentes, a una velocidad arrolladora. Esto ha supuesto nuevos y grandes retos para las compañías, que se han visto obligadas a reinventarse y, en particular, para los consejos de administración que han tenido que transformar sus agendas.

En este apartado, analizaremos cómo la COVID-19 ha impactado en la Temporada de Juntas 2020 de las cotizadas españolas. Para ello, comenzaremos con un breve repaso del contexto regulatorio y los nuevos estándares de mercado surgidos en respuesta a la crisis, para tratar de comprender las decisiones adoptadas por los consejos de administración para hacer frente al impacto de la pandemia y a la “nueva normalidad”.

2.1. CONTEXTO REGULATORIO Y NUEVOS ESTÁNDARES DE MERCADO EN RESPUESTA A LA CRISIS DE LA COVID-19

Han sido numerosas las medidas regulatorias y organizativas adoptadas por parte de las autoridades nacionales e internacionales para hacer frente al impacto sanitario, económico y social de la COVID-19. Esta oleada de nueva normativa ha estado acompañada de recomendaciones de los *proxy advisors* e inversores institucionales, tratando de dar respuesta a la incertidumbre latente en los mercados. Este *boom* regulatorio y de nuevos estándares de mercado tuvo un impacto directo en el desarrollo tradicional de la pasada temporada de juntas. A continuación, se detallan las medidas regulatorias adoptadas, que han afectado directamente a la preparación y celebración de las juntas generales.

En primer lugar, y en respuesta a numerosas consultas formuladas por los emisores españoles sobre las juntas generales ordinarias, la CNMV publicó, el 10 de marzo, un documento denominado “Consideraciones de la CNMV sobre las juntas generales de las sociedades cotizadas ante la situación sanitaria creada por el COVID-19”¹. En dicho documento se recogían algunas cuestiones sobre las juntas generales de accionistas, entre las que destacan:

- El fomento de la asistencia por representación en lugar de presencialmente.
- La maximización del uso de mecanismos de asistencia remota y voto a distancia de los accionistas, incluyendo sistemas de telepresencia o conexión telemática en tiempo real o cualquier otro medio previsto en los estatutos o en el reglamento de la junta general de accionistas.
- La supresión de las actividades sociales como cócteles, recepciones, entrega de obsequios u otros.
- Una mayor flexibilidad a los consejos para adoptar ciertas medidas, incluso cuando no estén contempladas en su normativa interna (por ejemplo, posibilitar la asistencia telefónica o por videoconferencia de los administradores u otras personas obligadas a estar presentes en la junta).

El Real Decreto 463/2020, de 14 de marzo, que declaró el Estado de Alarma², introdujo restricciones a la libre circulación y reunión de personas, lo que supuso un reto para las compañías españolas. Pero fue, sin duda, la publicación del Real Decreto-ley 8/2020, de 17 de marzo, de medidas urgentes extraordinarias para hacer frente al impacto económico y social del COVID-19³, el que obligó a las compañías españolas a modificar la operativa y el desarrollo habitual de sus juntas. Este Real Decreto-ley fue modificado por el Real Decreto-ley 11/2020, de 31 de marzo, que introdujo cambios en el artículo 41 del texto anterior que, a estos efectos, no fueron significativos. Entre las medidas con mayor impacto en la operativa de juntas destacan: (i) la ampliación del plazo para la celebración de las juntas hasta los diez meses siguientes al cierre del

ejercicio social (en la mayoría de los casos hasta el 31 de octubre) frente a los 6 meses habituales, (ii) la flexibilización de los procedimientos para facilitar la asistencia por medios telemáticos y el voto a distancia a los accionistas, y (iii) la participación por medios también telemáticos a los consejeros, aún cuando no estuviera previsto en sus estatutos sociales.

La CNMV y el Colegio de Registradores de España, en sus comunicados conjuntos del 26⁴ de marzo y del 28⁵ de abril, introdujeron cambios que modificarían el desarrollo de una temporada de juntas tradicional. Instauraron mecanismos que permitieron a las compañías reformular sus cuentas o modificar la propuesta de aplicación del resultado, previamente formulada, antes de someterla a la aprobación de los accionistas. Esto provocó que, en un periodo de juntas aún más largo de lo habitual, varias compañías se plantearan celebrar no una sino dos juntas de accionistas.

Por otro lado, las autoridades internacionales también se manifestaron en relación con la COVID-19. En primer lugar, la *European Securities and Market Authority* (ESMA) con la declaración sobre la pandemia de la COVID-19 del 11 de marzo⁶, con indicaciones relativas a los planes de contingencia y medidas que debían adoptar las compañías para garantizar la continuidad de su negocio, así como con indicaciones sobre requerimientos de transparencia. Este documento fue actualizado el 17 de abril y publicado junto con otros documentos en respuesta a la COVID-19. Estas indicaciones han servido de marco de actuación para las cotizadas españolas que, conforme a las pautas marcadas, han evidenciado su compromiso con la transparencia, publicando numerosos documentos sobre el impacto de la COVID-19 en su negocio y sus planes de continuidad.

Por su parte, el 27 de marzo de 2020, el Banco Central Europeo (BCE) publicó una recomendación en relación con la distribución de dividendos por parte de las entidades de crédito durante la pandemia⁷, en la que aconsejaba que las entidades de crédito, sujetas a su supervisión directa, se abstuvieran de pagar dividendos o comprometerse a su pago con cargo a los resultados de 2019 y 2020. Asimismo, aconsejaba eliminar los programas de recompra de acciones. El BCE prorrogó esta recomendación hasta el 1 de enero de 2021.

Estas medidas también fueron recomendadas por el Banco de España y por la Autoridad Bancaria Europea (EBA) que hizo pública una comunicación, *Statement on dividends distribution, share buybacks and variable remuneration*⁸, apoyando las medidas adoptadas por el BCE y otros supervisores europeos, en la que instaba a las compañías a seguir las recomendaciones. Además, la EBA solicitó a las autoridades competentes la revisión de las prácticas y políticas retributivas de sus entidades supervisadas. En concreto, solicitó que se estableciese la retribución variable de una forma más conservadora, aumentando el período de diferimiento y la parte pagada en acciones.

Las opiniones por parte de la comunidad inversora y de los *proxy advisors* tampoco se hicieron esperar. Los *proxy advisors* más relevantes a nivel internacional, ISS y Glass Lewis, también se manifestaron ante la situación de crisis global, compartiendo una filosofía similar de actuación basada en la flexibilidad y en el análisis individualizado de cada situación. En sus publicaciones, ambos flexibilizaron sus políticas de voto de manera excepcional y aclararon que los asuntos serían analizados caso a caso, dado el contexto de la Temporada de Juntas 2020. En todo caso, ratificaron los pilares básicos de sus políticas e insistieron, más que nunca, en la necesidad de promover la transparencia y el *engagement* con los accionistas.

- ISS en su documento publicado el 8 de abril de 2020 sobre “Impactos de la pandemia del COVID-19 en sus políticas de voto”⁹, se manifestó sobre los siguientes aspectos clave:
 - Importancia de las juntas virtuales con interacción telemática.
 - Relajación de su política de medidas anti-opa ante la bajada del valor de las acciones.
 - Flexibilización de los criterios de asistencia de los consejeros a las reuniones del consejo y sus comisiones, así como de los criterios de dedicación al cargo (“*overboard*”).
 - Importancia de la responsabilidad en materia retributiva con criterios ligados al largo plazo y a la coherencia con la situación de la compañía y sus *stakeholders*.
 - Relevancia de la transparencia y justificación en los ajustes de las políticas de dividendos.

1 Acceder al [enlace](#)

2 Acceder al [enlace](#)

3 Acceder al [enlace](#)

4 Acceder al [enlace](#)

5 Acceder al [enlace](#)

6 Acceder al [enlace](#)

7 Acceder al [enlace](#)

8 Acceder al [enlace](#)

9 Acceder al [enlace](#)

- Coherencia en la implementación de programas de recompra de acciones.
- Flexibilización en materia de ampliaciones de capital con exclusión de derechos de suscripción preferente con la adecuada justificación.
- Glass Lewis publicó un documento denominado *“Everything in governance is affected by the Coronavirus Pandemic”*¹⁰, señalando también la importancia de las juntas telemáticas y la flexibilización de las medidas anti-opa, e indicó que todos los asuntos relevantes como, por ejemplo, las remuneraciones, cuentas anuales, composición y eficacia del consejo, activismo y operaciones corporativas (M&A), propuestas a los accionistas o asuntos ESG, serían tratados de manera individualizada en atención a las características del caso concreto.

Por otro lado, la comunidad inversora se unió también a la oleada de manifestaciones. Muchos inversores mediante cartas dirigidas a las compañías en las que participaban y otros publicando documentos en los que ponían de manifiesto la importancia de velar por la salud y protección de todos los grupos de interés (*stakeholders*) y por la continuidad de las compañías. Ejemplo de ello son las publicaciones de State Street Global Advisors *“Stewardship Engagement Guidance to companies in response to COVID-19”*¹¹, o el documento publicado por un grupo de 335 inversores institucionales *“Investor Statement on Coronavirus response”*¹².

2.2 DECISIONES ADOPTADAS POR LOS CONSEJOS DE ADMINISTRACIÓN

En este contexto de crisis global, incertidumbre y oleada regulatoria, los consejos de administración de las cotizadas españolas se enfrentaron en esta Temporada de Juntas 2020 a retos inigualables. De manera general, se puede afirmar que las decisiones adoptadas por los consejos de administración se han centrado en cuatro grandes temas:

- Operativa de juntas generales de accionistas.
- Ajustes retributivos para empleados, accionistas y miembros del consejo de administración y la alta dirección.
- Otros asuntos en los que la COVID-19 ha tenido impacto directo.
- Acciones de colaboración social con los distintos grupos de interés.

Operativa de juntas generales de accionistas

La consecuencia más notable de la pandemia en la Temporada de Juntas 2020 ha sido el retraso en la celebración de las juntas de accionistas de las cotizadas españolas. Este retraso generalizado se ha debido no solo a una ampliación del plazo de celebración de las juntas (en la mayor parte de los casos hasta octubre), sino a una situación global de incertidumbre que provocó que muchas compañías decidiesen posponer sus juntas para entender lo que estaba ocurriendo y así poder adaptarse y garantizar los derechos de sus accionistas. De las 74 compañías que forman parte del ámbito subjetivo de este informe, en 2019, un 68,9% había celebrado su junta a 31 de mayo, mientras que, en 2020, en esa misma fecha, sólo un 44,5% lo había hecho.

De las compañías del Ibex-35:

- Un 50% había celebrado su junta a 30 de mayo de 2020, frente a un 79,41% del año anterior.
- Un total de nueve compañías (26,47%), que suelen celebrar sus juntas en el primer semestre del año esperaron al tercer trimestre del año para celebrar sus juntas haciendo uso de la excepción recogida en el Real Decreto-ley 8/2020.

Del Top 40 del Mercado Continuo:

- Únicamente un 40% había celebrado su junta a final de mayo, frente a un 60% del año anterior.
- Un total de 15 compañías (22,5%) celebraron sus juntas en el tercer trimestre del año haciendo uso de la excepción recogida en el Real Decreto-ley 8/2020.

¹⁰ Acceder al [enlace](#)

¹¹ Acceder al [enlace](#)

¹² Acceder al [enlace](#)

Las recomendaciones sanitarias que restringían las reuniones de personas y la publicación del Real Decreto por el que se declaraba el Estado de Alarma imposibilitaron la celebración de las juntas con asistencia física, como se había hecho de forma tradicional, y generaron la necesidad de adoptar medidas para flexibilizar la organización del evento garantizando, en todo momento, los derechos de los accionistas. Entre las medidas organizativas más comunes se encuentran:

- La virtualización de las juntas con posibilidad de asistencia telemática y voto simultáneo para los accionistas, y de participación telemática para los miembros del consejo de administración. A diferencia de otros mercados europeos, la amplia mayoría de las compañías del Ibex-35 y del Mercado Continuo han dado a sus accionistas esta posibilidad, garantizando así sus derechos y adaptándose a las exigencias de la crisis sanitaria.
- La ampliación del plazo para el ejercicio del derecho de información a los accionistas y del derecho de voto a distancia, aunque esta última en menor medida.
- La utilización de canales alternativos para promover la participación en la junta, como son la participación a través del correo electrónico o por vía telefónica.
- La incorporación del nuevo modelo de asistencia telemática en la normativa interna de la compañía para ser utilizado en futuras juntas, como medio complementario a los canales utilizados tradicionalmente.

En la práctica, el establecimiento de todas estas medidas, junto con los cambios de fecha o lugar de celebración en las juntas se han realizado a través de complementos a la convocatoria de junta. Estos complementos, que recogían las nuevas pautas de celebración de la junta, se publicaron con una antelación mínima de cinco días naturales a la celebración de la junta y permitieron a las compañías actualizar el régimen de celebración de su junta en función de la situación de emergencia sanitaria vivida en ese momento.

En conclusión, esta pandemia, además de provocar un retraso en el periodo de celebración de las juntas generales, ha acelerado el uso de las tecnologías en su proceso de organización. Esta Temporada de Juntas 2020 ha destacado por ser prácticamente en su totalidad virtual y ha impulsado a muchas compañías a recoger la asistencia telemática con voto simultáneo en sus estatutos y reglamentos internos para ofrecer una gama más amplia de alternativas de asistencia que se adapte mejor a los intereses de sus accionistas y de los participantes de la junta.

Ajustes retributivos para empleados, accionistas y miembros del consejo de administración y la alta dirección

Han sido muchas las consecuencias provocadas por la COVID-19 en el sistema de gobierno de las cotizadas y muchas las decisiones tomadas por los consejos de administración para paliar estos efectos. Entre las más relevantes, se encuentran las referidas a ajustes retributivos con efecto en todas las esferas de la organización, consejo y alta dirección, accionistas y empleados.

Realización de ajustes en la retribución del consejo o la alta dirección

La retribución de los miembros del consejo de administración y la alta dirección es uno de los asuntos de más relevancia para el mercado, especialmente en momentos de incertidumbre económica. Tanto las autoridades europeas como la comunidad inversora y los *proxy advisors* han manifestado desde el inicio de la crisis la necesidad de ajustar estas retribuciones al entorno. Las renuncias de los consejeros y las altas esferas de las compañías a parte de la retribución, así como la publicación de los colectivos afectados y del elemento retributivo susceptible de ajuste, se han convertido en prácticas muy bien recibidas por el mercado, como un ejercicio de transparencia.

En la práctica, muchas compañías han dado ejemplo anunciando ajustes en sus políticas retributivas, si bien se ha observado cierta heterogeneidad en los medios utilizados para hacer pública dicha información. Algunas compañías han remitido un escrito a la CNMV, otras lo han incluido como documento adicional a ser analizado en el momento de la junta y otras lo han incluido en sus propios estados financieros trimestrales o lo han anunciado en un apartado de su página web.

Por sector de actividad, destacan las compañías pertenecientes al sector financiero motivadas por las recomendaciones que realizaron las autoridades bancarias anteriormente mencionadas.

En términos generales, la práctica más común ha sido la reducción de un porcentaje en torno al 50% de la retribución variable de los miembros del consejo con funciones ejecutivas.

Realización de ajustes en la retribución al accionista

Los ajustes en la retribución de los accionistas también han sido grandes protagonistas en esta Temporada de Juntas 2020. La valoración de una cancelación, total o parcial, del reparto de dividendos ha tenido su justificación en una actuación de prudencia financiera motivado por el desconocimiento del impacto futuro de la crisis y en la necesidad de evitar riesgos.

Nuevamente, para el sector financiero, estas medidas de limitación en el reparto de dividendos con cargo a los ejercicios 2019 y 2020 fueron expresamente recomendadas por las autoridades. No obstante, también ha habido muchas compañías de otros sectores que han optado por esta medida de suspensión temporal de la retribución al accionista.

Realización de ajustes en la plantilla

La paralización de la actividad económica ha traído consigo graves consecuencias para el sector empresarial español, dañando duramente la estabilidad económica y financiera de muchas cotizadas. Los ajustes de personal, los recortes salariales a la plantilla o los expedientes reguladores temporales de empleo (ERTEs) han sido instrumentos utilizados por muchas compañías para garantizar la continuidad o supervivencia de su negocio.

Aunque las medidas adoptadas por las compañías en relación con los ajustes retributivos no han sido objeto de votación en la Temporada de Juntas 2020, muchas empresas han ido publicando información al respecto, como parte de una buena gestión corporativa. Cabe destacar la importancia que tendrá el aspecto retributivo en la próxima Temporada de Juntas 2021, donde los inversores analizarán la coherencia de las medidas adoptadas por las compañías en materia retributiva, con otras medidas que hayan afectado al resto de su plantilla o a los accionistas.

Otros asuntos en los que la COVID-19 ha tenido impacto directo

Otros asuntos habituales en las temporadas de juntas, como son los planes de recompra de acciones y las delegaciones otorgadas al consejo para llevar a cabo ampliaciones de capital, se han visto también influenciados por las recomendaciones del mercado en momentos de crisis y, por tanto, han sufrido el impacto directo de la COVID-19 en esta Temporada de Juntas 2020.



Planes de recompra de acciones

Al comienzo de la crisis provocada por la COVID-19, muchos inversores institucionales se manifestaron sobre la necesidad de prudencia por parte de las cotizadas en general. Entre otras medidas, recomendaron a las compañías revisar y cancelar sus planes de recompra de acciones con la finalidad de mantener la liquidez suficiente para posibles necesidades futuras.

En la práctica, la posición inicial adoptada por el mercado, no se ha visto reflejada en los resultados de las compañías que han sometido programas de recompra de acciones a la aprobación de su junta.

En el Ibex-35:

- 18 compañías han sometido este punto a aprobación en su junta en 2020 y todas han recibido el apoyo del mercado (con un promedio de voto en contra únicamente del 1,19%) y recomendaciones favorables de ISS.

En el Top 40 del Mercado Continuo:

- 17 compañías han sometido este punto a aprobación en su junta en 2020 y todas han recibido el apoyo del mercado (con un promedio de voto en contra únicamente del 1,69%) y recomendaciones favorables de ISS.

Ampliaciones de capital

A nivel internacional, existe un consenso de que el umbral máximo de ampliación de capital cuando se excluye el derecho de suscripción preferente no debe ser superior al 10% del capital social. Este es el mismo umbral que establece ISS en sus políticas para el mercado español. Sin embargo, como hemos apuntado anteriormente, ISS manifestó que, en la Temporada de Juntas 2020, realizaría un análisis individualizado en atención a las características de cada compañía y sería más flexible en las propuestas que superasen este umbral como consecuencia de las circunstancias excepcionales.

En la práctica, podemos afirmar que el mercado ha mostrado su apoyo a las compañías. Estas medidas de apoyo no han sido idénticas en el Ibex-35 y en el Top 40 del Mercado Continuo.

En el Ibex-35:

- Los inversores han mostrado su apoyo a las compañías atendiendo a la situación de crisis provocada por la COVID-19. En 2020, nueve compañías sometieron a aprobación de su junta una ampliación de capital con exclusión del derecho de suscripción preferente con un límite superior al 10%, recibiendo un promedio de voto en contra de 14,86%. En 2019, fueron cinco compañías las que sometieron este punto en su junta con un límite superior al 10% y, sin embargo, obtuvieron un promedio de voto en contra superior de 21,12%.
- Por el contrario, ISS se ha mantenido firme en sus políticas. En 2020, al igual que en 2019, todas las compañías del Ibex-35 obtuvieron una recomendación negativa por parte de ISS en las propuestas que sobrepasaron el umbral del 10%.

En el Top 40 del Mercado Continuo:

- El promedio de voto en contra recibido en este tipo de asuntos en 2020 (13,22%) no ha sido inferior al recibido en 2019. Por tanto, no puede afirmarse que los inversores hayan atendido a las justificaciones de las compañías.
- Sin embargo, ISS sí ha flexibilizado su política apoyando a las compañías de menor capitalización. En 2019 todas las compañías obtuvieron una recomendación negativa por parte de ISS en las propuestas que sobrepasaron el umbral del 10%. Por el contrario, en 2020, algunas compañías que llevaron a su junta una ampliación de capital con exclusión del derecho de suscripción preferente con un límite del 20% obtuvieron una recomendación favorable de ISS atendiendo a las justificaciones presentadas en cada uno de los casos.

Acciones de colaboración social con los distintos grupos de interés

En un entorno de emergencia sanitaria, económica y humanitaria sin precedentes, la colaboración social se ha convertido en una cuestión inamovible en las agendas de los consejos de administración de las cotizadas. Las compañías se vieron en la necesidad de implementar todo tipo de medidas de carácter extraordinario y de urgencia para asegurar la continuidad de su negocio, al mismo tiempo que garantizaban la salud y seguridad laboral de sus empleados, daban garantías de pago a sus proveedores y otorgaban facilidades a sus clientes. Pero además, dentro de sus capacidades y sin importar su capitalización, las compañías han llevado a cabo innumerables acciones de colaboración y ayuda humanitaria contribuyendo a frenar los efectos de la pandemia. Las contribuciones más comunes realizadas por las compañías para colaborar con todos sus grupos de interés pueden clasificarse en tres grandes bloques:

Donaciones o contribuciones al sector público o a la sociedad en general

En este bloque nos encontramos con donaciones económicas al sector público o a otras instituciones necesitadas, contribuciones para la investigación en el desarrollo de la vacuna contra la COVID-19, donaciones de material sanitario, así como, de equipos de protección para el personal sanitario u otras de naturaleza altruista y humanitaria.

