

EL GOBIERNO CORPORATIVO Y LOS INVERSORES INSTITUCIONALES

Preparando la Temporada
de Juntas 2023



EL GOBIERNO CORPORATIVO Y LOS INVERSORES INSTITUCIONALES

Preparando la Temporada de Juntas 2023

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 10 de febrero de 2023 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 87 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.

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

Giulia A. Matteo Sézille

Head of Operations
g.sezille@georgeson.com

Carlos Sáez Gallego

Country Head Spain
c.saez@georgeson.com

Claudia Monteagudo Dosil

Account Manager
Claudia.Dosil@georgeson.com

Claudia Morante Belgrano

Head of Corporate Governance
c.morante@georgeson.com

Eva Martí Serra

Corporate Governance Manager
e.marti@georgeson.com

Araceli López Iglesias

Corporate Governance Analyst
a.lopez@georgeson.com

Sebastian Mata

Account Manager
sebastian.mata@georgeson.com

MADRID

Edificio Norte
Orense 34, 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 y marcada implantación en España, Portugal y Latinoamérica. Con un equipo multidisciplinar de más de 1.200 abogados y una red de 27 oficinas, asesoramos en todas las áreas del derecho empresarial y ayudamos a nuestros clientes en las cuestiones más exigentes, en cualquier territorio, aportando la experiencia y el conocimiento de equipos altamente especializados.

Desde una visión sectorial y enfocada a cada tipo de negocio, acumulamos un profundo conocimiento y experiencia en el asesoramiento más sofisticado, ya sea recurrente o transaccional. Aportamos valor gracias a la alta especialización de nuestros equipos, integrados por abogados de diferentes prácticas, que ofrecen soluciones eficientes a través de una visión transversal del negocio de nuestros clientes.

Seguimos un modelo de colaboración flexible, sin exclusividades ni obligaciones, con prestigiosas firmas de otros países, para ofrecer el equipo que mejor se adapta a las necesidades específicas de cada cliente y situación, y a través de una interlocución única con el cliente y una metodología de trabajo uniforme.

Apostamos por la transformación digital y fomentamos el conocimiento colectivo para ofrecer un asesoramiento diferencial y de valor, y fomentamos una cultura de la innovación aplicada a la actividad legal, que combina formación, procesos y recursos tecnológicos para aportar mayor eficiencia. Somos la primera firma europea en crear una aceleradora de empresas emergentes y en constituir un vehículo de inversión especializado en startups del ámbito legaltech.

Integramos criterios ESG en nuestra forma de trabajar y en los servicios que prestamos para promover iniciativas que generen impacto social, ayuden a preservar el medioambiente y mejorar nuestras políticas de gobierno corporativo.

En 2022, hemos recibido el premio de Firma del año en Iberia y Europa por la prestigiosa publicación británica The Lawyer. Además, Financial Times nos reconoce año tras año como una de las firmas más innovadoras en Europa. En Latinoamérica, somos la 5ª firma internacional más popular según Latin American Corporate Counsel Association (LACCA).

Ana M^a Gamazo

Socia
anamaria.gamazo@cuatrecasas.com

Antonio Baena

Socio
antonio.baena@cuatrecasas.com

Coro Fernández-Rañada

Consejera
coro.ranada@cuatrecasas.com

Francisco Pérez-Crespo

Socio
francisco.perezcrespo@cuatrecasas.com

Gerard Correig

Socio
gerard.correig@cuatrecasas.com

Ignacio Escrivá de Romani

Socio
ignacio.escrivaderomani@cuatrecasas.com

Javier Juste

Consejero
javier.juste@cuatrecasas.com

Javier Martí-Fluxá

Socio
javier.marti-fluxa@cuatrecasas.com

José Luis Rodríguez

Socio
joseluis.rodriguez@cuatrecasas.com

Jose Ramón Berecibar

Socio
joseramon.berecibar@cuatrecasas.com

Juan Aguayo

Socio
juan.aguayo@cuatrecasas.com

Pere Kirchner

Socio
p.kirchner@cuatrecasas.com

Soraya Sáenz de Santamaría

Socia
soraya.saenzdesantamaria@cuatrecasas.com

ESPAÑA Y PORTUGAL

Alicante · Barcelona · Bilbao · Girona · Lisboa
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 · Shanghái

* En asociación con la correspondiente firma local

PRESENTACIÓN

Georgeson y Cuatrecasas presentan el estudio anual en el que analizan el comportamiento de los inversores durante la última temporada de juntas – la Temporada de Juntas 2022 –, con el fin de ayudar a las sociedades cotizadas españolas a anticipar las demandas de inversores y *proxy advisors* de cara a su próxima junta general de accionistas.