Ayudas y facilidades a clientes y proveedores

En relación con las ayudas a clientes y proveedores, destacamos las numerosas medidas de carácter extraordinario destinadas a dar continuidad a las relaciones comerciales. Con carácter general, las compañías de los distintos sectores se han comprometido con la continuidad de su negocio, garantizando el servicio a sus clientes en momentos de adaptación a nuevas necesidades. Otras, además, han dado facilidades de pago a sus proveedores con el fin de garantizar estabilidad financiera y equilibrio a largo plazo.

Destaca el sector financiero, con una amplia gama de medidas para contribuir a la recuperación económica y dar soporte a los clientes en momentos de crisis económica.

Ayudas y garantías a empleados de la compañía

Las empresas han adoptado medidas para proteger la salud y seguridad laboral de los trabajadores, ayudas para fomentar el teletrabajo y medidas de conciliación familiar. Dentro de las ayudas a empleados, y de forma menos común, se han aprobado medidas económicas para premiar el compromiso y dedicación de los trabajadores en momentos de inestabilidad social y económica.



En definitiva, la pandemia de la COVID-19 ha puesto a prueba la resistencia y resiliencia de nuestro gobierno corporativo, marcando innumerables retos a los que los consejos de administración de las cotizadas españolas deberán enfrentarse en la próxima Temporada de Juntas 2021, todos ellos detallados en el capítulo 4.

[10ª EDICIÓN]

CUATRECASAS

Georgeson

El gobierno corporativo y los inversores institucionales

3

Análisis de la Temporada de Juntas 2020 en el Ibex-35 y en el Top 40 del Mercado Continuo

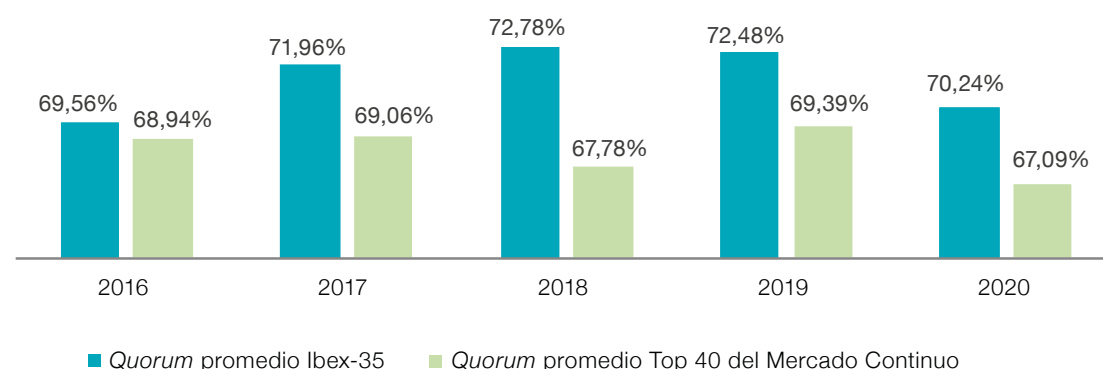
3 ANÁLISIS DE LA TEMPORADA DE JUNTAS 2020 EN EL IBEX-35 Y EN EL TOP 40 DEL MERCADO CONTINUO

3.1. NIVEL DE PARTICIPACIÓN

En la Temporada de Juntas 2020, el *quorum*¹ medio de las compañías del Ibex-35 ha descendido en 2,24 puntos respecto a 2019, situándose en 70,24%. En el *quorum* medio de las compañías del Top 40 del Mercado Continuo observamos el mismo patrón y se produce una disminución a su vez de 2,3 puntos, situándose en 67,09%.

Si analizamos la evolución de los últimos cinco años, la participación de los accionistas en las compañías del Ibex-35 presenta un pico en 2018 mientras que, en el Top 40 del Mercado Continuo, se mantiene estable. Históricamente, el nivel medio de participación de los accionistas en las juntas es mayor en las compañías del Ibex-35 que en el Top 40 del Mercado Continuo. Este hecho podría deberse a que la presencia en el capital de inversores activos en las juntas y en temas de gobierno corporativo suele ser mayor en las empresas del Ibex-35 que en las del Mercado Continuo al haber una mayor penetración de capital extranjero.

Ibex-35 y Top 40 del Mercado Continuo:
Evolución del promedio del *quorum* 2016-2020



Los gráficos de la siguiente página reflejan el nivel de participación en la Temporada de Juntas 2020 en las empresas del Ibex-35 y del Top 40 del Mercado Continuo, detallando, de manera decreciente, el peso que tiene el capital flotante (*free-float*²) en el *quorum* total para cada compañía. Para calcularlo, se ha excluido del voto total, la participación del núcleo duro³, asumiendo que el voto de esta categoría de inversor está garantizado por su relación con la compañía.

Tal y como mencionamos en otras ediciones del informe, en nuestra opinión, estos gráficos son relevantes porque muestran la movilización de los accionistas que forman parte del *free-float* de cada compañía. Es importante recordar que la movilización del *free-float* depende de múltiples factores, entre los que destacan: (i) la proactividad de la compañía para dialogar con sus accionistas, a través de la realización de actividades de *engagement* y (ii) el nivel de activismo de los inversores, de acuerdo con su política de *stewardship*.

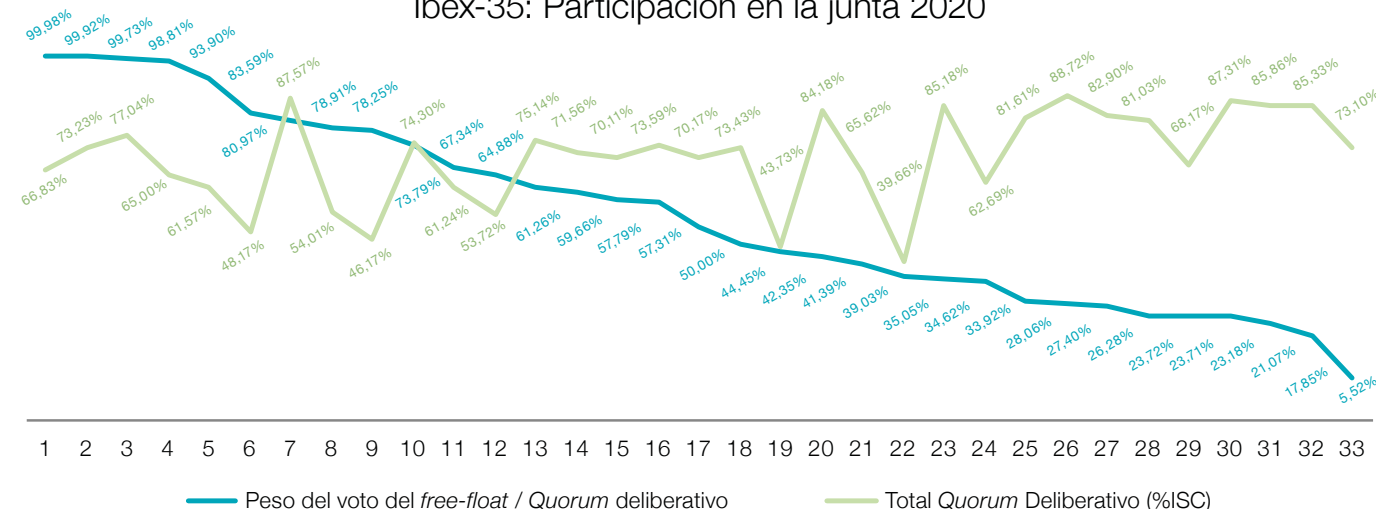
¹ El *quorum* utilizado para el análisis de las compañías ha sido el deliberativo, en el que se excluye la autocartera de la compañía, con la intención de hacer comparable el análisis de la muestra.

² El cálculo del *free-float* de cada compañía y su proporción sobre el *quorum*, se ha realizado con la información pública disponible en el momento de celebración de la junta ordinaria de cada sociedad. En el caso del Top 40 del Mercado Continuo el dato del *free-float* se ha extraído del IAGC a diciembre 2019.

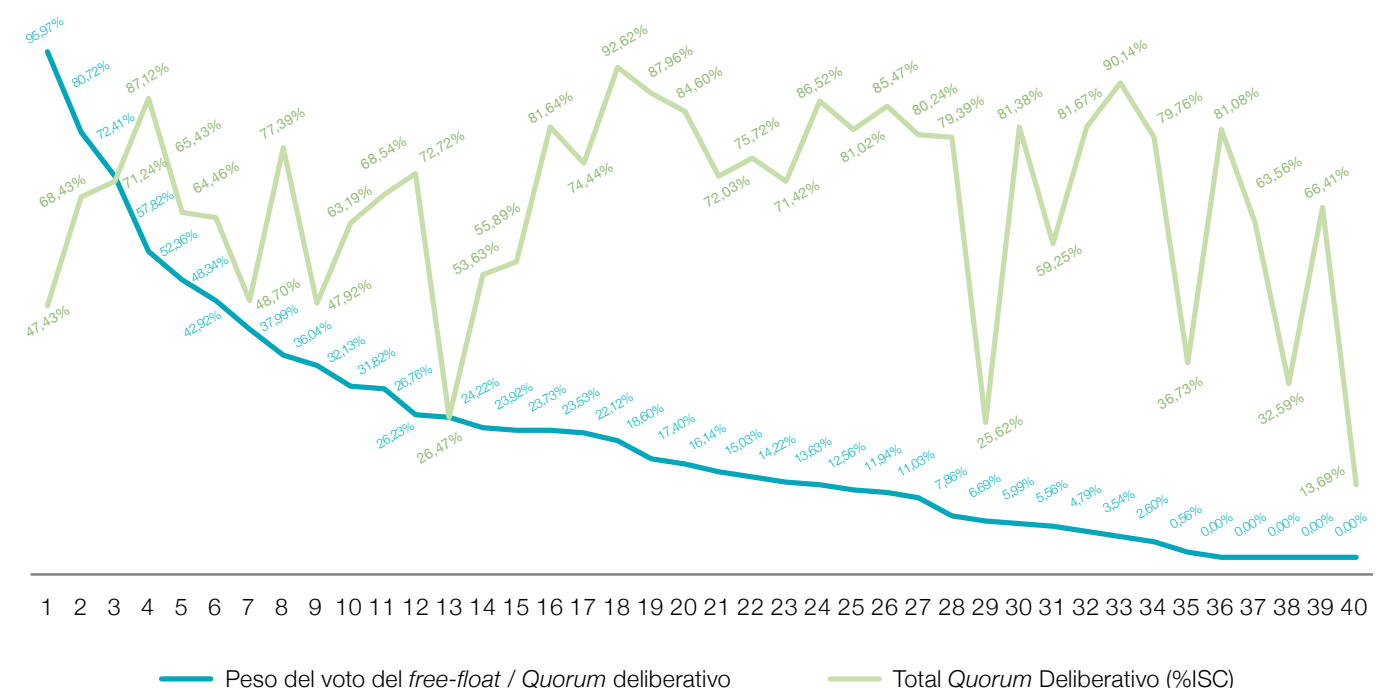
³ Los accionistas contemplados como núcleo duro son aquellos que están presentes en el capital social de la compañía por su relación con ella (como, por ejemplo, los miembros del consejo) y, generalmente, tienen una permanencia estable en su capital social.

Los gráficos reflejan cómo en algunas compañías (por ejemplo, la número 1 del gráfico del Ibex-35) el *quorum* está compuesto casi en su totalidad por inversores que forman parte del *free-float*. Por el contrario, otras compañías que han tenido un porcentaje similar de *quorum* (por ejemplo, la número 21 del gráfico del Ibex-35), no han contado con una participación alta del *free-float* y el *quorum* está compuesto, principalmente, por su núcleo duro. Otros ejemplos de este tipo de compañías serían los números 2 y 39 del gráfico del Mercado Continuo, que tienen un *quorum* similar, a pesar de tener una movilización del *free-float* diferente. Ello demuestra que el *quorum* es un número que no es representativo de la movilización del capital de una compañía, ya que este está directamente condicionado por la estructura accionarial de cada sociedad.

Ibex-35: Participación en la junta 2020



Top 40 del Mercado Continuo: Participación en la junta 2020





3.2 CUESTIONES MÁS CONFLICTIVAS

Al igual que en 2019, en el Ibex-35 y en el Top 40 del Mercado Continuo, el tema que ha suscitado mayor controversia entre los grandes inversores institucionales y el *proxy* advisor de referencia (ISS) en la Temporada de Juntas 2020 ha sido el relativo a la estructura y composición del consejo de administración.

Otras de las propuestas que han recibido una mayor proporción de votos y recomendaciones en contra en relación con el total de las propuestas presentadas han sido las relativas a variaciones en la estructura del capital (ampliaciones y reducciones de capital, así como la emisión de instrumentos). No obstante, este año, en las compañías de mayor capitalización los inversores institucionales han sido más flexibles en la aprobación de aumentos de capital, a pesar de las recomendaciones de voto negativas de ISS que, pese a la pandemia, ha penalizado más este tipo de propuestas que el año pasado.

En materia de retribución del consejo y altos directivos, tanto los accionistas como ISS han sido más estrictos este año con las compañías del Ibex-35, incrementando tanto el voto en contra como las recomendaciones negativas en relación con la Temporada de Juntas 2019. Por el contrario, a las compañías del Top 40 del Mercado Continuo les han penalizado menos que el año pasado.

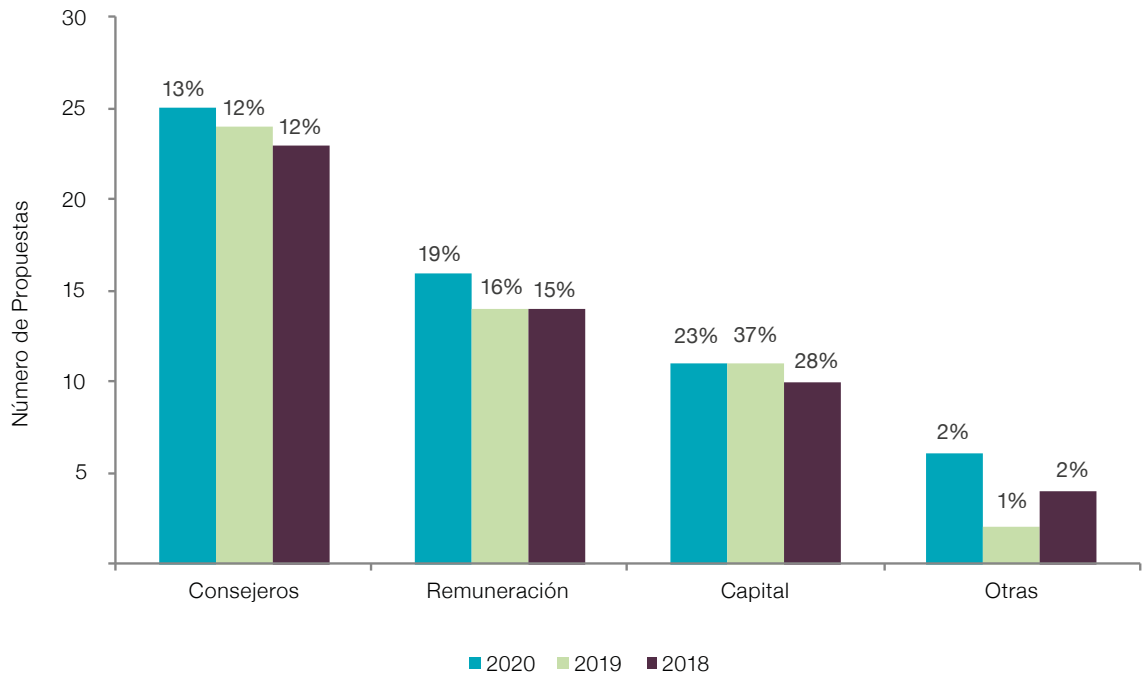
Ibex-35

En el Ibex-35, un total de 58 propuestas obtuvieron en 2020 más del 10% de oposición, lo que implica un aumento con respecto al año 2019 (51 propuestas). También ha aumentado ligeramente el número de compañías que recibió la oposición de más del 10% de los accionistas en, al menos, una de las propuestas sometidas a la aprobación de la junta, de 20 en 2019 a 21 compañías este año.

En los últimos tres años el número de propuestas penalizadas en materia de composición del consejo y remuneración han aumentado, mientras que el número de propuestas relativas a temas de capital se mantienen estables. Si analizamos las temáticas que han recibido mayor oposición en relación con el total de propuestas presentadas en cada una de las categorías, son los aumentos de capital los que han recibido la mayor proporción de voto en contra (23% de la totalidad de propuestas relacionadas con este tema ha recibido más del 10% de votos en contra).

El siguiente gráfico distingue, por materias, el número de propuestas que han recibido más del 10% de voto en contra en los últimos tres años. En cada caso indicamos el porcentaje que representan sobre el total de propuestas sobre la materia que se presentó en esa temporada de juntas.

Ibex-35: Número de propuestas con más de 10% de voto en contra y proporción en relación con el total de propuestas por categoría



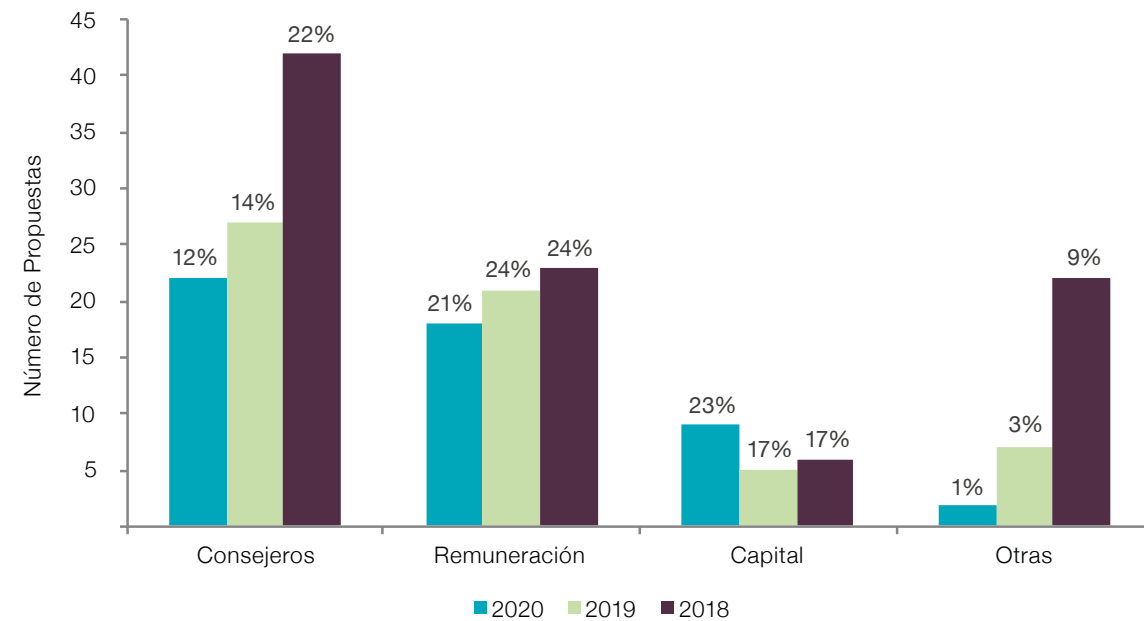
Top 40 del Mercado Continuo

Un total de 51 propuestas obtuvieron en 2020 más del 10% de oposición, frente a 60 propuestas del año anterior. Sin embargo, este año aumenta ligeramente el número de compañías penalizadas con más del 10% de oposición, pasando de 20 compañías en 2019 a 21 compañías este año.

A diferencia de las compañías del Ibex-35, en los últimos tres años el número de propuestas penalizadas en el Top 40 del Mercado Continuo en temas de composición del consejo y remuneración ha disminuido progresivamente, mientras que las relativas a temas de capital han aumentado este año debido al importante nivel de voto en contra que ha recibido una compañía. Si analizamos las temáticas que han recibido mayor oposición en cada una de las categorías, al igual que en las compañías de mayor capitalización, son las relacionadas con aumentos de capital las que han recibido la mayor proporción de voto en contra (23% de la totalidad de propuestas relacionadas con este tema ha recibido más del 10% de votos en contra, al igual que en el Ibex-35%).

El siguiente gráfico distingue, por materias, el número de propuestas que han recibido más del 10% de voto en contra en los últimos tres años. En cada caso indicamos el porcentaje que representan sobre el total de propuestas sobre la materia que se presentó en esa temporada de juntas.

Top 40 del Mercado Continuo: Número de propuestas con más del 10% de voto en contra y proporción en relación con el total de propuestas por categoría

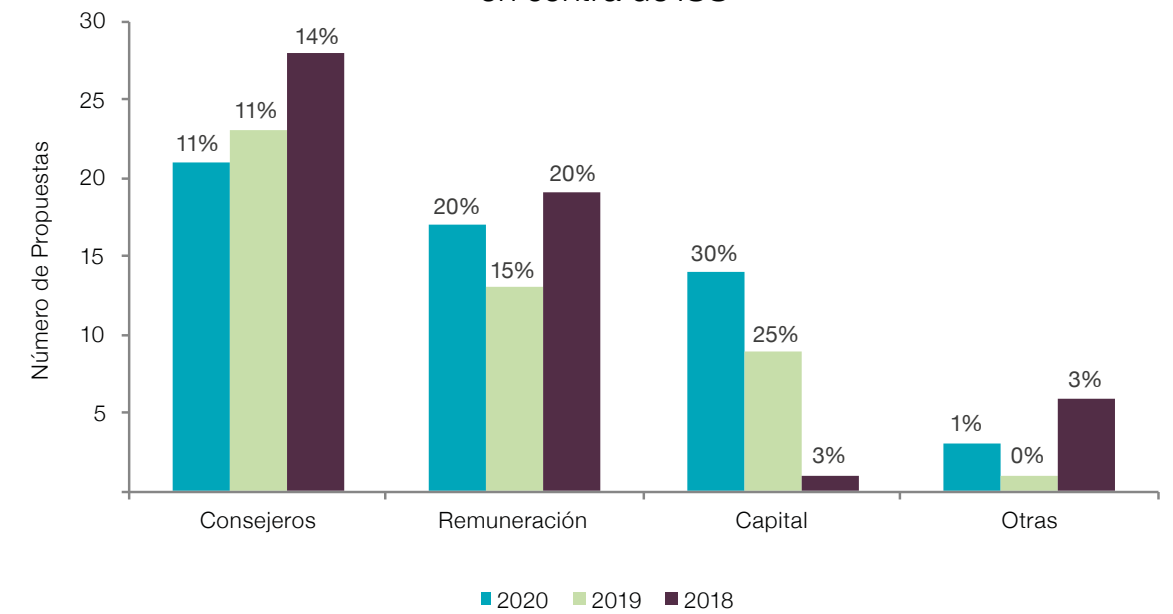


Recomendaciones de voto de ISS

Si analizamos las recomendaciones de voto del *proxy advisor* de referencia (ISS) para las empresas del Ibex-35, el mayor número de recomendaciones de voto no favorables se centraron en los asuntos relativos al consejo de administración (21 propuestas, dos menos que en 2019). Al igual que en la temporada de juntas pasada, el principal motivo para este tipo de recomendación ha sido el carácter "no independiente" de los consejeros sometidos a votación. Estas recomendaciones de voto en contra han influido más sin duda en los resultados de las juntas de aquellas empresas en las que tanto la presencia de inversión extranjera como el *free-float* son mayores.

Si analizamos los temas conflictivos en cada una de las categorías, los aumentos de capital han sido los que han recibido la mayor proporción de recomendación en contra (30% de la totalidad de propuestas relacionadas con este tema). En el siguiente gráfico se muestra el número de recomendaciones en contra de ISS por materias, indicando el porcentaje que representan sobre el total de las recomendaciones de voto de este asesor.

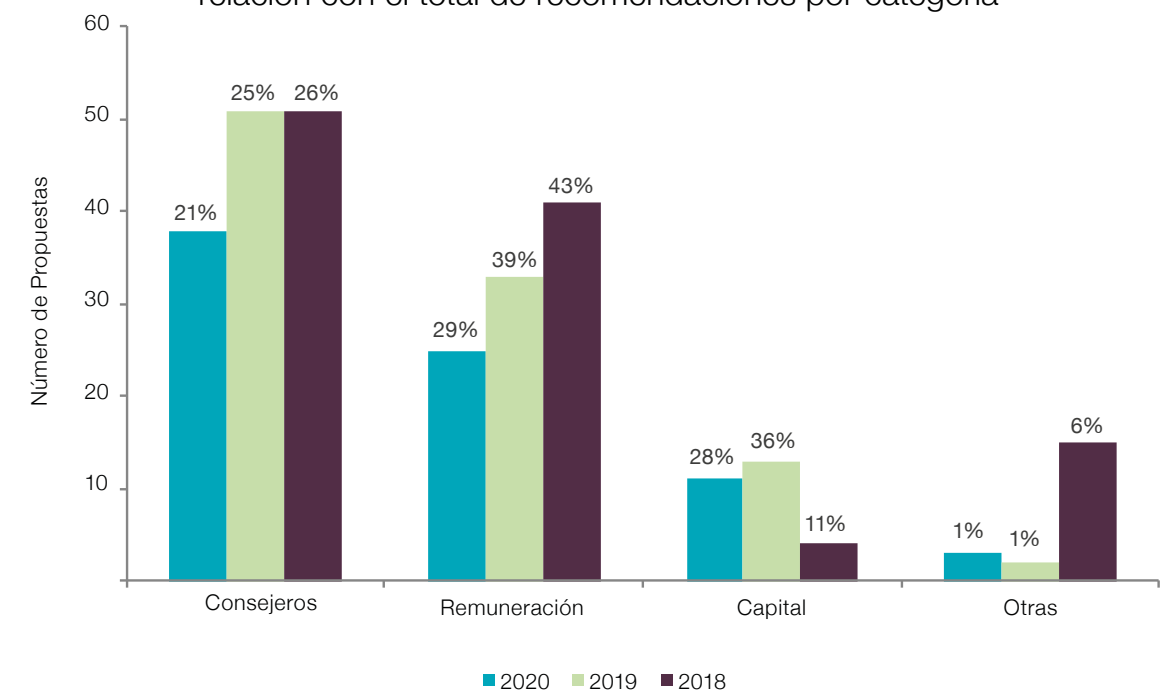
Ibex-35: Número de propuestas con recomendaciones en contra de ISS



En el Top 40 del Mercado Continuo el número de propuestas penalizadas por ISS ha disminuido notablemente (77 este año en contraste con 99 en 2019).

El mayor número de recomendaciones de voto no favorables se centraron en asuntos relativos al consejo de administración (38 propuestas, en contraste con 51 en 2019). Por temas, las propuestas más penalizadas en las distintas categorías han sido las relativas a la remuneración (29%), seguidas de los aumentos de capital (28%). En el siguiente gráfico se muestra el número de recomendaciones en contra de ISS por materias, indicando el porcentaje que representan sobre el total de las recomendaciones de voto de este asesor.

Top 40 del Mercado Continuo: Número de propuestas con recomendaciones en contra de ISS y proporción en relación con el total de recomendaciones por categoría



Como conclusión, podemos afirmar que durante la Temporada de Juntas 2020, que ha estado marcada por la pandemia, las compañías de mayor capitalización han recibido por parte de sus inversores un mayor apoyo a las propuestas relativas a modificaciones en el capital social, sobre todo, a las propuestas de aumento de capital. Sin embargo, los inversores han sido más estrictos en temas de remuneración de consejeros y altos directivos.

En el Top 40 del Mercado Continuo, tanto los accionistas como ISS han sido más flexibles este año, salvo en los aumentos de capital donde, aparentemente, los inversores se han mostrado más estrictos. Sin embargo, esto se debe a que una compañía ha recibido un alto nivel de voto en contra en dos propuestas de aumento de capital, aún con recomendaciones favorables de ISS. Si se excluyese esa compañía, la penalización a los temas de aumento de capital disminuiría, en línea con la tendencia de las recomendaciones de voto del *proxy advisor* de referencia.

En los próximos apartados se analizará con mayor detalle cada uno de estos temas tanto para el Ibex-35 como para el Top 40 del Mercado Continuo.

3.2.1 CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN

Como hemos indicado anteriormente, en la Temporada de Juntas 2020 los aspectos relativos al consejo de administración han sido los que más controversia han generado entre los inversores institucionales y *proxy advisors*.

En España se ha producido una evolución favorable en los últimos años en materia de buen gobierno corporativo y se siguen realizando mejoras para alinear nuestra normativa y recomendaciones con los más altos estándares internacionales. En el mes de junio se publicó la revisión limitada del Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas, realizada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). Entre las actualizaciones, una de las novedades más relevantes es el fomento de la presencia de mujeres en los consejos de administración, aumentando la presencia recomendada de mujeres en el consejo, del 30% en 2020 al 40% para el 2022.

En materia de estructura de los consejos de administración, la independencia y la diversidad siguen siendo los temas en los que se focalizan los inversores institucionales y *proxy advisors*. Sus exigencias en materia de diversidad no se ciñen únicamente a la diversidad de género, sino también de conocimientos, experiencias, edad, geografía y este año también se ha apreciado un impulso por la diversidad racial, como consecuencia de los movimientos sociales que se han desatado internacionalmente por la desigualdad racial. Este movimiento ha sido especialmente relevante en los Estados Unidos donde las compañías se han esforzado por aumentar el número de afroamericanos representados en los consejos de administración.

A continuación, se analiza la evolución en los últimos tres años de las estructuras de los consejos de las empresas del Ibex-35 y del Top 40 del Mercado Continuo.

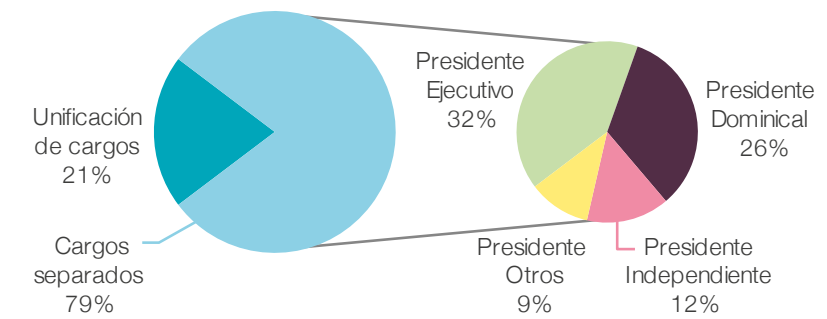
Evolución de la separación de cargos de presidente y primer ejecutivo en los últimos tres años. Tipología de presidente en las empresas del Ibex-35 y del Top 40 del Mercado Continuo

En nuestro ordenamiento jurídico, el cargo de presidente del consejo puede recaer en un consejero ejecutivo, salvo disposición estatutaria en contrario. No obstante, cuando se acumulen ambos cargos en una misma persona se establecen dos medidas de salvaguarda. En primer lugar, se exige una mayoría reforzada de dos tercios de los miembros del consejo para el acuerdo de nombramiento. En segundo lugar, se debe nombrar a un consejero coordinador de carácter independiente (*lead independent director*) para que actúe como interlocutor entre los consejeros independientes y el presidente y fiscalice la labor de este último al frente del consejo.

No obstante lo anterior, con carácter general, ISS aconseja votar en contra del nombramiento o reelección de aquellos presidentes que son, a su vez, los primeros ejecutivos de la compañía (CEO). Esta recomendación podrá modularse en atención a las particularidades de cada caso, por ejemplo, cuando la unificación de cargos sea temporal (no más de dos años) o se hayan establecido mecanismos de control adecuados (como la presencia de un *lead independent director*, o un alto nivel de independencia en el consejo y las comisiones).

Las compañías españolas siguen realizando esfuerzos para adaptarse a los estándares internacionales en materia de buen gobierno corporativo pero, la peculiaridad del mercado español, hace que la figura del presidente ejecutivo sea aún bastante común en las compañías cotizadas.

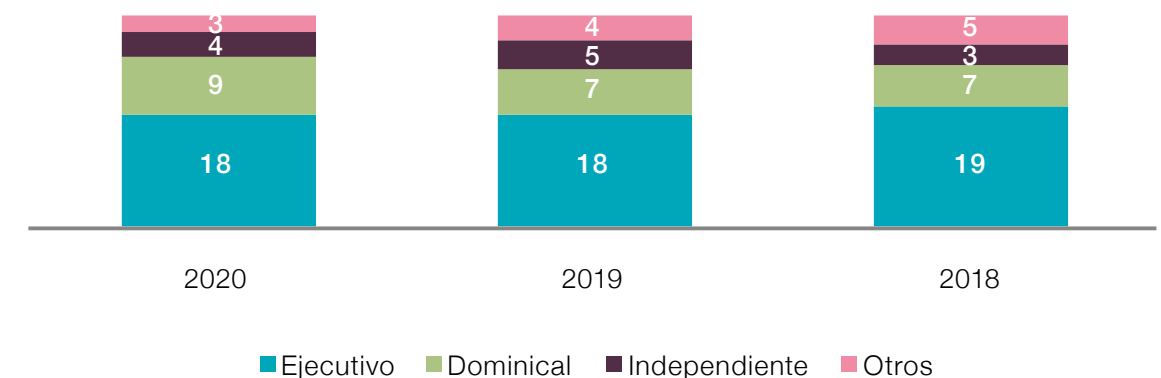
Ibex-35: Unificación vs. separación de cargos entre el presidente y consejero delegado 2020



En octubre de 2020, había siete compañías del Ibex-35 que tenían los cargos de presidente y CEO unificados, al igual que el año anterior. En 11 de las 27 compañías restantes, pese a la separación formal de los cargos, el presidente tenía la condición de ejecutivo. En estos casos, de acuerdo con los estándares internacionales, se entiende que la presencia de un consejero delegado, con facultades y funciones diferenciadas de las del presidente del consejo, sirve como una medida de contrapeso para evitar la concentración de poder.

Si analizamos la tipología de los presidentes de los consejos de las empresas del Ibex-35 observamos que la mayoría son consejeros ejecutivos (53%), este porcentaje se mantiene constante respecto al año 2019. Cada vez hay más inversores institucionales que son partidarios que la presidencia del consejo recaiga sobre un consejero independiente. Sin embargo, en el Ibex-35, solo un 11,8% de las compañías cuentan con un presidente independiente. La diferencia en la tipología de presidentes respecto al año 2019 se debe a la actualización de las empresas que pertenecen al índice, puesto que aquellas compañías que han permanecido en el índice han mantenido la tipología de su presidente igual que el año anterior.

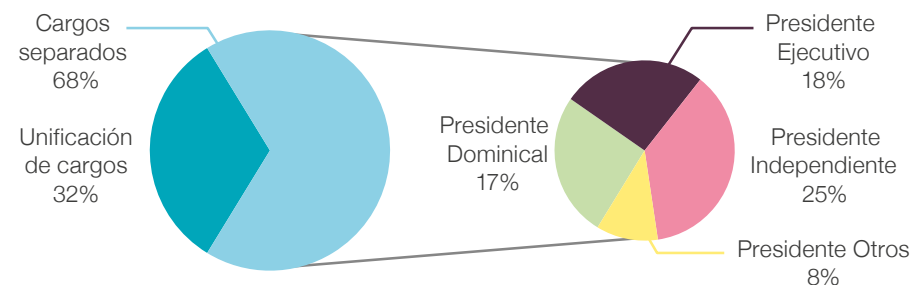
Ibex-35: Presidentes del consejo según su tipología



En la Temporada de Juntas de 2020, en las empresas del Ibex-35, no se ha sometido a votación la ratificación o reelección de ningún consejero delegado que sea a su vez presidente del consejo.

En el Top 40 del Mercado Continuo el número de compañías que aún mantiene una unificación de cargos del presidente y consejero delegado (13) es bastante más elevado que en las empresas del Ibex-35 (7). Sin embargo, diez de las compañías que tienen los cargos separados cuentan con un presidente independiente, lo que representa un 25% del total.

Top 40 del Mercado Continuo: Unificación vs. separación de cargos entre el presidente y consejero delegado 2019

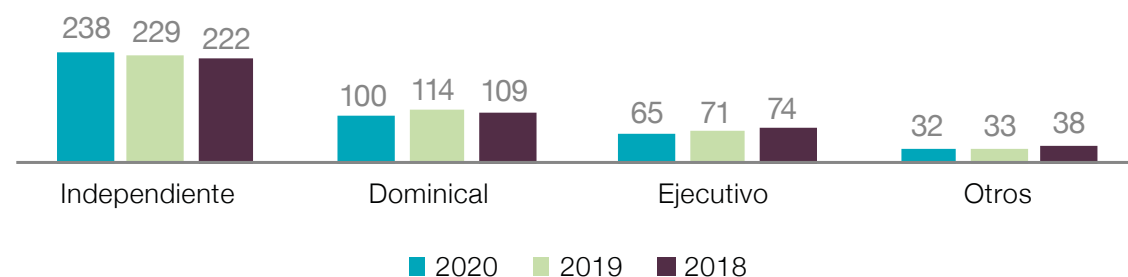


En la Temporada de Juntas 2020, en el Top 40 del Mercado Continuo se ha sometido a votación la reelección de seis consejeros que tienen los cargos de presidente y consejero delegado unificados, tres de ellos recibieron recomendaciones contrarias por parte de ISS. Como hemos explicado antes, con carácter general, ISS recomendará votar en contra de la unificación de cargos, si bien podrá tener en cuenta las particularidades de la compañía. El promedio de voto en contra de las seis propuestas de reelección fue del 7,25%.

Evolución de la independencia de los consejeros en las empresas del Ibex-35 y del Top 40 del Mercado Continuo en los últimos tres años

Tanto los inversores institucionales como los *proxy advisors* consideran que la independencia del consejo de administración es el factor más importante a la hora de analizar la estructura de los consejos de administración. Generalmente establecen un umbral mínimo de independencia del 50%. Como excepción, cuando se trate de una compañía controlada o con una capitalización bursátil pequeña, dicho umbral se reduce a un tercio (33%). En esta misma línea se manifiesta el Código de Buen Gobierno en su Recomendación 17⁴.

Ibex-35: Evolución de la estructura de los consejos de administración



En las compañías del Ibex-35, el número de consejeros independientes continúa su tendencia creciente, pasando de 222 en 2018 a 229 en 2019 y a 238 en 2020.

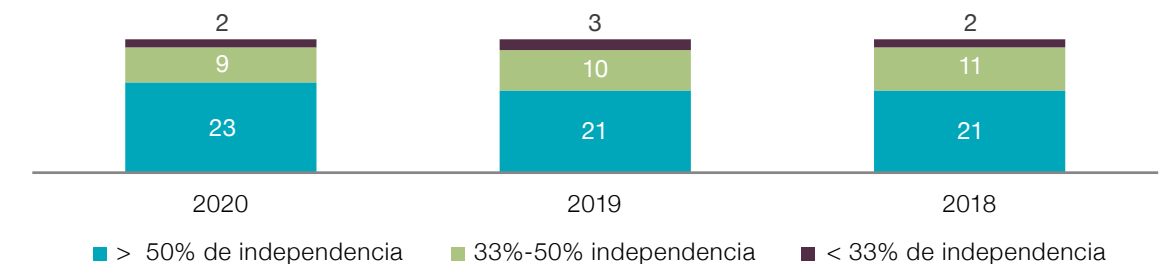
Tras analizar la independencia en las empresas del Ibex-35, observamos que:

- 23 compañías, que representan un 67,6% de las sociedades analizadas, tienen más de un 50% de independencia en sus consejos. Si comparamos estos datos con los del año 2019, hay dos compañías más que superan este umbral.

⁴ 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.

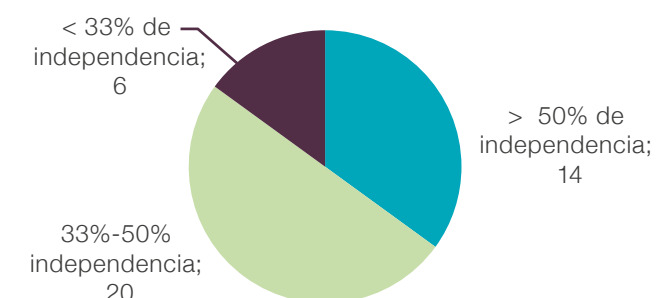
- Nueve compañías, que representan el 26,5% del índice, tienen un nivel de independencia entre el 33% y el 50%. Tres de estas compañías son empresas controladas que cumplen con los requisitos mínimos de independencia.
- Dos compañías, que representan el 5,9% del Ibex-35, no alcanzan un umbral de independencia del 33%.

Ibex-35: Número de compañías según el nivel de independencia en los consejos de administración



Del Top 40 del Mercado Continuo, 14 compañías tienen consejos de administración con más del 50% de consejeros independientes. De las 26 empresas que tienen un porcentaje de independencia por debajo del 50%, ocho son empresas controladas⁵ y solo cuatro de ellas cumplirían con el requisito mínimo de independencia del 33% para empresas controladas. Por lo tanto, 22 de las empresas analizadas del Top 40 del Mercado Continuo no cumplen con los requisitos mínimos de independencia. Debemos destacar que cuatro de estas empresas sí cumplirían con este requisito en el año 2019.

Top 40 del Mercado Continuo: Independencia en los consejos de administración



Evolución de la diversidad de género en los consejeros del Ibex-35 y del Top 40 del Mercado Continuo

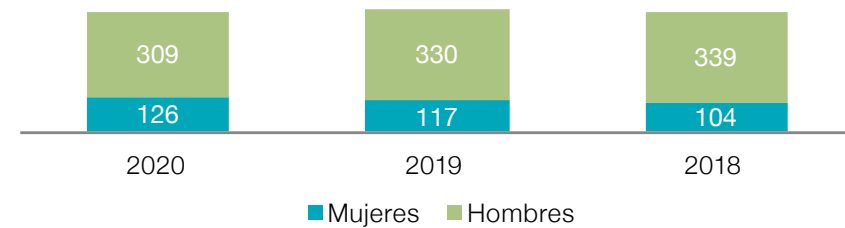
En la Temporada de Juntas 2020, los asuntos relativos a la diversidad y, en concreto, a la diversidad de género, han vuelto a estar en el foco de los inversores institucionales y *proxy advisors*. La presencia de mujeres en los consejos de administración del Ibex-35 sigue una tendencia creciente; en octubre de 2020 había 126 mujeres que representaban un 29% del total frente a las 117 mujeres que había en 2019, que representaban un 26% del total.