El alcance del estudio es el mismo que en las ediciones anteriores y comprende a las compañías que conforman el Ibex-35 y el Top 40 del Mercado Continuo. Dentro de este Top 40 hemos incluido a las compañías del Mercado Continuo con mayor volumen de capitalización o que entendemos que otorgan más relevancia a las prácticas de gobierno corporativo que otras compañías similares a ellas (*peers*).

La siguiente tabla muestra las **34 empresas del Ibex-35 analizadas**, que formaban parte del índice a cierre de la Temporada de Juntas 2022 (julio 2022). Si comparamos el ámbito subjetivo del análisis con el del año 2021, se incorporan al Ibex-35 Acciona Energía, Laboratorios Rovi y Sacyr, sustituyendo a Almirall, Cie Automotive y Viscofan. Al igual que en otras ediciones, no se toma en cuenta a ArcelorMittal por su naturaleza diversa¹ frente al resto de las empresas que conforman este índice.

Empresas del Ibex-35 analizadas en la Temporada de Juntas 2022	Empresas del Ibex-35 analizadas en la Temporada de Juntas 2021
Acciona	Acciona
Acciona Energía	-
Acerinox	Acerinox
ACS	ACS
Aena	Aena
Amadeus	Amadeus
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria
Banco de Sabadell	Banco de Sabadell
Banco Santander	Banco Santander
Bankinter	Bankinter
CaixaBank	CaixaBank
Cellnex	Cellnex
-	CIE Automotive
Enagás	Enagás
Endesa	Endesa
Ferrovial	Ferrovial
Fluidra	Fluidra
Grifols	Grifols
International Airlines Group	International Airlines Group
Iberdrola	Iberdrola
Inditex	Inditex
Indra	Indra
Inmobiliaria Colonial	Inmobiliaria Colonial

¹ No se ha considerado a ArcelorMittal, entre otras razones, por su sometimiento a otro ordenamiento jurídico en materia de gobierno corporativo, al no estar domiciliada en España.

Empresas del Ibex-35 analizadas en la Temporada de Juntas 2022	Empresas del Ibex-35 analizadas en la Temporada de Juntas 2021
Laboratorios Rovi	-
MAPFRE	MAPFRE
Meliá Hotels	Meliá Hotels
Merlin Properties	Merlin Properties
Naturgy Energy Group	Naturgy Energy Group
Pharma mar	Pharma mar
Red Eléctrica Corporación	Red Eléctrica Corporación
Repsol	Repsol
Sacyr	-
Siemens Gamesa	Siemens Gamesa
Solaria	Solaria
Telefónica	Telefónica
-	Viscofan

La siguiente tabla identifica las 40 empresas que se han tenido en cuenta para realizar el estudio sobre el **Top 40 del Mercado Continuo**. Si comparamos el ámbito subjetivo con el del año 2021, se analizan a Almirall, CIE Automotive, Línea Directa, Oryzon, Vidrala y Viscofan y se excluye a Euskaltel, Liberbank, Laboratorios Rovi, Sacyr, Solarpack y Zardoya Otis².