Este porcentaje del 29% de mujeres presente en los consejos, puede dar la sensación de que en España estamos muy cerca de llegar al objetivo del 30% de mujeres aconsejado por el Código de Buen Gobierno. Sin embargo, a octubre de 2020, aún había 17 compañías del Ibex-35 cuyo porcentaje de mujeres en el

⁵ ISS considera compañías controladas aquellas dónde hay un accionista de control con, al menos, el 50% del capital social.

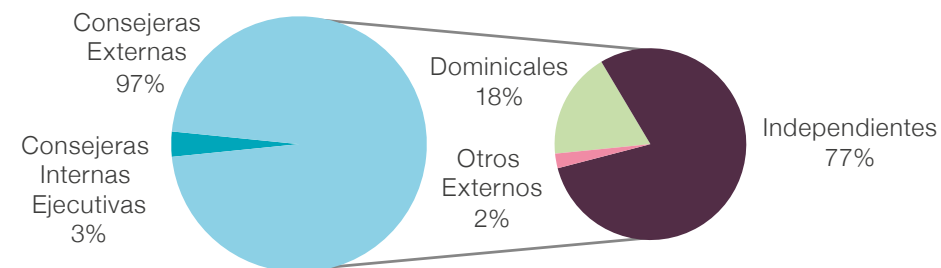
consejo estaba por debajo del 30%. En cinco de estas empresas, el porcentaje de mujeres no alcanzaba a representar el 20%, si bien, todas ellas cuentan con, al menos, la presencia de una mujer en su consejo.

Ibex-35: Diversidad de género en los consejos de administración



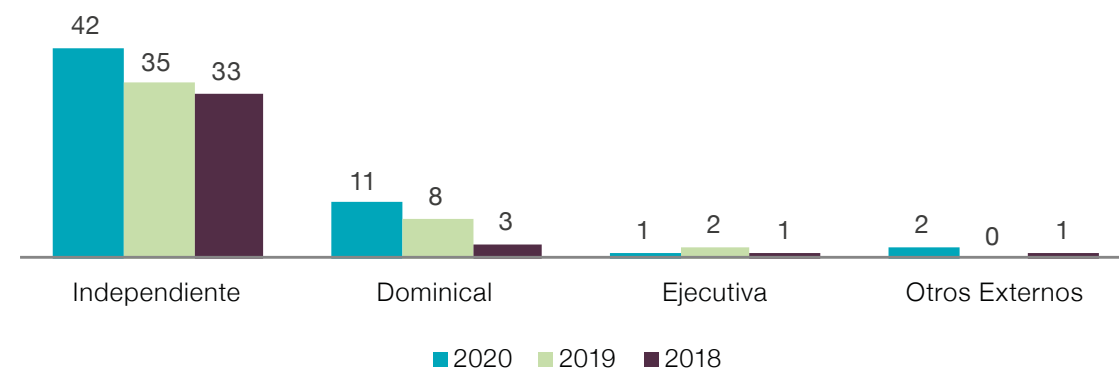
Como podemos observar en el siguiente gráfico, de las 126 consejeras de empresas del Ibex-35, un 97% son consejeras externas, en su mayoría independientes (un 77%).

Ibex-35: Categoría consejeras tras la Temporada de Juntas 2020



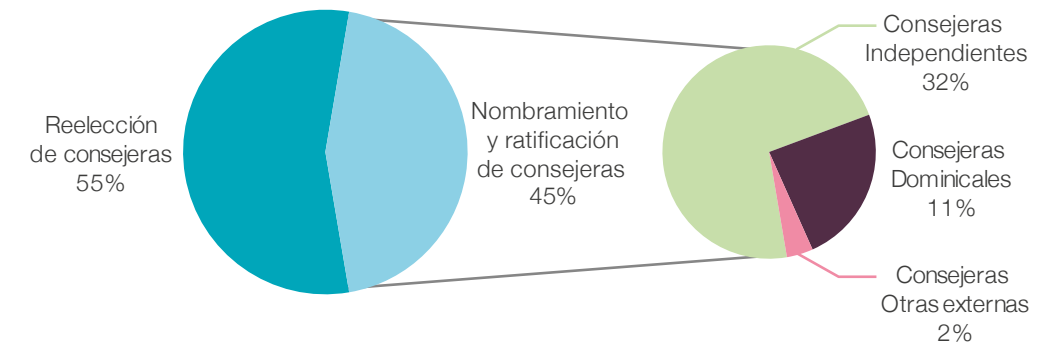
En la Temporada de Juntas 2020 en el Ibex-35 se ha sometido a votación el nombramiento, ratificación o reelección de 56 mujeres. Se mantiene la tendencia de años anteriores y crece el número de propuestas que, en 2020, ha sido de 11 consejeras más que en 2019. El promedio de votos a favor del nombramiento, ratificación y reelección de consejeras en 2020 ha sido de un 95,15%.

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



Tal y como refleja el siguiente gráfico, un 55% de las propuestas se refería a la reelección de consejeras y un 45% a nuevos nombramientos o ratificaciones de consejeras.

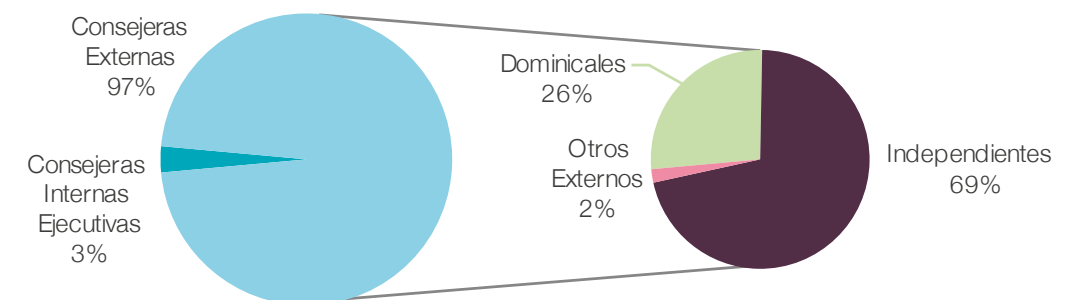
Ibex-35: Tipo de propuesta para las consejeras sometidas a votación en la Junta 2020



En el Ibex-35, el 75% de las consejeras que han sido sometidas a nombramiento, ratificación o reelección tienen carácter independiente. Como en años anteriores, si comparamos esta cifra con la de nombramiento, ratificación y reelección de consejeros, el número disminuye considerablemente; de 87 consejeros propuestos, solo 38 (un 44%) son consejeros independientes.

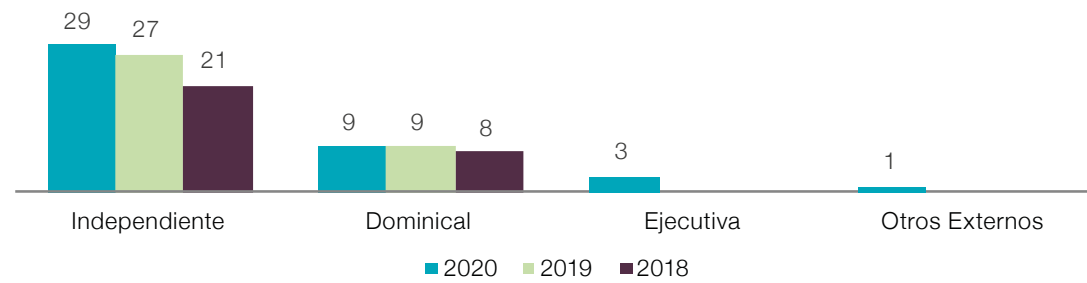
En los consejos de administración del Top 40 del Mercado Continuo, hay 104 mujeres, lo que representa el 25% del número total de consejeros. De ellas, un 97% son consejeras externas, de las cuales un 69% son independientes.

Top 40 del Mercado Continuo: Categoría consejeras tras la Temporada de Juntas 2020



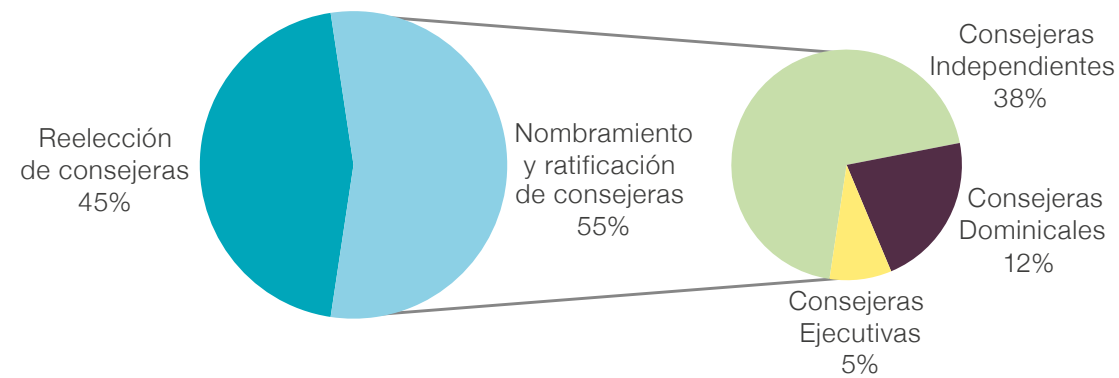
En la Temporada de Juntas 2020, en el Top 40 del Mercado Continuo, se ha propuesto el nombramiento, ratificación o reelección de 42 mujeres, 29 de ellas independientes. Al igual que en el Ibex-35 observamos una tendencia creciente en el número de consejeras. El promedio de votos a favor del nombramiento, ratificación y reelección de consejeras en 2020 ha sido de un 96,16%.

Top 40 del Mercado Continuo: Tipo de consejeras sometidas a ratificación, nombramiento o reelección



Si analizamos el tipo de propuesta sometida a votación, observamos que un 45% se referían a la reelección de consejeras, y un 55% a nuevos nombramientos o ratificaciones de consejeras. De los nuevos nombramientos y ratificaciones el 70% corresponde a consejeras independientes.

Top 40 del Mercado Continuo: Tipo de propuesta para las consejeras sometidas a votación en la Junta 2020



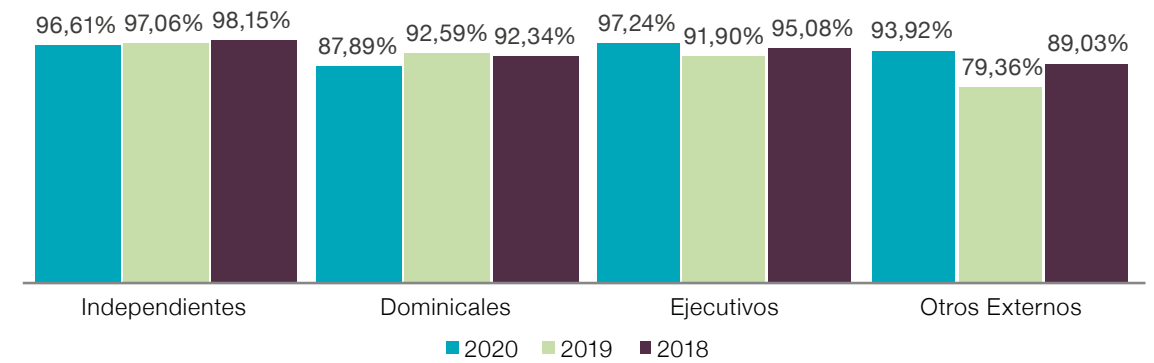
Resultados de las votaciones en propuestas vinculadas al consejo de administración y evolución en los últimos tres años

Los siguientes gráficos reflejan los niveles de apoyo, en los últimos tres años, a las propuestas de nombramiento, ratificación y reelección de consejeros y consejeras en las empresas del Ibex-35 y del Top 40 del Mercado Continuo, divididas por nivel de apoyo y por categoría de consejero.

En las empresas del Ibex-35, durante la Temporada de Juntas 2020, ha aumentado el nivel de voto favorable a los consejeros ejecutivos y "otros externos", mientras que se ha reducido el apoyo a los consejeros independientes y dominicales. Si comparamos los resultados del 2020 con los del 2019 y 2018, observamos un aumento significativo en el nivel de apoyo a los consejeros ejecutivos, quienes han obtenido el mayor nivel de votos favorables. Destaca el mayor respaldo a los consejeros clasificados como "otros externos", tras sufrir el año pasado una disminución en el nivel de apoyo en comparación con el 2018. Los consejeros dominicales han sido los que menor respaldo han recibido este año.

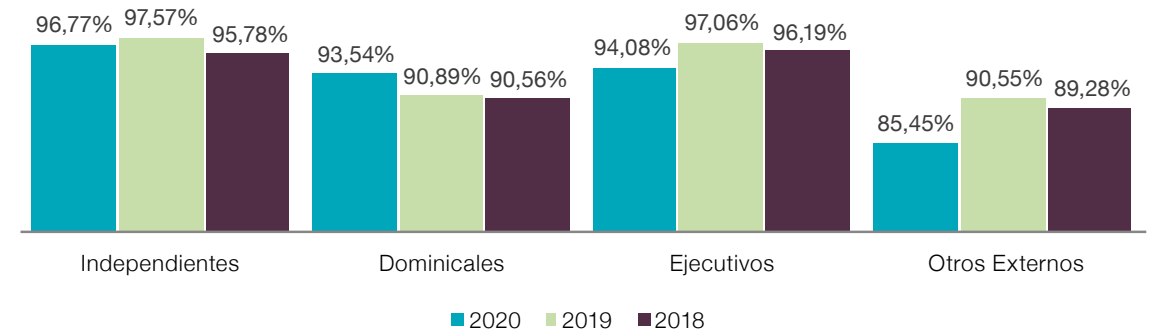
Por último, cabe destacar la ligera disminución en el nivel de apoyo de los consejeros independientes, debido fundamentalmente a un elevado porcentaje de voto en contra recibido en dos compañías en particular.

Ibex-35: Nivel de apoyo medio por tipo de consejero



En el Top 40 del Mercado Continuo si comparamos las cifras de 2020 con las de los dos años anteriores, se aprecia un aumento en el nivel de apoyo promedio a los consejeros dominicales. Por el contrario, rompiendo con la tendencia de crecimiento mostrada el año pasado con respecto a la Temporada de Juntas de 2018, se observa una disminución en el nivel de apoyo a las restantes categorías de consejeros (independientes, ejecutivos y "otros externos") con respecto al 2019. Pese a la ligera disminución del respaldo recibido durante esta temporada de juntas, los consejeros independientes son los que mayor apoyo siguen recibiendo.

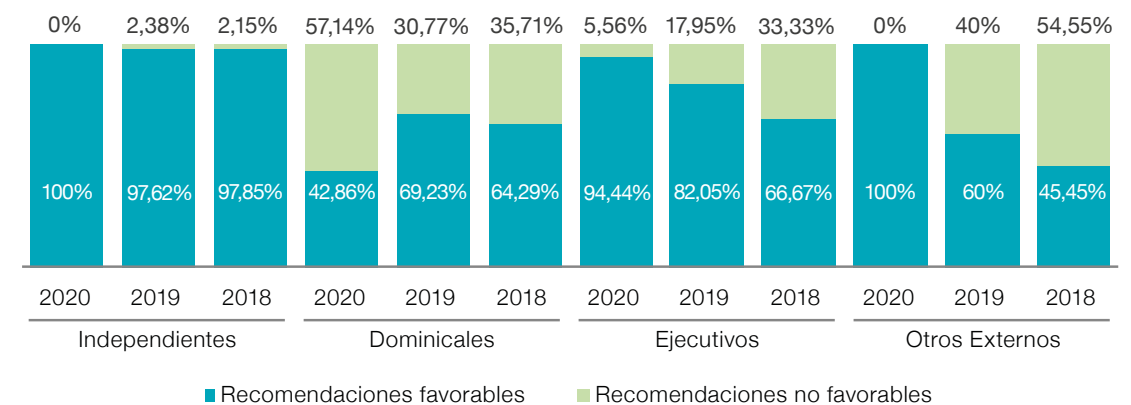
Top 40 del Mercado Continuo: Nivel de apoyo medio por tipo de consejero



Recomendaciones de los proxy advisors por tipo de consejero

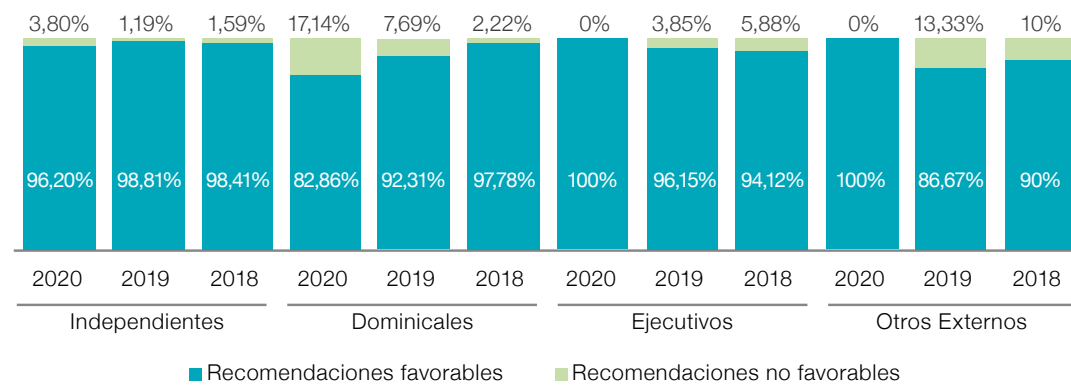
A continuación, se analizan las recomendaciones de voto de ISS y Glass Lewis por tipo de consejero para las empresas de Ibex-35.

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



Durante la Temporada de Juntas del 2020, ISS emitió un total de 21 recomendaciones contrarias al nombramiento, ratificación o reelección de consejeros de un total de 142 resoluciones en materia de consejo. Esto representa el 15% de las resoluciones de esta categoría, porcentaje que coincide con el del año 2019. Prácticamente la totalidad de estas recomendaciones de voto en contra afectaron a los consejeros calificados como dominicales, mientras que todos los consejeros independientes y “otros externos” recibieron el apoyo de este *proxy advisor*.

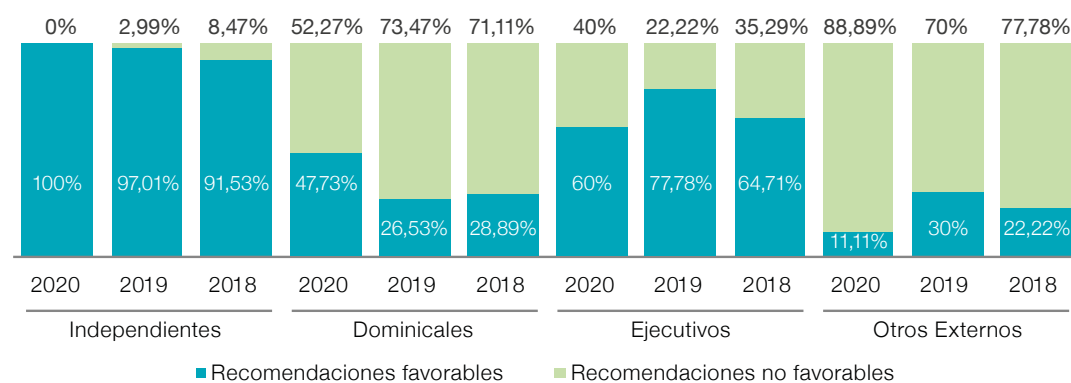
Ibex-35: Recomendaciones de voto de Glass Lewis por tipo de consejero



Por su parte, Glass Lewis emitió un total de nueve recomendaciones no favorables en materia de consejo, de un total de 142 resoluciones. Esto representa tan solo un 6% de estas recomendaciones, siendo ligeramente superior al número de recomendaciones contrarias de 2019. Estas recomendaciones en contra han sido otorgadas a los consejeros dominicales y a tres consejeros independientes. Estos tres últimos pertenecían a una misma compañía y las razones que motivaron el voto en contra no estaban ligadas a su calidad de independientes. Glass Lewis consideraba que, con estos nombramientos, se superaba el tamaño máximo del consejo aconsejado en el CBG y empeoraba la proporción de mujeres en el consejo. Además, todos los candidatos mostraban un perfil similar (con *background* político) que no aportaban capacidades nuevas al consejo.

El siguiente gráfico muestra la evolución de las recomendaciones de voto de ISS por tipo de consejero para el Top 40 del Mercado Continuo en 2020, 2019 y 2018. En la Temporada de Juntas 2020 se sometieron a votación 130 resoluciones relativas a nombramiento, ratificación o reelección de consejeros. De ellas, 37 recibieron una recomendación de voto en contra por parte de ISS, lo que representa un 28% de estas resoluciones. En 2020 se ha producido un aumento considerable en el porcentaje de recomendaciones de voto negativas a los consejeros calificados como ejecutivos y “otros externos” por parte de ISS en comparación al 2019 y el 2018.

Top 40 del Mercado Continuo: Recomendaciones de voto de ISS por tipo de consejero



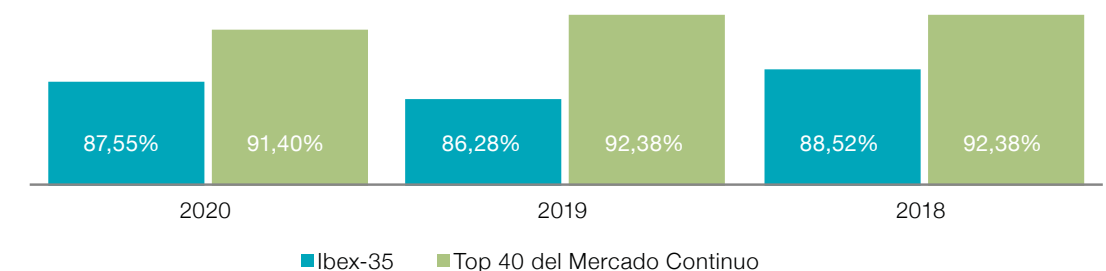
Si evaluamos las 24 propuestas del Ibex-35 en materia de consejo que han recibido una recomendación no favorable por parte de ISS o Glass Lewis, observamos que el nivel de voto en contra en 19 de ellas fue superior al 10%. Si hacemos este mismo análisis en el Top 40 del Mercado Continuo, de las 37 propuestas que recibieron una recomendación no favorable por parte de ISS, 18 recibieron un porcentaje de votos superior al 10%. Este menor impacto en las recomendaciones de los *proxy advisors* en el Top 40 del Mercado Continuo se debe principalmente a que el nivel de *free-float* en estas compañías es inferior al de las empresas del Ibex-35.

3.2.2 REMUNERACIÓN DE CONSEJEROS Y ALTOS DIRECTIVOS

Resultados de las votaciones en materia de retribución y evolución en los últimos tres años de las votaciones al IARC

Durante la Temporada de Juntas 2020, el apoyo medio al Informe Anual de Remuneraciones de Consejeros (“IARC”), se ha incrementado ligeramente con respecto al año anterior en las compañías del Ibex-35 y se ha reducido en las del Top 40 del Mercado Continuo. Sin embargo, el nivel de apoyo es menor en las primeras que en las segundas debido a que la presencia de inversores institucionales extranjeros en el capital de las compañías del Top 40 del Mercado Continuo es menor.

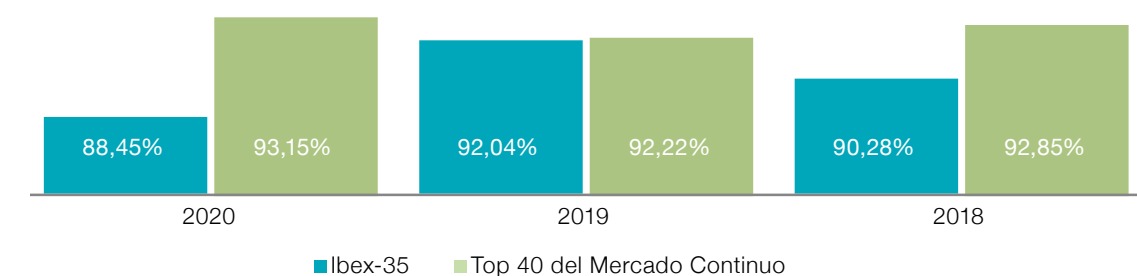
IARC: Evolución del nivel de apoyo



En la Temporada de Juntas 2020, 16 compañías del Ibex-35 sometieron a aprobación su política de remuneraciones. El apoyo medio a esta política fue significativamente inferior al de otros años. Esto se debe principalmente a que tres compañías obtuvieron un porcentaje de voto en contra superior al 20%. Dichas compañías recibieron, además, recomendaciones negativas por parte de los *proxy advisors* de referencia. Estos manifestaron su preocupación, entre otros, respecto al aumento del salario de los consejeros, los bonus anuales -que consideraron inapropiados-, la falta de transparencia en las cláusulas de recobro (*clawback*) o los excesivos pagos por terminación de contrato.

En el Top 40 del Mercado Continuo, 23 compañías sometieron a votación su política de remuneraciones y el nivel de votos favorables se mantuvo en línea con el del 2019.

Política de Remuneración: Evolución del nivel de apoyo

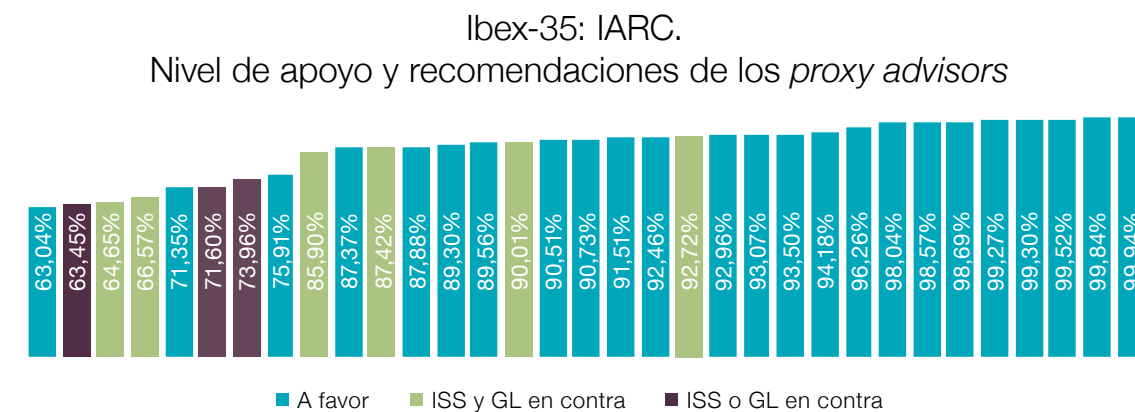


Influencia de los proxy advisors

Respecto a la votación del IARC, si analizamos el voto en cada una de las empresas del Ibex-35, la compañía que obtuvo menor apoyo recibió un 63,04% de votos a favor y la compañía que obtuvo el mayor apoyo contó con un 99,94% de votos a favor. Esto la situó en más de 10 puntos por encima de la media, que fue de 87,55% de votos a favor.

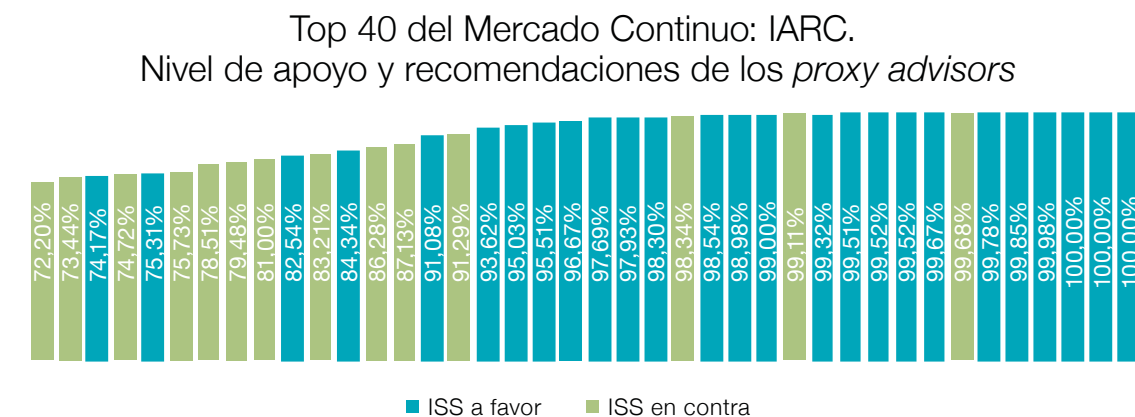
En la Temporada de Juntas 2020, 19 empresas han recibido más del 90% de votos a favor, aunque no todas habían recibido recomendaciones favorables por parte de los *proxy advisors* de referencia. Un total de nueve compañías obtuvieron un voto en contra superior al 10%⁶, aunque dos de ellas habían recibido una recomendación favorable por parte de los dos *proxy advisors* de referencia.

El siguiente gráfico muestra el porcentaje de voto a favor recibido por cada una de las compañías en el voto consultivo del IARC y si recibieron recomendaciones favorables o contrarias por parte de los *proxy advisors*.



En el Top 40 del Mercado Continuo, la compañía que obtuvo el menor número de votos favorables tiene un porcentaje de apoyo de 72,20% mientras que, la compañía con el mayor apoyo recibió un 100% de votos favorables. La media de votos favorables fue de 91,40% y 13 compañías recibieron un porcentaje de votos negativos superior al 10% del *quorum*.

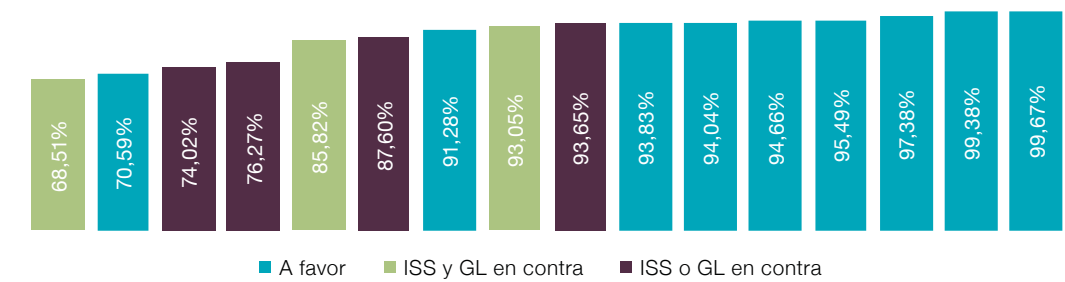
La influencia de las recomendaciones de ISS en los resultados de las juntas del Top 40 del Mercado Continuo es menor que en el Ibex-35. Este menor impacto de las recomendaciones de ISS se debe a que el nivel de *free-float* de estas compañías es más bajo que el de las empresas del Ibex-35 y, por consiguiente, el número de inversores institucionales activos en materia de gobierno corporativo es menor.



En relación con la política de remuneraciones, en 2020, los *proxy advisors* emitieron recomendaciones de voto no favorables para siete compañías del Ibex-35.

⁶ En algunas compañías hay inversores que, por política interna, suelen abstenerse de votar en este tipo de propuestas, lo que conlleva a contar con 14 compañías con un nivel de apoyo menor al 90%.

Ibex-35: Política de Remuneraciones. Nivel de apoyo y recomendaciones de los *proxy advisors*

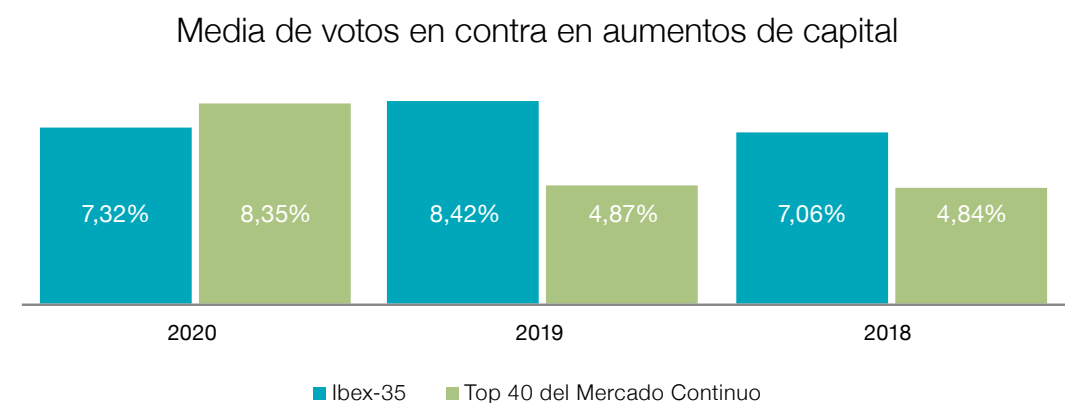


En el Top 40 del Mercado Continuo, ISS recomendó a los inversores votar en contra de la política de remuneraciones en ocho compañías.



3.2.3 MODIFICACIÓN DEL CAPITAL SOCIAL

En este apartado analizamos los resultados en las votaciones sobre aumentos de capital y su evolución en los últimos tres años. Tal y como muestra el siguiente gráfico, el porcentaje medio de votos en contra en las propuestas de aumento de capital ha disminuido en 1,10pp en las compañías del Ibex-35 con respecto al 2019. Por el contrario, ha aumentado considerablemente el porcentaje de votos en contra (3,48pp) en las propuestas de aumento de capital del Top 40 del Mercado Continuo con respecto al año anterior.

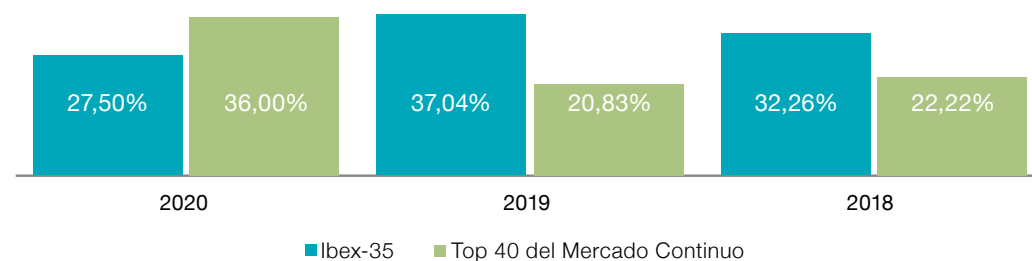


Si analizamos los acuerdos de aumento de capital de las compañías del Ibex-35 y del Top 40 del Mercado Continuo que han recibido la oposición de más del 10% del *quorum*, se aprecia que:

- En el Ibex-35 el porcentaje de propuestas relativas a la delegación en el consejo para realizar aumentos de capital, que ha recibido más del 10% de votos en contra ha disminuido con respecto al 2019.
- Por el contrario, en el Top 40 del Mercado Continuo de las 25 propuestas relativas a la delegación en el consejo para realizar aumentos de capital, nueve recibieron un porcentaje de voto en contra mayor al 10%. Esto equivale al 36% de las propuestas, que es un porcentaje superior al de 2019.

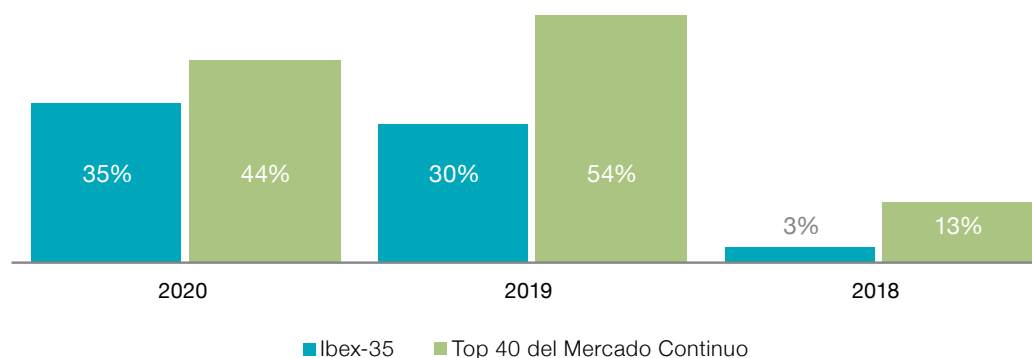
No obstante, en las compañías de menor capitalización, encontramos una empresa que ha obtenido un porcentaje de voto en contra del 26,36% y del 22,19% en dos propuestas en materia de aumento de capital. Estos porcentajes hacen que la media de voto en contra con más de 10% del *quorum* en contra se incrementa, afectando a la tendencia decreciente percibida en los últimos años. Además, cabe destacar que dicha compañía ha obtenido una recomendación favorable por parte del *proxy* advisor ISS en ambas propuestas.

Resoluciones con más de 10% del *quorum* en contra



Si evaluamos las 40 propuestas de aumento de capital del Ibex-35, 14 propuestas (35%) han recibido una recomendación no favorable por parte de ISS. En el Top 40 del Mercado Continuo, el porcentaje de propuestas con recomendación no favorable fue considerablemente inferior al 2019. De las 25 propuestas en aumento de capital, 11 han recibido una recomendación no favorable, lo que representa el 44% frente al 54% del año 2019.

ISS: Recomendaciones de voto no favorables en propuestas de aumento de capital



Cómo preparar la Temporada de Juntas 2021

4 CÓMO PREPARAR LA TEMPORADA DE JUNTAS 2021

La pandemia de la COVID-19 ha puesto a prueba la resistencia y resiliencia del gobierno corporativo de las compañías cotizadas a nivel mundial. Se ha demostrado que las empresas con estructuras de gobierno corporativo más sólidas tienen mayor capacidad para resistir y reaccionar adecuadamente en un escenario de crisis. Al igual que en otros sectores, la pandemia y sus efectos en el ámbito económico y social han actuado como un acelerador de las prácticas de buen gobierno corporativo. De ahí que esta crisis haya sido ya calificada como una “crisis transformativa”.

La Temporada de Juntas 2021 se presenta con innumerables retos regulatorios, competitivos y económicos a los que los consejos de administración tendrán que hacer frente para mitigar cualquier riesgo que pueda impactar en el éxito de sus juntas de accionistas. Entre los más importantes destacan los siguientes:

Modificación de la LSC e incorporación de la Directiva SRD II

El pasado 7 de septiembre se publicó un Proyecto de Ley para modificar el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio y otras normas financieras, en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas (el “**Proyecto de Ley SRD II**”).

Se espera que el Proyecto de Ley SRD II, que se está tramitando en las Cortes, sea aprobado en los próximos meses. Si se mantiene, en lo esencial, su contenido, entre los principales aspectos que tendrán un impacto en el gobierno corporativo de las compañías cotizadas españolas de cara a la Temporada de Juntas 2021 se encuentran los siguientes:

- Los gestores de activos y otros inversores institucionales tendrían que hacer públicas, con carácter anual, sus políticas de implicación y cómo las aplican. Entre otros, deberían detallar cómo se integra la implicación de los accionistas (*engagement*) en su política de inversión, cómo han ejercido los derechos de voto en las juntas de las sociedades en las que invierten y, en su caso, si han utilizado los servicios de asesores de voto. Todo ello bajo la máxima de “cumplir o explicar”, que les obligaría a divulgar los motivos por los que, en su caso, no han seguido las pautas de transparencia en materia de implicación.
- Los emisores tendrían derecho a conocer la identidad de los accionistas y de los beneficiarios últimos de los derechos económicos y políticos asociados a las acciones. En los casos en los que los inversores institucionales articulan su inversión a través de distintos intermediarios financieros, esto supondría que la sociedad conocería no solo a los “accionistas formales” -los intermediarios financieros que, al actuar en nombre propio, aunque por cuenta del inversor, aparecen en el registro de accionistas- sino que también podrían conocer la identidad de los beneficiarios últimos que asumen el riesgo de la inversión. Con este detalle de beneficiarios finales podrían, mediante procesos adicionales, conocer a las entidades gestoras (*investment managers*) que son quienes toman las decisiones sobre los derechos políticos de las acciones. Además, el Proyecto de Ley SRD II prevé establecer ciertas obligaciones para los intermediarios de transmisión de información y facilitación del ejercicio de los derechos de los beneficiarios últimos.
- Los asesores de voto que tengan su domicilio, o establecimiento principal en España, o que simplemente tengan un establecimiento en España, cuando no estén domiciliados ni tengan un establecimiento principal en otro Estado Miembro de la UE, tendrían nuevas obligaciones de transparencia y gestión de los conflictos de intereses. El objetivo sería paliar posibles fallos en la actuación de estos agentes ante el creciente papel que van a asumir como consecuencia del aumento de la implicación accionarial. En el caso de España, este nuevo requerimiento sería de aplicación para Corporance, el único asesor de voto domiciliado en España.
- El principio de “say on pay” se vería reforzado al exigirse un mayor nivel de detalle en la política de remuneraciones y elevarse a rango legal algunas recomendaciones del CBG (en particular, la vinculación de la retribución a criterios no financieros). Se modificaría el régimen de publicación y aprobación de la política de remuneraciones, que se tendría que incorporar al informe de gestión y ser aprobada antes del ejercicio en que comience a aplicarse. El Proyecto de Ley SRD II aclara también los procedimientos a seguir cuando la junta no aprueba la política retributiva o el IARC. El grado de detalle del IARC, si se aprueban estas modificaciones, sería mayor. Además, este informe debería estar disponible en la web de la compañía por un plazo de, al menos, diez años.

- Se reformaría, en profundidad, el régimen de las operaciones vinculadas. Entre otros, se propone una definición del concepto de operación vinculada por remisión a la NIIF 24, se amplía la lista de personas vinculadas a los consejeros, se flexibiliza el régimen de las operaciones vinculadas intragrupo y se establece una completa regulación del régimen relativo a la gestión, aprobación y publicidad de las operaciones con partes vinculadas.
- Los consejeros de las sociedades cotizadas deberían ser necesariamente personas físicas. Como excepción, podrían ser consejeros dominicales las personas jurídicas que representen al sector público.
- Se introducirían en nuestro derecho las denominadas “acciones de lealtad” o “*loyalty shares*”, permitiendo que los estatutos otorguen derechos de voto adicionales a las acciones que haya mantenido su titular ininterrumpidamente durante un periodo de tiempo mínimo de dos años.
- Se flexibilizarían el régimen de las ampliaciones de capital y de las obligaciones convertibles con el objetivo principal de hacer más simples y ágiles los procesos de captación de capital en el mercado. Entre otros, se reduciría de quince a diez días el plazo mínimo para el ejercicio del derecho de suscripción preferente y se suprimiría, con carácter general, la exigencia de un informe de experto independiente para la exclusión del derecho de suscripción preferente.

Juntas telemáticas

Se espera que el uso de las nuevas tecnologías continúe reforzándose en la Temporada de Juntas 2021 y en las venideras. En este sentido, dados los buenos resultados obtenidos con la celebración de juntas telemáticas en 2020 y teniendo en cuenta la Recomendación 7 del CBG actualizada el pasado mes de julio, un número relevante de compañías cotizadas han sometido a aprobación la modificación de sus estatutos sociales y su reglamento de junta, con el fin de incluir la junta telemática con participación y voto simultáneo como un mecanismo complementario a los utilizados hasta el momento.