Empresas del Mercado Continuo analizadas en la Temporada Juntas 2022	Empresas del Mercado Continuo analizadas en la Temporada Juntas 2021
Aedas	Aedas
Almirall	-
Applus	Applus
Atresmedia	Atresmedia
Audax. Renov	Audax. Renov
CIE Automotive	-
C.F. Alba	C.F. Alba
C. y A. de Ferrocarriles	C. y A. de Ferrocarriles
Catalana Occidente	Catalana Occidente
Dominion	Dominion
Duro Felguera	Duro Felguera
Ebro Foods	Ebro Foods

² Tres de las compañías analizadas (Almirall, CIE Automotive y Viscofan) pertenecían anteriormente al Ibex-35. De las compañías que han sido excluidas de este estudio, Euskaltel, Liberbank, Zardoya Otis y Solarpack han dejado de cotizar en las Bolsas como consecuencia de las operaciones corporativas llevadas a cabo en 2021/2022; y Laboratorios Rovi y Sacyr han pasado a formar parte del Ibex-35.

Empresas del Mercado Continuo
analizadas en la Temporada Juntas
2022

Empresas del Mercado Continuo
analizadas en la Temporada Juntas
2021

Edreams	Edreams
ENCE	ENCE
ERCROS	ERCROS
-	Euskaltel
Ezentis	Ezentis
Faes Farma	Faes Farma
FCC	FCC
G. E. San Jose	G. E. San Jose
Gestamp	Gestamp
Grenergy	Grenergy
Lar España	Lar España
Línea Directa	-
-	Liberbank
Logista	Logista
Mediaset	Mediaset
Metrovacesa	Metrovacesa
Neinor Homes	Neinor Homes
Oryzon	-
Prisa	Prisa
Prosegur	Prosegur
Prosegur Cash	Prosegur Cash
Reig Jofre	Reig Jofre
-	Laboratorios Rovi
-	Sacyr
-	Solapack
Soltec	Soltec
Talgo	Talgo
Técnicas Reunidas	Técnicas Reunidas
Tubacex	Tubacex
Unicaja	Unicaja Banco
Vidrala	-
Viscofan	-
Vocento	Vocento
-	Zardoya Otis

Para el análisis de las tendencias de voto, hemos tenido en cuenta las **recomendaciones de los asesores de voto de referencia**³ (*proxy advisors*) en el mercado español. Principalmente, las recomendaciones de ISS, Glass Lewis y Corporance⁴ para las empresas del Ibex-35, y las recomendaciones de ISS y Glass Lewis⁵ para las compañías del Top 40 del Mercado Continuo.

	<i>Proxy advisor de referencia</i>
Ibex-35	ISS, Glass Lewis y Corporance
Top 40 del Mercado Continuo	ISS, Glass Lewis

Brevemente, el orden que seguiremos en nuestra exposición es el siguiente. En primer lugar, en el Capítulo 1, hacemos un resumen ejecutivo de los aspectos esenciales de la Temporada de Juntas 2022, que explicamos con mayor detalle a lo largo del Capítulo 2.

A continuación, en el Capítulo 3, describimos las cuestiones y retos que las compañías deberían tener en cuenta para la Temporada de Juntas 2023 con el fin de que puedan anticiparse y planificar su impacto.

Finalmente, en el Capítulo 4, hemos querido ofrecer una panorámica legal sobre la información corporativa en el ámbito de la sostenibilidad con el objetivo de trasladar al lector la importancia de esta materia que está siendo objeto de una profunda revisión.



3 En el documento se diferencian dos tipos de recomendaciones: (i) recomendaciones favorables (a favor) y (ii) recomendaciones negativas/no favorables/contrarias (en contra y abstención).

4 Corporance no ha emitido una recomendación de voto para cuatro de las compañías del Ibex-35 analizadas.

5 Glass Lewis no ha emitido una recomendación de voto para dos de las compañías del Top 40 del Mercado Continuo analizadas.