Cabe esperar que la opción de celebrar juntas híbridas, con asistencia tanto presencial como telemática, y ambas con las mismas garantías, se convierta en una *best practice* para las compañías cotizadas españolas, que ofrecerán de esta manera una mayor flexibilidad a sus accionistas y participantes.

Diversidad de género en el consejo y en la alta dirección

La presencia de mujeres en los consejos de administración seguirá cobrando mayor relevancia en las juntas y, con ello, el riesgo de voto en contra del presidente de la comisión de nombramientos en las compañías que no alcancen el umbral mínimo con respecto al género menos representado. En esta línea se han manifestado los principales *proxy advisors*, ISS y Glass Lewis, quienes en sus *Guidelines* hechas públicas para la Temporada de Juntas 2021, han manifestado una mayor rigidez al respecto.

- Glass Lewis¹ considera que, en las compañías del Ibex-35 y del Medium-Cap, se debe alcanzar, al menos, el 30% del género menos representado en el consejo. Advierte que podrá recomendar votar en contra del presidente de la comisión de nombramientos cuando esto no ocurra y la compañía no ofrezca una justificación adecuada.
- Aunque en el caso de ISS² esta medida será de aplicación en la Temporada de Juntas 2022, indica que recomendará votar en contra del presidente de la comisión de nombramientos si el género menos representado en el consejo no alcanza, al menos, el 30%, en las compañías consideradas “*widely held companies*”³.

Para permitir que puedan llegar a alcanzarse los umbrales mínimos de diversidad de género recomendados, el CBG aconseja que se promueva activamente la diversidad al nivel de la alta dirección.

Aumento de las responsabilidades de las comisiones de nombramientos y retribuciones

La importancia de la comisión de nombramientos y retribuciones en el modelo de gobierno corporativo español ha ido ganando protagonismo en los últimos años. Cada vez son más los que sostienen que esta(s) comisión(es) debe(n) adquirir un mayor protagonismo en los procesos de “*engagement*” con *proxy*

¹ Acceder al [enlace](#)

² Acceder al [enlace](#)

³ ISS define “*widely held companies*” como aquellas que forman parte de un índice relevante, o en función del número de clientes que posee los valores.

advisors e inversores institucionales. La interlocución con estas comisiones podría darles mayor confort en tanto que tienen el mejor entendimiento de los elementos clave de su modelo de gobierno; especialmente, en lo relativo a los mecanismos de compensación y balance del poder de los ejecutivos, la planificación de la sucesión del presidente, CEO, consejo y primera línea directiva, así como, en el resto de los temas relacionados con ESG.

Asimismo, se espera que la comisión de nombramientos y retribuciones ejerza un papel predominante, tanto en la discrecionalidad que pueda ejercer en materia retributiva, como en el nivel de transparencia de la información que se divulgue al mercado en el IARC.

Planes de acción para explicar los elevados niveles de disidencia

Tanto los *proxy advisors* como los inversores institucionales esperan, en aquellas compañías que hayan tenido un elevado nivel de disidencia en cualquier punto del orden del día de las juntas de accionistas celebradas en el año 2020, un plan de acción específico para reducir el porcentaje de votos en contra. Este hecho es particularmente importante en asuntos ligados a las retribuciones, diversidad de género y nivel de independencia en el consejo.

Los asuntos sociales y ambientales cobran protagonismo en las juntas de accionistas

La pandemia ha puesto de manifiesto nuevos riesgos en materia ESG, por lo que se espera un mayor protagonismo de estos asuntos en los mapas de riesgos de las compañías cotizadas españolas, lo que impactará en las agendas de las comisiones de auditoría. En relación con la gestión de riesgos, también será necesario reforzar aquellos riesgos relativos a situaciones de crisis globales o pandemias mundiales.

En cuanto a los asuntos ambientales, se espera que los relativos al cambio climático continúen en el foco de los inversores. El caso de AENA, comentado al comienzo de esta investigación, ha supuesto el punto de partida para que este tipo de asuntos comiencen a formar parte del orden del día de las juntas de accionistas, y que haya más inversores que sigan los pasos del fondo británico TCI.

Los aspectos sociales, que antes apenas se incluían en las agendas de los consejos, cobrarán una gran relevancia en la Temporada de Juntas 2021. La pandemia ha impulsado un nuevo paradigma empresarial en el que se espera que las compañías trasciendan al interés legítimo de sus accionistas y tengan en cuenta a sus otros grupos de interés (trabajadores, proveedores, clientes y, con carácter general, la comunidad en la que opera). Por ello, cabe esperar que la aprobación del *reporting* de la información no financiera, que hasta ahora no era analizado por el mercado en profundidad -obteniendo un nivel de soporte en torno al 98% en los últimos años-, sea objeto de un mayor escrutinio.

Asimismo, dada la creciente relevancia otorgada a los temas de ESG, será necesario que las compañías se planteen la necesidad de reforzar determinadas competencias/ perfiles en el seno del consejo. En este sentido, es recomendable que la comisión de nombramientos cuente con un mapa de competencias que le permita ahondar en esta materia.

Por último, el mayor protagonismo de los asuntos ESG en las agendas de los consejos y los nuevos retos que ello conlleva, impulsará a un mayor número de compañías a plantearse la necesidad de crear comisiones específicas de sostenibilidad.

Explicación detallada de los ajustes retributivos provocados por la crisis de la COVID-19 y posibles cambios a la política de remuneraciones de los consejeros

Tradicionalmente, el ámbito retributivo es uno en los que se genera un mayor nivel de disidencia por parte de los accionistas en las juntas y es previsible que esta tendencia se acentúe en la próxima temporada de juntas. La comunidad inversora espera que se produzca un cierto alineamiento de la remuneración de los consejeros y altos directivos con el rendimiento del negocio, el retorno de la inversión de los accionistas y la situación del resto de los empleados. Por ello, los IARC del ejercicio 2020 deberían contemplar, además de los requerimientos habituales de información y los que pudieran llegar a exigirse si se hubiera incorporado la Directiva SRD II, los ajustes a la retribución del consejo y alta dirección que pudieran haberse aprobado ante la situación de crisis provocada por la pandemia y conforme a las recomendaciones de las autoridades supervisoras.

El mercado evaluará, entre otros:

- El colectivo afectado por los ajustes retributivos.
- El elemento retributivo al que haya renunciado el colectivo afectado.
- La coherencia entre las medidas adoptadas por la compañía en relación con la fuerza laboral y las relativas a la compensación de sus ejecutivos.

Cabe esperar que en la Temporada de Juntas 2021 algunas compañías propongan cambios a su política de remuneraciones de consejeros como consecuencia de la crisis COVID-19 y la incorporación de las disposiciones de la Directiva SRD II. Entre otros motivos porque los objetivos y métricas de los programas de retribución pueden haber quedado desfasados en muchas compañías o porque la creciente importancia de los criterios ESG lleve a las compañías a reflexionar sobre la conveniencia de introducir o reforzar los objetivos no financieros en la retribución variable de los ejecutivos. Por ejemplo, a través de la introducción de métricas en los planes de retribución variable a corto y a largo plazo referidas a cuestiones medioambientales, al capital humano, diversidad o inclusión o seguridad y salud.

Entrada de *hedge funds* y activismo accionarial

El desplome bursátil derivado de la pandemia ha dado lugar a cambios accionariales en algunas compañías durante la Temporada de Juntas 2020, caracterizados por la salida de algunos inversores institucionales de largo plazo y la entrada de *hedge funds* y fondos activistas.

Estos últimos utilizan tácticas cada día más sofisticadas:

- Adquieren participaciones significativas en sociedades cotizadas.
- Proponen el nombramiento de consejeros con prestigio y notoriedad pública.
- Inician acciones legales y campañas mediáticas contra consejos de administración o primeros ejecutivos.
- Proponen a la junta de accionistas operaciones de fusiones y adquisiciones que rivalizan con los planes estratégicos anunciados por el consejo de administración.

Entre las estrategias que algunos de estos inversores pueden llevar a cabo de cara a la Temporada de Juntas 2021 se encuentran las siguientes:

- La solicitud del cese de consejeros.
- La impugnación del nombramiento de consejeros.
- El rechazo a la ratificación de consejeros designados por cooptación.
- La presentación de demandas por responsabilidad de los administradores.
- La propuesta de nombramiento de consejeros.
- La solicitud a la junta sobre operaciones de desinversión de activos no estratégicos.
- La paralización de operaciones propuestas por el consejo de administración.
- La solicitud del cese de directivos.
- La racionalización de las estructuras de costes de las compañías.



[10ª EDICIÓN]

CUATRECASAS

Georgeson

El gobierno corporativo y los inversores institucionales

5

Diez años de gobierno corporativo en España: una mirada retrospectiva y de futuro al mercado español

5 DIEZ AÑOS DE GOBIERNO CORPORATIVO EN ESPAÑA: UNA MIRADA RESTROSPECTIVA Y DE FUTURO AL MERCADO ESPAÑOL

En la última década hemos asistido a una evolución de la normativa y recomendaciones de buen gobierno corporativo para atender a la evolución del mercado. En estos años, se ha producido un notable cambio en la estructura accionarial de las compañías cotizadas españolas donde la presencia de inversores institucionales extranjeros es cada vez mayor. Este perfil de inversor y los asesores de voto que operan en la industria, manejan unos estándares internacionales de buen gobierno corporativo que han influido no solo en las compañías en las que invierten sino también en la actividad del regulador, comunitario y español.

El movimiento de mejora del gobierno corporativo, aunque atiende a problemas permanentes de las sociedades cotizadas, fue impulsado especialmente en Estados Unidos y Reino Unido, a partir de la década de los años noventa del pasado siglo. En el país británico, el Informe Cadbury de 1992 surgió, principalmente, para dar respuesta a los problemas derivados de la separación existente entre la propiedad y la gestión de las sociedades cotizadas con un accionariado disperso y absentista: los denominados “costes de agencia”.

Esta iniciativa anglosajona tuvo su eco en el resto de Europa. Nuestro país presenta, sin embargo, particularidades relevantes derivadas de una distinta estructura de capital en las sociedades cotizadas y ello ha motivado la crítica de algunos agentes del mercado español que consideran que estos estándares internacionales, inspirados en los modelos anglosajones, no siempre se adecúan a la realidad española. Esto ha sucedido, por ejemplo, en la distinta consideración que ha recibido la figura del consejero dominical –ajena a otros ordenamientos jurídicos– que, con frecuencia, ha sido penalizada por los inversores institucionales y asesores de voto.

En todo caso, la distinta fisionomía de las compañías cotizadas españolas ha motivado que, en nuestro ordenamiento, el buen gobierno corporativo, además de atender a los costes de agencia que afectan a las compañías con un capital atomizado (básicamente problemas de acción colectiva, costes de coordinación y de vigilancia), haya tenido que abordar el riesgo de abuso de mayoría que existe en compañías con un capital más concentrado donde uno o varios accionistas ejercen el control (costes derivados de los conflictos de intereses de los accionistas). Por ejemplo, en compañías cotizadas de origen familiar en las que los fundadores o sus descendientes continúan manteniendo una posición de control.

En esta décima edición de nuestra Investigación, queremos analizar cómo ha evolucionado el gobierno corporativo en España durante los últimos diez años y proyectar a futuro la gobernanza de las compañías cotizadas. Para ello, en primer lugar, repasamos cuál ha sido la evolución del mercado bursátil español (apartado 5.1). Posteriormente, resumimos los principales hitos normativos del buen gobierno corporativo en Europa y en nuestro país (apartado 5.2) y, brevemente, comentamos la evolución y apuntamos los principales retos de gobierno corporativo tanto en el seno de la junta como del consejo (apartados 5.3. y 5.4.). En todo caso, es en el capítulo 4, al hilo de las recomendaciones de cómo preparar la Temporada de Juntas del 2021, donde detallamos más los futuros retos de gobierno corporativo para las compañías.



5.1 EVOLUCIÓN DEL MERCADO ESPAÑOL EN LOS ÚLTIMOS DIEZ AÑOS

En muchos sentidos, la economía española ha concluido la última década de la misma forma en que empezó. En el 2010 seguía latente la crisis financiera del 2008, causante de un decrecimiento del PIB español que se extendería hasta 2013 y del aumento de las tasas de desempleo y la prima de riesgo de la deuda soberana, entre otros parámetros igualmente alarmantes.

Si bien en el último lustro se había percibido una recuperación económica, impulsada en parte por las políticas monetarias expansivas del Banco Central Europeo (“BCE”) y unos tipos de interés muy bajos, la crisis de la COVID-19 ha supuesto una regresión. La paralización de sectores tan importantes en España como son el turismo, la restauración o algunos sectores de nuestra industria y el cambio repentino de los hábitos de consumo, han provocado un nuevo terremoto de incertidumbre y desempleo, a la espera de superar la severa crisis sanitaria provocada por el coronavirus.

El mercado bursátil español no ha permanecido impasible a los cambios económicos durante esta última década. Si comparamos las cifras publicadas por la CNMV en sus informes anuales entre los años 2010 y 2019 destacan algunas tendencias que brevemente señalamos a continuación:

Número de compañías. Se ha producido una disminución paulatina del número total de sociedades cotizadas, que ha pasado de 164 a 141.

Capitalización global. La disminución en el número de sociedades cotizadas no ha conllevado una reducción de la capitalización global de las compañías, que en el mismo periodo 2010-2019 ha ascendido de los 470.998 millones de euros hasta los 666.943 millones de euros (sin incluir Latibex, BME Growth ni ETFs- *Exchange Traded Funds*). Esto implica que la capitalización media de las sociedades cotizadas en este periodo creció un 65%, de 2.871 millones a 4.730 millones de euros.

Capitalización por sectores. El aumento de capitalización ha sido especialmente relevante en las empresas del sector energético, textil y de la construcción. En cambio, las compañías pertenecientes al sector financiero (bancos, seguros y sociedades de cartera) que representaban el 30% de la capitalización global en 2010, han pasado a ser un 22% en 2019.

Estructura accionarial. La principal tendencia en la última década ha sido el notorio crecimiento de la inversión institucional extranjera en el capital de las sociedades cotizadas españolas; del 39,2% a finales de 2010 al 50,2% a cierre de 2019. El auge de estas inversiones se ha producido en detrimento de las realizadas por las familias españolas, propietarias del 16,1% de la inversión bursátil en el último año.

5.2 PRINCIPALES HITOS EN LA NORMATIVA Y RECOMENDACIONES DE BUEN GOBIERNO CORPORATIVO EN EUROPA Y ESPAÑA EN LA ÚLTIMA DÉCADA

En el periodo 2010-2020 se ha producido una importante evolución de la normativa y recomendaciones de buen gobierno corporativo que sintetizamos a continuación:

Breve visión de la evolución en Europa

Para entender la evolución del gobierno corporativo en nuestro país conviene recapitular, aunque sea de manera breve, los avances que se han producido en la Unión Europea (“UE”) en los últimos diez años. La Comisión Europea definió la hoja de ruta para el desarrollo del gobierno corporativo en la UE en dos planes de acción; el Plan de Acción de 2003 –que se elaboró siguiendo las recomendaciones del Informe Winter de 2002– y el *Plan de Acción de 2012*, que se aprobó tras la publicación del *Libro Verde de 2011*, con el que la Comisión Europea inició un debate de cómo mejorar el gobierno corporativo en la UE tras las deficiencias detectadas en la crisis financiera.

El objetivo del Plan de Acción de 2012 fue modernizar el Derecho de sociedades y las disposiciones de gobierno corporativo en la UE con el objetivo de fomentar la participación de los accionistas, aumentar el nivel de transparencia entre las sociedades y sus accionistas, así como simplificar las operaciones transfronterizas entre empresas radicadas en Europa. Algunas de las medidas que proyecta este plan incluyen la mejora de: (i) la identificación de accionistas para impulsar una mayor implicación entre los propios accionistas y las sociedades, (ii) la transparencia de los inversores institucionales, (iii) la fiscalización de las operaciones vinculadas por parte de los accionistas y (iv) la calidad de las explicaciones cuando no se sigan las recomendaciones de buen gobierno.

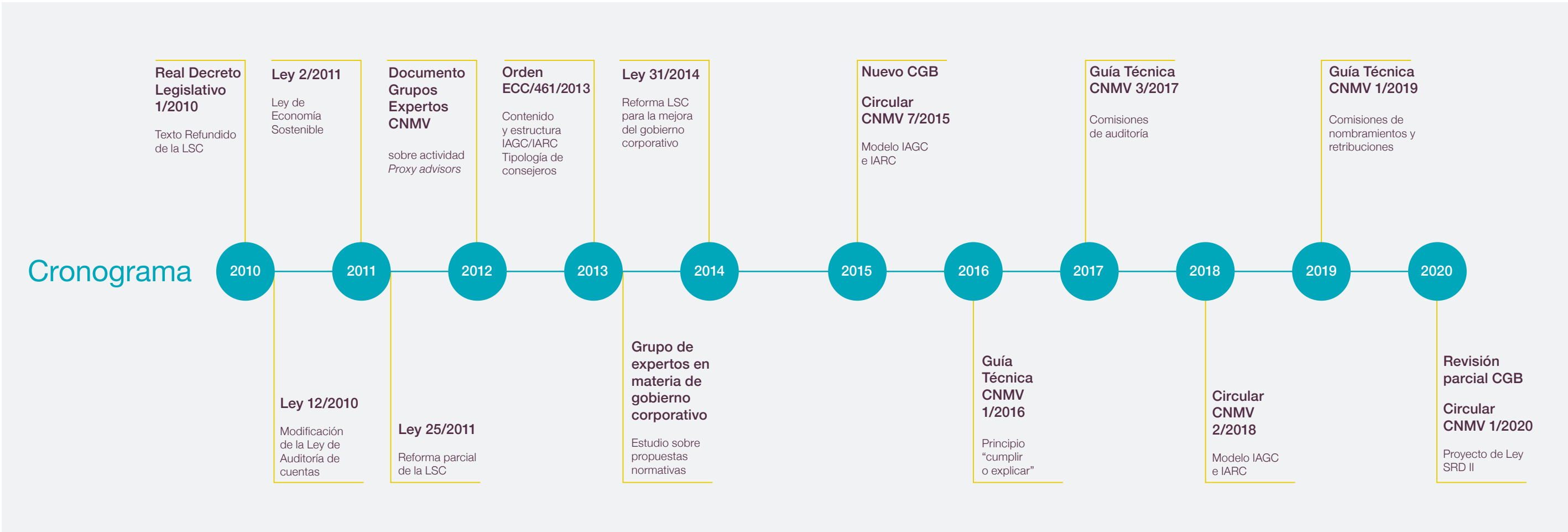
Para materializar estos objetivos, en 2017 se aprobó la Directiva (UE) 2017/828 (“**Directiva SRD II**”) que modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los

accionistas y cuya fecha de incorporación por los Estados miembros debía haber sido anterior al 10 de junio de 2019. España no ha cumplido este plazo y, en la actualidad, continúa tramitándose en las Cortes un proyecto de ley para, entre otros asuntos, incorporar la Directiva SRD II a nuestro ordenamiento jurídico. Sin ánimo de ser exhaustivo, otras de las iniciativas relevantes en la UE que están vinculados a algunos de los hitos que describimos más adelante son:

- El documento del European and Securities Markets Authority (“**ESMA**”) sobre la actividad de los *proxy advisors* (**ESMA/2013/84**).
- La Recomendación de la Comisión (**2014/208/UE**) sobre la calidad de la información presentada en relación con la gobernanza empresarial.
- La **Directiva 2014/95/UE** sobre divulgación de información no financiera e información sobre diversidad.

Breve visión de la evolución en España

En el siguiente cronograma identificamos cada uno de los hitos que resumimos más adelante.



A continuación hacemos una breve descripción de los principales hitos referidos en el cronograma.

2010: el Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital

A principios del año 2010 la normativa y recomendaciones de buen gobierno corporativo que afectaban a las sociedades cotizadas estaban recogidas en la Ley de Sociedades Anónimas (“**LSA**”), la Ley del Mercado de Valores (“**LMV**”) y el Código Unificado de Buen Gobierno de-2006 (“**Código Unificado**”). En el mes de julio de ese año, el Real Decreto Legislativo 1/2010 aprobó el Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital (“**LSC**”) en el que, por primera vez, se unificó de manera sistemática la normativa general de las sociedades de capital, salvo la relativa a las modificaciones estructurales. En la práctica, esto supuso, con carácter general, una regularización, aclaración y armonización de normas que, hasta entonces, habían estado dispersas en distintos textos legales (LSA, Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada, LMV y el Código de Comercio) y, en el caso concreto de las sociedades cotizadas, que su regulación pasase a estar recogida en dos textos legales. Por una parte, la LSC, que contiene las reglas societarias y, por otra, la LMV, que regula el resto de la normativa que les es de aplicación.

Un mes antes de la aprobación del texto refundido de la LSC, en junio de 2010, la Ley 12/2010 había modificado la Ley de Auditoría de Cuentas para, entre otros, reformar la composición y funciones del comité de auditoría, introducir el foro electrónico de accionistas y reconocer el derecho a constituir asociaciones de accionistas.

2011: Ley de Economía Sostenible y la reforma de la Ley de Sociedades de Capital

La *Ley de Economía Sostenible*, aprobada el 4 de marzo de 2011, introdujo novedades relevantes en el ámbito del gobierno corporativo. Entre otros aspectos, se estableció la obligación de someter el IARC a la votación consultiva de la junta general y de incluir en el IAGC una descripción de las principales características de los sistemas internos de control y gestión de riesgos en relación con el proceso de emisión de la información financiera. Además, se reconoció el derecho de las sociedades cotizadas a solicitar en cualquier momento, y con independencia de que sus acciones tuvieran o no que ser nominativas por disposición legal, los datos necesarios para la identificación de los accionistas.

En octubre de dicho año, la *Ley 25/2011* reformó la LSC para, entre otros, incorporar a nuestro ordenamiento la *Directiva 2007/36/CE* (la “*Directiva de Derechos de Accionistas*”). Se introdujo una nueva sección en el Título XIV de la LSC que reguló, detalladamente, el funcionamiento de la junta de las sociedades cotizadas. Entre las novedades más relevantes para las sociedades, destaca: (i) la posibilidad de establecer un plazo de convocatoria de 15 días para las juntas extraordinarias, (ii) el reconocimiento del derecho de la minoría a presentar nuevas propuestas de acuerdo y la limitación de su derecho a complementar el orden del día, y (iii) la regulación de las relaciones entre los intermediarios financieros y sus clientes a efectos del ejercicio del derecho de voto – que resultó deficitaria y tuvo que ser posteriormente subsanada.

2012: informe de la CNMV sobre la actividad de los proxy advisors

El 22 de marzo de 2012, ESMA publicó un documento de consulta con el fin de recabar opiniones en torno a la posible regulación de los *proxy advisors*. En respuesta a esta solicitud, el 16 de abril un grupo de expertos de la CNMV publicó un *documento* en el que, tras analizar la actividad desarrollada por los *proxy advisors*, recomendó que ESMA desarrollase un código ético europeo dirigido a estos asesores y sometido al principio de voluntariedad.

2013: la Orden ECC/461/2013, la constitución de la Comisión de Expertos en materia de Gobierno Corporativo y la revisión limitada del Código Unificado

El 20 de marzo de 2013 se aprobó la *Orden ECC/461/2013* que desarrolló las definiciones legales de los distintos tipos de consejeros de las sociedades cotizadas. Estas definiciones eran las mismas que aparecían en el Código Unificado, salvo en el caso del consejero independiente. La recomendación de limitar su mandato a un máximo de 12 años se incorporó a la definición como requisito para poder ser calificado de independiente. Además, esta Orden Ministerial determinó, entre otros, la estructura y contenido del IAGC y del IARC.

Unos meses después, el 31 de mayo, se constituyó el Grupo de Expertos encargado de proponer reformas normativas para garantizar las mejores prácticas de gobierno corporativo en las empresas y de prestar apoyo y asesoramiento a la CNMV en la modificación del Código Unificado. Antes de reflexionar sobre su modificación, la CNMV publicó en junio una actualización parcial y muy limitada del Código Unificado para

suprimir, total o parcialmente, aquellas recomendaciones y definiciones vinculantes del código afectadas por las últimas reformas normativas.

En el mes de octubre, el Grupo de Expertos publicó el *Estudio sobre las propuestas de modificaciones normativas* (el “Estudio”) que, entre otros, daría lugar a la reforma de la LSC de 2014.

2014: la Ley 31/2014 de modificación de la LSC para la mejora del gobierno corporativo

El primer encargo al Grupo de Expertos - la presentación de propuestas normativas de reforma de la legislación societaria – cristalizó, entre otros, en la propuesta de diversos cambios normativos en la LSC, que fueron recogidos de manera prácticamente literal por la *Ley 31/2014*. Estos cambios afectaron tanto a sociedades cotizadas como a no cotizadas y, en no pocos casos, supusieron elevar recomendaciones de buen gobierno a normas de rango legal.

Entre las modificaciones introducidas por la Ley 31/2014 destacamos, en sede de junta: (i) la potenciación del papel de los accionistas - mediante una ampliación de las competencias de la junta y la facultad de intervenir en los asuntos de gestión -, (ii) la nueva regulación de los conflictos de intereses de accionistas y (iii) la delimitación del ejercicio del derecho de información y su posible infracción como causa de impugnación de acuerdos sociales. Además, en el régimen especial de sociedades cotizadas, (i) se modificó la definición de minoría (que pasó del 5% al 3% del capital social), (ii) se introdujo el derecho de los accionistas que tuvieran, individual o conjuntamente, una participación de, al menos, el 3% del capital social y de las asociaciones que tuvieran el 1% del capital social a conocer la identidad del resto de los titulares de las acciones, (iii) se incluyó una nueva regulación de las asociaciones de accionistas y (iv) se subsanó la normativa sobre el derecho de representación y voto de los intermediarios financieros.

En el ámbito del estatuto jurídico del administrador y del funcionamiento del consejo: (i) se precisó el deber de diligencia y se reforzó el deber de lealtad de los administradores, (ii) se extendió el ámbito subjetivo de los deberes y responsabilidades de los administradores (entre otros, al representante persona física del administrador persona jurídica), (iii) se ampliaron los remedios procesales frente al incumplimiento de los deberes de los administradores y (iv) se modificó el régimen de prescripción de la acción social e individual de responsabilidad. En el ámbito de las especialidades de las sociedades cotizadas, las novedades más importantes afectaron a: (i) el régimen de retribución de administradores, (ii) los efectos de la votación consultiva del informe anual de remuneraciones, (iii) la duración del cargo de consejero de seis a cuatro años, (iv) el nombramiento por cooptación y (v) la composición de las comisiones del consejo.

2015: el nuevo Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas

El segundo encargo a la Comisión de Expertos, la revisión y actualización del Código Unificado junto con la CNMV, culminó con la aprobación, en febrero de 2015, de un *nuevo Código de Buen Gobierno* (“**CBG**”). Por una parte, se eliminaron “*las cuestiones consideradas básicas e imprescindibles*” que habían sido incorporadas, por la Ley 31/2014, a la LSC y, por otra, se incluyeron nuevas recomendaciones.

Sin ánimo de ser exhaustivos, en el ámbito de la relación con accionistas e inversores, destacan las recomendaciones de: (i) establecer una política pública de comunicación con accionistas, inversores y asesores de voto y (ii) limitar la facultad de excluir el derecho de suscripción preferente en los supuestos de “capital autorizado” y adoptar medidas para garantizar que las propuestas de la minoría puedan debatirse y votarse en igualdad de condiciones.

En relación con el consejo de administración, el CBG recomendó distintas actuaciones para impulsar la responsabilidad social corporativa (“**RSC**”) y aconsejó favorecer la diversidad en el consejo y contar con un número suficiente de consejeros independientes. En ambos casos, introdujo un umbral mínimo para alcanzar el objetivo recomendado: (i) un 30% de mujeres en el consejo para el año 2020 y (ii) un nivel de independencia de, al menos, el 50% para las compañías del Ibex-35 o del 33% para aquellas compañías que no formen parte del Ibex-35 o que estén controladas por uno o varios accionistas. Además, recomendó ampliar las funciones y reforzar la composición de la comisión de auditoría y de la comisión de nombramientos y retribuciones. Y, en el caso de esta última, recomendó a las compañías del Ibex-35 separar la comisión de nombramientos de las de retribuciones. Finalmente, y como complemento a la importante reforma llevada a cabo por la Ley 31/2014 en esta materia, el CBG introdujo novedades importantes en relación con la estructura, composición y forma de remuneración de los consejeros.

El 31 de diciembre de 2015 entró en vigor la *Circular CNMV 7/2015* que modificó, entre otros asuntos, el modelo de IAGC y de IARC de las sociedades cotizadas tras la reforma de la Ley 31/2014 y la aprobación del CBG.

Finalmente, también en este año 2015 se aprobó un nuevo texto refundido de la Ley del Mercado de Valores mediante el Real Decreto legislativo 4/2015 en el que se aclararon y sistematizaron las disposiciones legales relativas a los mercados de valores y, entre otros, se actualizaron y mejoraron la coordinación y remisiones normativas a la LSC.

2016: la Guía Técnica CNMV 1/2016 de buenas prácticas para la aplicación del principio de “cumplir o explicar”

Con el fin de mejorar la calidad de la información sobre el gobierno corporativo de las compañías, la CNMV publicó el 15 de julio de 2016 la [Guía Técnica CNMV 1/2016](#) en la que orienta a las sociedades cotizadas respecto a cómo proporcionar explicaciones adecuadas en el IAGC sobre el seguimiento de las recomendaciones del Código de Buen Gobierno.

La Guía trata de promover un cambio de cultura en la aplicación de las recomendaciones de gobierno corporativo. Se pretende que las compañías tengan en cuenta estas recomendaciones antes de adoptar sus decisiones empresariales (valoración *ex ante*) de manera que no se limiten a contrastar a final de año si han seguido o no las recomendaciones de buen gobierno.

2017: la Guía Técnica CNMV 3/2017 sobre comisiones de auditoría

En 2017, la CNMV publicó dos documentos referidos a las comisiones de auditoría de las entidades de interés público. Por un lado, un documento de preguntas y respuestas a diversas consultas planteadas al supervisor y, por otro, la [Guía Técnica CNMV 3/2017](#) a modo de recomendación de buenas prácticas.

2018: la flexibilización de los modelos de IAGC e IARC

En julio de 2018, se publicó la [Circular CNMV 2/2018](#) que modificó los modelos de IAGC e IARC para simplificar su contenido e incorporar los cambios exigidos por Ley en materia de diversidad de los consejeros. Sin embargo, la principal novedad de esta Circular es que permitió a las sociedades emitir sus informes en el formato que consideren más apropiado, siempre y cuando presenten ante la CNMV un anexo estadístico adicional. A efectos prácticos, este cambio resulta relevante porque permite a las compañías presentar la información en la forma que demandan, por ejemplo, los inversores institucionales o los *proxy advisors*.

2019: la Guía Técnica CNMV 1/2019 de la comisión de nombramientos y retribuciones

El 22 de febrero la CNMV publicó la [Guía Técnica CNMV 1/2019](#), un “texto orientativo” con una serie de principios, buenas prácticas y criterios destinados a ayudar al buen funcionamiento de las comisiones de nombramientos y retribuciones de las sociedades cotizadas. Destacan las recomendaciones y medidas referidas a: (i) la elaboración de una matriz de competencias, (ii) el nombramiento, ratificación y separación de los consejeros independientes, (iii) el plan de sucesión del presidente, primer ejecutivo y altos directivos, (iv) la asunción de liderazgo en la evaluación del consejo, (v) los procedimientos y contenido de las políticas de retribución y (vi) la involucración de la comisión en las labores de *engagement* con los inversores.

2020: la revisión parcial del CBG y la tramitación del Proyecto de Ley SRD II

El 26 de junio de 2020, la CNMV publicó una [revisión parcial del CBG](#), con el fin de mantenerlo alineado con los más altos estándares internacionales de buen gobierno, aclarar el alcance de algunas recomendaciones que habían suscitado dudas y adaptar el texto a las modificaciones legislativas aprobadas desde febrero de 2015. Brevemente, las novedades clave que se introdujeron en esta revisión fueron las siguientes:

- A finales de 2022, el porcentaje de mujeres en el consejo debería alcanzar el 40%.
- Promoción de la diversidad al nivel de la alta dirección.
- Se aclara qué importes deberán tenerse en cuenta para el cómputo del límite de la indemnización por cese.
- Mayor transparencia en torno a la remuneración variable diferida y recomendación de valorar la conveniencia de incluir cláusulas de reducción (*malus*).
- Clarificación y ampliación de las excepciones al lock-up que afecta a la remuneración vinculada a la acción.

- Fomento del voto y asistencia telemática en la junta.
- Mayor fiscalización de los riesgos e información no financiera y refuerzo de las cuestiones de ESG.
- Impulso a la transparencia sobre los motivos de separación y dimisión de los consejeros.

Tras esta revisión parcial del CBG, la CNMV publicó en octubre la [Circular CNMV 1/2020](#) para adaptar los modelos del IAGC e IARC al nuevo texto.

En la fecha de esta publicación, se está tramitando en las Cortes, por el procedimiento de urgencia, el Proyecto de Ley SRD II que modificará la LSC y la LMV para incorporar la Directiva SRD II a nuestro ordenamiento e introducir otras novedades de gran interés para las sociedades cotizadas. En el capítulo 4, hemos identificado las cuestiones clave del Proyecto de Ley SRD II, aunque advertimos que pueden sufrir modificaciones durante su tramitación parlamentaria.

5.3. JUNTA GENERAL Y DERECHOS DE ACCIONISTAS

El **absentismo accionarial y la pasividad de los accionistas** es un fenómeno constante, y en cierto modo inevitable en las sociedades cotizadas, que ya fue identificado en el primer código de buen gobierno en España, el Código Olivencia de 1997. Desde la perspectiva del buen gobierno corporativo, genera problemas de acción colectiva (falta de fiscalización de los gestores) y conlleva un desplazamiento del poder de la junta hacia el consejo, que asume de facto competencias que, al menos teóricamente según el modelo legal, no le corresponderían.

Desde la publicación del Código Olivencia, múltiples grupos de expertos, normas y recomendaciones han tratado de abordar esta cuestión en aras a fomentar la implicación de los accionistas en el gobierno de las sociedades cotizadas. Las soluciones para afrontar esta problemática han sido diversas no solo en su contenido sino también en la técnica normativa empleada.

En la última década, la Comisión Europea, tras recabar la opinión de los diversos agentes del mercado analizó, en el Libro Verde de 2011, la problemática de la falta de implicación y el cortoplacismo de los accionistas en las sociedades cotizadas. Esto se plasmó en el Plan de Acción del año 2012 y, finalmente, en la aprobación de la Directiva SRD II cuya transposición se está tramitando actualmente en las Cortes.

En España, la Ley 25/2011 reformó la LSC para regular, con detalle, el funcionamiento de la junta de las sociedades cotizadas. Posteriormente, la Ley 31/2014 –que constituyó un punto de inflexión en la regulación del gobierno corporativo al elevar a rango legal disposiciones que, hasta entonces, habían sido meras recomendaciones sujetas al principio de cumplir o explicar- trató de fomentar el ejercicio de los derechos de los accionistas y reforzar el papel de la junta, concediéndole, entre otras, la facultad de instruir al consejo y la necesidad de aprobar ciertas operaciones sobre activos esenciales.

En los últimos años, el creciente peso que han adquirido los inversores institucionales en el mercado español ha realzado **la importancia de la implicación de los accionistas en la gestión de las compañías y la trascendencia de la transparencia informativa**. Como explicamos en el capítulo 6, este tipo de inversores, con un perfil más sofisticado, suele tener la capacidad y voluntad de establecer un diálogo, al más alto nivel, con los consejos de las sociedades cotizadas en aras a implicarse en su buena gobernanza. Para que la implicación entre la sociedad y sus accionistas e inversores resulte efectiva debe existir un correcto flujo de información entre ellos y, para que esto suceda, la Directiva SRD II introduce importantes novedades como son el derecho de las sociedades a identificar a los denominados “beneficiarios últimos” o las nuevas obligaciones de transparencia de los inversores institucionales y los asesores de voto. En el capítulo 4 hemos hecho referencia a estas disposiciones de la Directiva SRD II, que serán incorporadas a nuestro ordenamiento por el Proyecto de Ley SRD II que, además, actualmente prevé introducir otras medidas destinadas a favorecer la implicación de los accionistas como son las “acciones de lealtad”.

Otra de las lecciones de la crisis COVID-19 es la importancia de que las sociedades dispongan de **procedimientos ágiles tendentes a garantizar los derechos de los accionistas**. Sin duda, hemos presenciado una temporada de juntas sin precedentes donde la digitalización y la existencia de procedimientos de gestión de crisis en las empresas han sido claves y, como apuntamos en el capítulo 4, esta **disrupción tecnológica en las juntas** parece haberse instaurado en las compañías con **vocación de permanencia**.

5.4. CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN

En la última década, las tendencias del movimiento que impulsa el buen gobierno corporativo, sin de dejar de atender al clásico estudio de los problemas que se derivan de las relaciones de agencia e información asimétrica en las sociedades cotizadas, se han centrado en el examen de otros aspectos clave como son la selección, nombramiento, independencia, profesionalización y sistema de retribución de los administradores.

Tal y como apunta el CBG, la **estructura y composición del consejo** es clave para el buen gobierno de las sociedades cotizadas, en tanto que afecta a la eficacia del órgano de administración e influye sobre la calidad de sus decisiones y su capacidad para promover efectivamente el interés social ¹. Esta importancia de la composición del consejo y del papel de los administradores se acentúa en tiempos de crisis como el actual. Los consejeros han tenido que identificar y gestionar los riesgos vinculados a la pandemia compaginándolo con la gestión ordinaria de las compañías y la potencial identificación de nuevas oportunidades de negocio.

En ese orden de cosas, la combinación y variedad de habilidades, conocimientos y experiencias en el consejo ha resultado clave. Las compañías deberían realizar un autodiagnóstico de sus necesidades y riesgos y elaborar una “matriz de las competencias” que deberían estar representadas en el consejo para poder afrontarlas. La diversidad en el consejo, entendida en su más amplio sentido, resulta en muchos casos imprescindible para gestionar los nuevos retos tecnológicos, medioambientales o sociales a los que se enfrentan las compañías y es uno de los aspectos más valorados por la comunidad inversora internacional. Solo un equipo cohesionado y una adecuada combinación, por ejemplo, de conocimientos técnicos, de procedencias geográficas o de grupos generacionales permitirá atender a muchos de estos retos. En materia de diversidad de género, el impulso del regulador se ha concretado en los últimos años en una política de recomendación de cuotas que, en la reciente revisión del CBG, se ha traducido en un umbral mínimo del 40% para el género menos representado para finales del año 2022 y la recomendación de promover activamente la diversidad al nivel de la alta dirección para permitir que pueda existir un mayor número de candidatas para el consejo.

La función que desempeñan las **comisiones del consejo** es cada vez más relevante. La labor de la comisión de auditoría y de las comisiones de nombramientos y/o retribuciones resulta imprescindible, entre otros, para la identificación y gestión de los riesgos, la selección de candidatos que garanticen la adecuada composición del consejo, el diseño de la política retributiva o la elaboración de la información financiera y no financiera requerida por la comunidad inversora. Por ello, otro de los retos de las compañías es garantizar que los miembros de estas comisiones reúnen los conocimientos necesarios y que están debidamente asistidas para realizar sus funciones.

En relación con el estatuto jurídico de los consejeros, es importante que los administradores tomen conciencia de que, con carácter general, en las situaciones de crisis se produce una elevación del estándar de diligencia que hace recomendable que la evaluación de riesgos y de las nuevas oportunidades de negocio sean particularmente informadas.

Además, la pandemia ha puesto de relieve un **nuevo paradigma empresarial** que impulsa a las compañías y a sus gestores a trascender al interés legítimo de sus accionistas y a tener en cuenta a otros grupos de interés (empleados, proveedores, clientes y, con carácter general, la comunidad en la que opera).

Finalmente, como consecuencia de la crisis COVID-19 y las novedades que introducirá el Proyecto de Ley para incorporar las disposiciones de la Directiva SRD II es previsible que se produzcan cambios en la **retribución de los consejeros**.

¹ En nuestro informe del año pasado incluimos una guía práctica sobre la composición y estructura del consejo de las sociedades cotizadas. Acceder al [enlace](#)

Diez años de evolución en el comportamiento de los inversores institucionales

6 DIEZ AÑOS DE EVOLUCIÓN EN EL COMPORTAMIENTO DE LOS INVERSORES INSTITUCIONALES

En la última década las cotizadas españolas han visto una evolución en el comportamiento, los intereses y las expectativas de sus accionistas institucionales domésticos y, sobre todo, extranjeros. Por esta razón, no es extraño que hayan centrado sus esfuerzos en la mejora de sus estándares de buen gobierno, de la mano del regulador.

Hace diez años era poco común que las compañías contasen con el asesoramiento de firmas como Georgeson, especializadas en comunicación estratégica con accionistas y asesoramiento en gobierno corporativo, temas ambientales y sociales (ESG, por sus siglas en inglés – *environmental, social, and governance*). Hoy, es cada vez más frecuente que las compañías cuenten con una de estas firmas como asesora de cabecera, para responder mejor a las exigencias de los inversores que, en los últimos años, han incrementado notablemente su participación en las juntas de accionistas. Evidencia de ello, es que el *quorum* medio de las compañías de mayor capitalización ha crecido en aproximadamente tres puntos porcentuales desde 2010, mientras que la participación del *free float* (que excluye el voto de los accionistas que conforman el núcleo duro de las compañías) ha visto un incremento de en torno a los diez puntos.

Desde Georgeson hemos identificado, al menos, tres aspectos en los que los inversores institucionales han evolucionado en los últimos años:



6.1. SOFISTICACIÓN DE SUS ESTRUCTURAS INTERNAS

Hace una década, pocos de los inversores institucionales que ejercían sus derechos de voto en las juntas de accionistas contaban con un departamento específico para analizar temas no financieros de las compañías en las que invertían. En este contexto, en la mayoría de los casos, la decisión era tomada por los gestores del fondo en atención a las características de cada caso, siguiendo un criterio para establecer el sentido del voto meramente financiero. Asimismo, pocos inversores institucionales contaban con políticas públicas de voto o de *engagement* y, muchos de ellos, externalizaban estos procesos a terceras partes (a *proxy advisors* como ISS o Glass Lewis, o inversores que ofrecen servicios de *stewardship* como Hermes o Governance for Owners).