GLOSARIO

CBG	<i>Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas</i> , revisado en junio 2020.
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores.
Directiva CSRD	La Directiva <i>2022/2464/UE</i> que modifica, entre otras, la Directiva NFRD para ampliar su ámbito subjetivo y corregir algunas deficiencias detectadas en el suministro de información sobre sostenibilidad.
Directiva NFRD	La Directiva <i>2014/95/UE (Non-Financial Reporting Directive)</i> tiene como objetivo identificar riesgos para mejorar la sostenibilidad y aumentar la confianza de los inversores, de los consumidores y de la sociedad en general.
EFRAG	El <i>EFRAG (European Financial Reporting Advisory Group)</i> es una asociación privada que presta asesoramiento a la Comisión Europea sobre la utilización de las NIIF en Europa.
EINF	Estados de Información No Financieros.
ESG	<p>En un contexto empresarial, los criterios medioambientales, sociales y de buen gobierno (conocidos, por sus siglas en inglés, como “criterios ESG”) hacen mención a:</p> <ul style="list-style-type: none">• E (<i>Environment</i>): El efecto que la actividad de la compañía tiene, directa o indirectamente, sobre el medioambiente.• S (<i>Social</i>): El efecto que la actividad de la compañía tiene en las personas o en el entorno social (empleados, clientes, proveedores o comunidades locales). Este ámbito se refiere a los derechos humanos e incluye, por ejemplo, la protección del consumidor, la igualdad y la diversidad, los derechos laborales, la gestión de la cadena de suministro, los derechos de las comunidades indígenas o la prohibición del trabajo infantil.• G (<i>Governance</i>): La forma en que se gestiona la compañía. Incluye los procesos y normas de gestión y gobierno tendentes a asegurar tanto el cumplimiento de la normativa, externa e interna (<i>compliance</i>), como la gestión adecuada de riesgos internos (para la actividad de la empresa) y externos (para terceros). Abarca cuestiones de gobierno corporativo y de transparencia o rendición de cuentas, pero también de política fiscal, de lucha contra la corrupción y prevención del delito, de inversión o de abuso de mercado. .
IARC	Informe Anual de Remuneraciones de los Consejeros.
ISSB	El <i>International Sustainability Standards Board (ISSB)</i> es un grupo de trabajo de IFRS; la fundación de estándares internacionales de información financiera que elaboró las NIIF, que ha sido creado para facilitar, a los inversores y otros operadores del mercado de valores, unos estándares de divulgación en el ámbito de la sostenibilidad que sean fiables, de calidad y susceptibles de comparación.
LSC	Ley de Sociedades de Capital.

Propuesta de Directiva CSDD	Propuesta que pretende establecer un estándar europeo obligatorio de conducta empresarial para asegurar que las empresas cumplen con su deber de respetar los derechos humanos y el medioambiente con respecto a sus propias operaciones, las de sus filiales y a lo largo de sus cadenas de valor mundiales.
Reglamento de Taxonomía	El Reglamento 2020/852/UE , que contiene los criterios para poder determinar si una actividad económica se considera medioambientalmente sostenible.
SASB	El <i>Sustainability Accounting Standards Board</i> es una organización sin ánimo de lucro creada en 2011 con el objetivo de ayudar a las compañías a informar a los inversores sobre su desempeño no financiero. Los estándares SASB identifican las cuestiones ESG que consideran más relevantes para el rendimiento financiero en 77 industrias.
TCFD	El <i>Task Force on Climate-related Financial Disclosures</i> es un grupo de trabajo creado en 2015 por el Consejo de Estabilidad Financiera, a petición del G-20, para fomentar que las empresas informen a sus inversores sobre los riesgos relacionados con el cambio climático y el modo en que los gestionan. En 2017, el TCFD publicó sus Recomendaciones para mejorar la transparencia sobre riesgos climáticos.
UE	Unión Europea



ÍNDICE

1. VISIÓN GENERAL DE LA TEMPORADA DE JUNTAS 2022 EN ESPAÑA	16
2. ANÁLISIS DE LA TEMPORADA DE JUNTAS DE 2022 EN EL IBEX-35 Y EN EL TOP 40 DEL MERCADO	20
2.1. NIVEL DE PARTICIPACIÓN	20
2.2. CUESTIONES MÁS CONFLICTIVAS	22
2.2.1. Consejo de administración	26
2.2.2. Resultados de las votaciones en propuestas vinculadas al consejo de administración y evolución en los últimos tres años	33
2.2.3. Remuneración de los consejeros y altos directivos	37
2.2.4. Modificación del capital social	42
3. ¿CÓMO PREPARAR LA TEMPORADA DE JUNTAS 2023?	46
3.1. JUNTAS DE ACCIONISTAS: NUEVO MODELO DE JUNTAS HÍBRIDAS	46
3.2. ASUNTOS RELATIVOS AL CONSEJO	46
3.2.1. Novedades en material de diversidad de género	46
3.2.2. Novedades en retribuciones	47
3.2.3. Novedades en <i>say on climate</i>	48
3.2.4. Novedades en el <i>reporting</i> no financiero	48
3.2.5. Mayor <i>accountability</i> para los consejos y exigencia de planes de acción para explicar los elevados niveles de disidencia	48
3.2.6. Matriz de competencias	49
3.2.7. Planes de sucesión	50
3.2.8. Mayor protagonismo de las comisiones de sostenibilidad	50
3.3. RELACIÓN CON LOS GRUPOS DE INTERÉS (<i>STAKEHOLDERS</i>)	50
3.3.1. Agencias de calificación (<i>rating</i>)	50
3.3.2. Relevancia de la política de implicación (<i>engagement</i>) en temas de ESG	51
3.3.3. Normativa sobre <i>beneficial owners</i>	51
4. LA TRANSPARENCIA EN EL ÁMBITO DE LA SOSTENIBILIDAD	54
4.1. Introducción	54
4.2. La importancia de la información corporativa sobre sostenibilidad	54
4.3. Breve apunte sobre la responsabilidad asociada a una mayor transparencia en el ámbito ESG	55
4.4. Obligaciones de divulgación	56
4.4.1. Informe de sostenibilidad	56
4.4.2. Informe anual sobre riesgo climático	56
4.4.3. Normativa sectorial de entidades de crédito y ESIS	57
4.4.4. Otras obligaciones de divulgación	57
4.5. Estándares de divulgación	59
4.5.1. La ausencia de un estándar común de divulgación y el camino hacia la convergencia	59
4.5.2. Principales estándares de divulgación	59
4.6. Posición de los asesores de voto y de los inversores institucionales	61
4.7. Conclusiones	63



1

Visión general de la Temporada de Juntas 2022 en España

1 VISION GENERAL DE LA TEMPORADA DE JUNTAS 2022 EN ESPAÑA

Cada año, la comunidad inversora es menos flexible, sus argumentos son más estrictos e incide más en la sostenibilidad a largo plazo. Esto ha dado lugar a una temporada de juntas caracterizada por:

- La consolidación del modelo de celebración de juntas híbridas, más flexibles y enfocadas a satisfacer las distintas necesidades de los accionistas.
- El mayor escrutinio por parte de los inversores de los asuntos ESG, prestando especial atención a (i) los temas sociales como el bienestar de los empleados y la diversidad, (ii) los asuntos relativos al cambio climático y (iii) las retribuciones de los consejeros y su enfoque al largo plazo.
- Un examen minucioso por parte del mercado respecto a la respuesta de las compañías ante elevados niveles de disidencia en las juntas de accionistas anteriores.

Como acabamos de señalar, merece la pena destacar que si, en 2021, hablábamos del *boom* de las juntas telemáticas y observábamos una preferencia clara por parte de los inversores y *proxy advisors* en la celebración de juntas de accionistas de manera híbrida, en esta Temporada 2022, el modelo de juntas híbridas se ha consolidado en el mercado español. En este sentido, la mayoría de las sociedades cotizadas españolas establece en su normativa interna la posibilidad de celebrar este tipo de juntas.

Tras el análisis individualizado realizado por Georgeson, entre los datos más relevantes de esta Temporada de Juntas 2022 en España, destacan los siguientes:

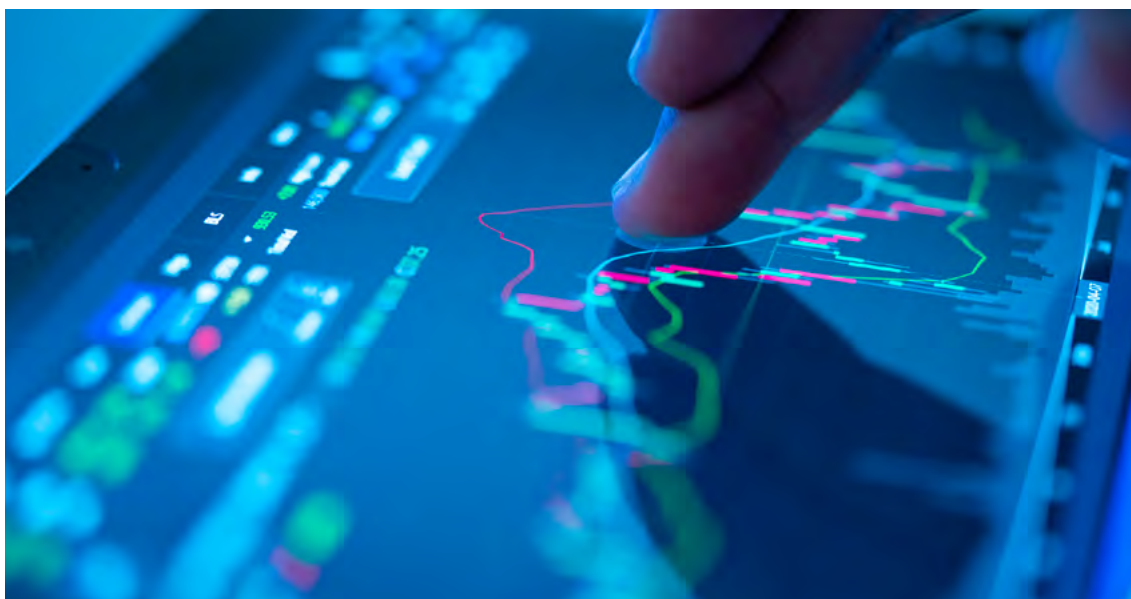
- El *quorum* medio de las compañías del Ibex-35 se ha mantenido estable con respecto a 2021, situándose en 71,13% (71,14% en 2021). Por su parte, el *quorum* medio del Top 40 del Mercado Continuo presenta una ligera disminución con respecto al año anterior, situándose en 70,34% frente al 71,53% de 2021.

Si tenemos en cuenta los datos históricos, en el Ibex-35 no se han recuperado los niveles de participación previos a la pandemia como cabría haber esperado, mientras que, en el Top 40 del Mercado Continuo, se aprecia una tendencia al alza en la participación. Entre otros, esta diferencia podría deberse a la distinta penetración del capital extranjero en el capital social, que es más relevante en las compañías de mayor capitalización. Durante la Temporada de Juntas 2022, por una parte, ha crecido la actividad de voto de los inversores domésticos — principalmente institucionales— y, por otra parte, la inversión de los fondos soberanos en el capital social de las compañías del Ibex-35, que no suelen votar en las juntas salvo en contadas excepciones.

- Si analizamos las temáticas de las propuestas presentadas (propuestas relativas a Consejeros, Remuneración, o Capital), la oposición ha disminuido, proporcionalmente, en todas ellas tanto en las juntas del Ibex-35, como en las del Top 40 del Mercado Continuo. En concreto, en el Ibex-35, un total de 65 propuestas obtuvieron en 2022 más del 10% de oposición, lo que implica una disminución con respecto al año anterior (75 propuestas en 2021). En el Top 40 del Mercado Continuo, los números se mantienen más estables, con un total de 70 propuestas que recibieron en 2022 más del 10% de oposición, frente a las 71 propuestas del año anterior.
- Un año más, tanto en el Ibex-35 como en el Top 40 del Mercado Continuo, el tema que ha suscitado mayor nivel de disidencia entre los grandes inversores institucionales y los principales *proxy advisors*, ha sido el relativo a la retribución del consejo. Sin embargo, en la Temporada de Juntas 2022, ha sido menor el número de propuestas con más de un 10% de voto en contra que en 2021, tanto en las compañías del Ibex-35 (32 propuestas en 2022 frente a 46 propuestas en 2021), como en aquellas del Top 40 del Mercado Continuo (28 propuestas en 2022 frente a 38 propuestas en 2021). Esta disminución se explica, principalmente, por la mejora en los modelos retributivos de las compañías españolas, que se han ido alineando con las expectativas de mercado. No obstante, las compañías deberán continuar trabajando, ya que todavía existen grandes retos que afrontar en esta materia.