Este escenario ha evolucionado de manera relevante en los últimos diez años, ya que cada día son menos los inversores institucionales extranjeros de alto nivel que buscan externalizar en terceras partes sus deberes fiduciarios. Los grandes inversores institucionales han desarrollado equipos de inversión responsable, *stewardship* o *proxy voting teams*, para (i) analizar el modo en el que los emisores abordan los temas ESG -tomando como referencia las mejores prácticas internacionales-, (ii) mantener la comunicación con estas compañías mediante actividades de *engagement* y (iii) ejercitar el voto en sus juntas de accionistas.

- **Exigencias del sector:** Los grandes fondos de pensiones y otros inversores institucionales se han pronunciado para exigir más información por parte de sus gestores de activos externos sobre su enfoque en materia ESG, lo que ejerce presión sobre las gestoras para aumentar los recursos en este área. La creencia es que un mejor análisis de la gobernanza, los temas sociales y medioambientales, ayuda a los inversores a evitar invertir en empresas que tengan potenciales riesgos reputacionales.
- **Los grandes inversores que encabezan la lista de crecimiento**, tras haber robustecido y creado equipos especializados en analizar temas no financieros, son BlackRock, Vanguard y State Street,

quienes han ampliado significativamente sus equipos de gobierno corporativo en respuesta a la creciente presión de los legisladores y sus clientes para demostrar que tienen un buen conocimiento de las compañías en las que invierten. Otros nombres de inversores que han aumentado su plantilla para sofisticar sus estructuras son Fidelity International, Legal & General, Wellington, Aberdeen Asset Management, Grupo Generali y los fondos de pensión norteamericanos Calpers y Calstrs. En todos ellos, el número de personas dedicadas a temas ESG sobrepasa los diez empleados e incluso, en algunos casos, llegan ya a superar las 30 personas.

- Con respecto al **origen geográfico** de los inversores institucionales activos en temas ESG, hasta hace unos años estaban fundamentalmente basados en países como Reino Unido, Estados Unidos, Francia, Holanda y Canadá. Por el contrario, los inversores localizados en la región del Medio Oriente y Norte de África, Italia y Asia tenían, como política, no votar. Hoy vemos como inversores que votaban ocasionalmente en las juntas de accionistas están haciéndolo con mayor asiduidad, mientras que muchos otros han ampliado su perímetro de voto y han profesionalizado esta práctica. Algunos ejemplos son el francés Lyxor, que hasta hace unos años votaba ocasionalmente y en la actualidad vota con regularidad; los fondos de pensiones suecos, que han ampliado su perímetro de voto; inversores asiáticos como Resona Bank y Asset Management One, que han confirmado que votan en todas las juntas de las compañías en las que invierten; así como algunos fondos soberanos, que no eran activos en absoluto, como GIC de Singapur o SAFE de China y que, en los últimos años, han votado, aunque aún con carácter ocasional.

En cuanto a los **inversores domésticos**, aunque el avance en estos diez años no ha sido tan relevante como el de los inversores extranjeros, comienzan gradualmente a dar más importancia a los temas de gobierno corporativo como mecanismos de administración de riesgos. Aunque el ejercicio de los derechos políticos no es tan sofisticado como en otros mercados, los *proxy advisors* empiezan a tener influencia sobre algunos inversores españoles, que se apoyan en estas figuras para ejercer sus derechos de voto.

6.2. UN CRECIENTE INTERÉS EN TEMAS ESG

En la última década ha aumentado el interés de los inversores institucionales por los temas ESG. El número de inversores institucionales firmantes de los Principios de Inversión Responsable (UNPRI), se ha cuadruplicado en los últimos diez años, pasando de 734 a 3.038 firmantes. Hoy, esta iniciativa cuenta con el respaldo de inversores que gestionan más de 103 trillones de dólares americanos en activos y que se han comprometido a participar, mediante la inversión responsable, en la construcción de un sistema financiero más sostenible.

Inicialmente, los temas que tenían mayor relevancia se centraban en el gobierno corporativo de las compañías pero, en los últimos años, han sido los temas socioambientales los que han adquirido mayor protagonismo. Varios de los inversores institucionales más relevantes, como BlackRock, State Street Global Advisors, Legal & General Investment Management, Norges Bank o TCI, han solicitado públicamente a las empresas cotizadas un mayor compromiso y transparencia en materia de sostenibilidad.

- **Temas de mayor preocupación:** Inversores como BlackRock han indicado que no solo penalizarán al consejo en caso de no implementar prácticas para luchar **contra el cambio climático**, sino que dejarán de invertir en proyectos que presenten riesgos en sostenibilidad. La pandemia, que ha marcado el año 2020, ha servido de catalizador de los aspectos de ESG y, sin duda, ha acentuado la importancia de los temas sociales, con especial énfasis en **el trato que las compañías dan a sus empleados** y aliados en la **cadena de suministros**.

Otro tema que ha adquirido mayor relevancia en los últimos años ha sido el de la **diversidad de género** en los consejos. Los inversores franceses y nórdicos han sido especialmente activos en esta materia y exigen una cuota de representación mínima de mujeres en los consejos de administración. Inversores como Legal & General penalizan con su voto a los consejos en los que no existe una presencia razonable de mujeres mientras que otros, como Goldman Sachs, han anunciado que no ayudará a salir a Bolsa a ninguna empresa europea o estadounidense en cuyo consejo de administración no haya diversidad de género.

- **Integración de los temas ESG en los sistemas de evaluación:** Como hemos mencionado anteriormente, se ha producido un incremento en el nivel de sofisticación de los inversores institucionales. Actualmente, los grandes fondos de inversión a nivel global han desarrollado **herramientas in-house** para la evaluación de las compañías en ámbitos ligados al gobierno corporativo o ESG. Algunos ejemplos de inversores que han desarrollado este tipo de plataformas son Schroders (*Context*), State

Street Global Advisors (*R-Factor*) o Legal & General (*Climate Impact Pledge Score*), quienes han creado sistemas de puntuación que luego se traducen en decisiones de inversión por parte del gestor de la cartera y en decisiones de voto o solicitudes de *engagement*, que buscan influir en el comportamiento de las compañías en las que invierten.

Si bien es cierto que los inversores presentan un nivel de madurez diferente al ejercer sus deberes fiduciarios, según el mercado en el que operen, se observa claramente una tendencia mundial por parte de los inversores institucionales a interesarse e involucrarse mucho más en el tratamiento que dan las compañías en las que invierten a sus *stakeholders*.

6.3. DIÁLOGO CONTINUO Y DE ALTO NIVEL

El diálogo entre las sociedades cotizadas y los inversores ha sido y sigue siendo la práctica más habitual para mitigar el riesgo de recibir un voto no favorable en las juntas generales de accionistas. Esto se pone de manifiesto especialmente en aquellas compañías que tienen un importante nivel de *free-float* con una alta penetración de inversión extranjera, por ser este grupo de inversores el que tradicionalmente ejerce con mayor rigurosidad su deber fiduciario. Aquellas compañías que se esfuerzan por mantener un diálogo con los inversores, mediante la aplicación del principio de *comply or explain*, tienen mayores posibilidades de contar con el apoyo de los inversores, incluso cuando los *proxy advisors* han emitido recomendaciones negativas.

Hoy en día los inversores demandan más información que la que publican las compañías y tratan de entender cómo interactúan los consejeros con los equipos directivos y se distribuyen las responsabilidades en el seno de las sociedades cotizadas. Entre otros, buscan indicios para constatar si el consejo fomenta un debate saludable, desarrolla relaciones constructivas con la gerencia y desafía al equipo cuando resulte apropiado.

En este sentido, vemos cómo en los últimos diez años, el diálogo entre inversores y las sociedades cotizadas ha evolucionado en los siguientes aspectos:

- **Colectivos implicados en el *engagement*:** Hace una década, los interlocutores por parte de los inversores eran primordialmente el gestor de la cartera y el director del área de Relaciones con los Inversores. A día de hoy, el número de interlocutores es mayor y los inversores activos en temas ESG demandan, cada vez más, un diálogo directo con los miembros del consejo de las sociedades cotizadas. En este sentido, inversores como Wellington, BlackRock, Vanguard, Northern Trust, Legal & General, Florida Retirement System o Invesco, han manifestado públicamente que esperan tener un *engagement* directo con los miembros del consejo de las compañías en las que invierten, para ayudarlas a reforzar sus prácticas ESG. El presidente de la comisión de nombramientos y/o retribuciones, el consejero independiente coordinador e incluso el consejero delegado, suelen ser los perfiles de consejeros más solicitados.
- **Temas a tratar en las actividades de diálogo:** En términos de *engagement*, los inversores han pasado de mantener diálogos con las compañías que se limitaban a asuntos de índole netamente financiera, a tratar temas vinculados con el buen gobierno corporativo de las cotizadas y, en los últimos años, los asuntos relativos al impacto de las operaciones en el medioambiente y en la sociedad en la que operan.
- **Periodicidad:** La actividad de diálogo entre los inversores y las sociedades cotizadas, que hasta hace unos años se realizaba de manera más excepcional, se ha convertido en una práctica habitual. No obstante, hay muchas compañías que continúan haciéndolo exclusivamente en el contexto de sus juntas de accionistas. Grandes inversores, como BlackRock, demandan que las compañías realicen estas actividades a lo largo del año y no solo durante la *proxy season*, ya que consideran que el *engagement* debe ser un proceso continuo que vaya más allá de la necesidad de una compañía de ganar el apoyo de sus accionistas en las propuestas que se presentaran a la junta general.

Principales actores en las juntas generales de las sociedades cotizadas

7 PRINCIPALES ACTORES EN LAS JUNTAS GENERALES DE LAS SOCIEDADES COTIZADAS

En la última década se ha producido un notorio crecimiento de la participación de los inversores institucionales internacionales en el capital de las sociedades cotizadas españolas. Estos inversores tienen un perfil y unas dinámicas de organización que han afectado a la convocatoria, celebración y ejercicio del voto en las juntas.

En este último capítulo, hemos querido explicar quiénes son los distintos agentes que participan en la junta general de una sociedad cotizada española. Para ello, hemos descrito de manera muy breve (i) los tipos de accionistas que participan en el capital de las sociedades cotizadas españolas, (ii) la función de Iberclear en la llevanza del registro de las acciones y en la gestión de los eventos corporativos, (iii) la figura de los intermediarios financieros o custodios y (iv) los distintos prestadores de servicios de voto. Esta exposición no pretende ser omnicompreensiva sino simplemente facilitar el conocimiento de la dinámica práctica de las juntas sobre la que no existe demasiada literatura.

7.1. TIPOLOGÍA DE ACCIONISTAS

Con carácter general, la estructura de capital de las compañías cotizadas españolas es mucho más concentrada que la de las compañías anglosajonas que han inspirado buena parte de la normativa y recomendaciones de buen gobierno corporativo. Entre los accionistas que participan en el capital de una compañía cotizada podemos distinguir a los:

- **Accionistas de control** que, de manera individual o concertada, tienen una participación que les permite controlar o influir notablemente sobre los órganos societarios. En el mercado español, son numerosas las compañías en las que existen uno o varios accionistas de control. Por ejemplo, una familia, en el caso de las compañías de origen familiar, o el Estado, en el caso de compañías de origen público que fueron privatizadas.
- **Accionistas minoritarios** que no tienen una participación accionarial que les permita influir de manera directa en la gestión de la compañía y que suelen invertir con un propósito financiero. Al conjunto de estos accionistas se les conoce como el “capital flotante” o *free-float* y, si bien su presencia en las compañías cotizadas españolas es cada vez mayor -especialmente en las compañías del Ibex-35-, aún son pocas las sociedades con un nivel de *free-float* elevado en las que no exista un accionista de control.
- **Inversores institucionales** que canalizan la inversión de sus clientes a través de la adquisición o suscripción de acciones en compañías cotizadas, con el objetivo de maximizar la rentabilidad de la inversión y repartir los beneficios con sus clientes. Entre estos inversores institucionales figuran, por ejemplo, entidades de inversión colectiva, fondos de pensiones, entidades aseguradoras, entidades de crédito o fondos soberanos. Como explicamos en el apartado 7.3., es muy habitual que estos inversores articulen su inversión a través de un custodio y, por tanto, no figuren formalmente como accionistas de la compañía.

Algunos de estos inversores institucionales invierten con un horizonte temporal más amplio mientras que otros tienen una visión más cortoplacista. Tradicionalmente, se ha incluido en esta última categoría a los *hedge funds* interesados en realizar negocios que les generasen beneficios rápidamente.

De la misma manera, algunos de ellos mantienen una actitud más pasiva, al valorar su inversión en términos puramente financieros, mientras que otros tratan de implicarse activamente en la supervisión y gestión de las compañías. En todo caso, en términos generales, la implicación de estos inversores en la vida de las compañías es cada vez mayor y esto se ha podido constatar durante la pandemia en las políticas y comunicados hechos públicos por algunos de ellos. Recordamos también que el Proyecto de Ley SRD II que se está tramitando en las Cortes, incorporará las disposiciones de la Directiva SRD II dirigidas a impulsar los deberes fiduciarios y la transparencia de las políticas de implicación de algunos inversores institucionales.

7.2. IBERCLEAR

Iberclear es la filial del Grupo BME encargada del registro contable de las acciones admitidas a negociación en las Bolsas de Valores españolas. Las sociedades cotizadas tienen derecho a solicitar, en cualquier momento, a Iberclear los datos de identificación de sus accionistas. Las compañías pueden optar por solicitar a Iberclear (i) un fichero HTITU02, que se genera puntualmente a solicitud de un emisor e incluye los saldos de valores de cada accionista a una fecha determinada o (ii) un fichero HTITU01, que se actualiza diariamente y refleja cualquier modificación del registro de accionistas, incluyendo las altas y las bajas. Estos ficheros, además de indicar el saldo de valores de cada accionista, informan sobre los derechos reales o gravámenes que, en su caso, afecten a las acciones. Las compañías cuyas acciones deban ser nominativas por ley están obligadas a solicitar un fichero HTITU01.

Las asociaciones de accionistas que representen, al menos, el 1% del capital y los accionistas que tengan, individual o conjuntamente, una participación de, al menos, el 3% del capital tendrán también derecho a solicitar a Iberclear la identificación de los accionistas a los solos efectos de facilitar su comunicación con ellos para el ejercicio de sus derechos y la mejor defensa de sus intereses comunes. El Proyecto de Ley SRD II que se está tramitando en las Cortes propone limitar este derecho para que las asociaciones de accionistas y los accionistas significativos únicamente puedan solicitar la identificación de los accionistas que tengan, al menos, una participación de un 0,5%.

Iberclear es además la entidad encargada de gestionar los “eventos corporativos” que le comuniquen las compañías cotizadas. Entre los eventos corporativos que los emisores tienen obligación de comunicar a Iberclear se incluye la convocatoria de la junta general de accionistas. Las sociedades deben remitir a Iberclear el orden del día de la junta, tanto en español como en inglés.

7.3 INTERMEDIARIOS FINANCIEROS O CUSTODIOS

Los inversores institucionales, especialmente los de perfil internacional, canalizan su inversión en las sociedades cotizadas a través de distintos intermediarios financieros o custodios y no figuran en los registros contables como accionistas. Esto es así porque los custodios actúan como fiduciarios; esto es, en nombre propio, pero por cuenta y riesgo del inversor institucional. Al suscribir o adquirir las acciones en nombre propio son ellos quienes figuran en los registros como accionistas y los que, conforme al principio de legitimación formal, pueden exigir a la compañía que realice a su favor las prestaciones a que den derecho las acciones (p.ej., el cobro de dividendo o el ejercicio del derecho de voto).

Esta forma en la que los inversores institucionales articulan su inversión en las sociedades cotizadas impacta en la organización y celebración de las juntas generales de accionistas. En concreto:

- Las compañías, al solicitar a Iberclear el fichero de accionistas, podrán identificar únicamente a los custodios, que figuran formalmente como accionistas, pero no a sus clientes – por ejemplo, el fondo de pensiones que haya contratado sus servicios para adquirir una participación en la compañía cotizada española. Todo ello, pese a que son los clientes del custodio los que soportan el riesgo económico de la inversión y quienes, en última instancia, pueden condicionar el sentido del voto.
- Una vez que la compañía comunica a Iberclear la convocatoria de la junta de accionistas a través de la plataforma de “eventos corporativos”, este informa únicamente a los accionistas que figuran en los registros contables; esto es, a los custodios que serán los que, en su caso, informen a sus clientes.
- La política de implicación (*engagement*) de las compañías con estos inversores institucionales que no están siempre identificados resulta, en ocasiones, compleja. De ahí la importancia de los servicios que prestan los *proxy solicitors* como explicamos en el apartado 7.4.
- Los custodios tienen derecho a ejercer su derecho de voto de manera fraccionada y pueden otorgar una representación parcial para la asistencia a la junta. El legislador les reconoce estos derechos excepcionales porque sabe que, con frecuencia, un custodio presta servicios a distintos clientes de manera que las acciones que figuran a su nombre pueden corresponder, por ejemplo, a varios inversores institucionales. Estos clientes pueden mantener distintos criterios respecto a una misma propuesta – lo que justifica el voto fraccionado – o pueden querer asistir a la junta u otorgar un poder de representación al custodio – y de ahí la posibilidad de que el custodio (accionista) pueda otorgar una representación parcial en favor de alguno de sus clientes (inversores institucionales).
- Los derechos de contenido económico (p.ej., el pago de dividendos) se gestionarán a través de Iberclear como un “evento corporativo” y los beneficiarios serán los custodios que figuren inscritos los registros contables como accionistas.

El Proyecto de Ley SRD II que se está tramitando en las Cortes reconoce el derecho de las compañías, las asociaciones de accionistas y los accionistas significativos a identificar a los clientes de los custodios (los denominados “beneficiarios últimos”). Este reconocimiento del derecho a identificar al beneficiario último no alterará la titularidad de los derechos económicos y políticos, que seguirán correspondiendo al custodio que figure como titular de las acciones en el registro contable. Por lo tanto, las compañías se mantendrán ajenas a las relaciones entre el inversor institucional -beneficiario último de las acciones - y los distintos intermediarios financieros que intervienen en la cadena de custodia de las acciones, incluido el último custodio que figure como titular de las acciones en el registro contable.

7.4 PRESTADORES DE SERVICIOS DE VOTO

A continuación describimos la función de distintos agentes que prestan servicios de voto (*proxy services*) para facilitar la participación y el ejercicio del derecho de voto en las juntas generales de accionistas. Estos servicios no son excluyente y algunas entidades como ISS prestan varios de ellos.

Asesores de voto (*proxy advisors*)

Los asesores de voto son entidades que analizan la información de las empresas cotizadas, con carácter profesional y comercial, para proporcionar a sus clientes una orientación de voto en relación con los diferentes puntos del orden del día de las juntas. Sus recomendaciones de voto serán favorables o desfavorables en función de su grado de alineamiento con las políticas generales o estándares de buen gobierno corporativo que ellos mismos emiten.

Normalmente, las juntas de las compañías que forman parte de la cartera de inversión de los inversores institucionales se celebran durante las mismas semanas del año (la denominada *proxy season*) y, por ello, con frecuencia los inversores contratan los servicios de los *proxy advisors* para ejercer su voto en las reuniones de accionistas. No obstante, como hemos apuntado anteriormente, cada vez son más los inversores institucionales que refuerzan sus equipos internos (*proxy voting teams*) con el objetivo de analizar la situación de las compañías de su cartera de inversión y decidir cómo van a votar en sus juntas de accionistas sin tener que seguir necesariamente las recomendaciones de los *proxy advisors*.

Proxy solicitors

A diferencia de los *proxy advisors* -que son contratados por los inversores institucionales- estos asesores prestan sus servicios, por lo general, a las sociedades cotizadas. Georgeson es una empresa líder en la prestación de servicios de *proxy solicitation* y, entre otros, ayuda a las compañías a:

- Conocer la composición de su accionariado a través de sus servicios de identificación y análisis de accionistas.
- Desarrollar su política de implicación (*engagement*) con accionistas para movilizar el voto informado en la junta. Con frecuencia, ayuda a exponer a los inversores las circunstancias o condicionantes de la compañía, el mercado o el ordenamiento jurídico que pueden justificar que pueda ejercer su voto sin seguir necesariamente las recomendaciones emitidas por los asesores de voto.

Plataformas de voto (*proxy agents*)

Estos asesores facilitan el ejercicio del voto a los inversores institucionales a través de mecanismos telemáticos; plataformas de información y voto. Tal y como hemos explicado antes, lo habitual es que estos inversores canalicen su inversión a través de custodios, que figuran formalmente como accionistas de la compañía pero que siguen las instrucciones de sus clientes para votar. En lugar de transmitir a sus clientes la información sobre la celebración de la junta a través de la cadena de custodios y recabar el sentido de su voto, es habitual que estos intermediarios financieros contraten los servicios de un *proxy agent*. En otras ocasiones son los propios inversores, que participan en distintas compañías, quienes contratan los servicios de estos asesores para centralizar en una única plataforma el ejercicio de su derecho de voto.

A diferencia de los *proxy solicitors*, estos asesores limitan sus servicios a la transmisión y recepción de información sin participar, activamente, en el diálogo entre la compañía y sus inversores.