- En cuanto a las cuestiones relativas al consejo de administración, cabe destacar que:
 - El número de propuestas relativas a la ratificación, nombramiento o reelección de consejeros con más de 10% de voto en contra aumenta con respecto al año anterior en el Ibex-35 (23 propuestas en 2022 frente a 18 en 2021) si bien representan un porcentaje inferior al del 2021 sobre el total de propuestas presentadas (14% en 2022 frente a 15% en 2021). El aumento del número de propuestas con más de 10% de voto en contra es más considerable en las compañías del Top 40 del Mercado Continuo: 29 propuestas en 2022 frente a 8 en 2021 (lo que representa un porcentaje sobre el total de propuestas presentadas del 23% en 2022 frente a 10% 2021).
 - En septiembre de 2022, ocho de las compañías del Ibex-35 analizadas tenían los cargos de presidente y primer ejecutivo unificados frente a las seis del año anterior. En el Ibex-35, más de la mitad de los presidentes de las compañías son consejeros ejecutivos (53%) y únicamente un 12% de los presidentes son consejeros independientes. En el Top 40 del Mercado Continuo, tal y como se ha puesto de manifiesto en años anteriores, el número de empresas con los cargos de presidente y primer ejecutivo unificados es mayor que en las compañías del Ibex-35, un total de 11 tienen los cargos unificados.
 - Durante la Temporada de Juntas 2022, los consejeros independientes son los que han obtenido el mayor nivel de votos favorables tanto en las compañías del Ibex-35 (96,39% de nivel de apoyo medio) como en las del Top 40 del Mercado Continuo (98,01% de nivel de apoyo medio). En las compañías del Ibex-35, el número de consejeros independientes se mantiene estable respecto al 2021, pasando de 239 consejeros independientes en 2021 a 235 en 2022. La situación en el Top 40 del Mercado Continuo es similar; el número de consejeros independientes pasa de 171 en 2021 a 175 en 2022.
 - Al igual que en años anteriores, se mantiene la tendencia creciente en la presencia de mujeres en los consejos de administración de las compañías españolas. Tanto en el Ibex-35 como en el Top 40 del Mercado Continuo, el número de consejeras independientes es notablemente mayor al número de consejeros independientes.
- Por último, en materia de modificación del capital social, el porcentaje medio de votos en contra en las propuestas de aumento de capital ha disminuido, considerablemente, en las compañías del Ibex-35 y las del Top 40 del Mercado Continuo.

En las siguientes páginas se desarrollan cada uno de los temas aquí mencionados en mayor profundidad.





2

Análisis de la Temporada de Juntas de 2022 en el IBEX-35 y en el Top 40 del Mercado Continuo

2 ANÁLISIS DE LA TEMPORADA DE JUNTAS DE 2022 EN EL IBEX-35 Y EN EL TOP 40 DEL MERCADO

2.1. NIVEL DE PARTICIPACIÓN

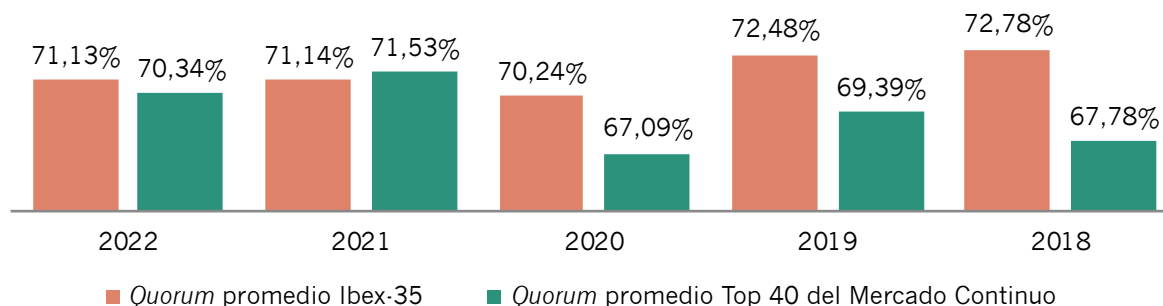
En la Temporada de Juntas 2022, el *quorum*⁶ medio de las compañías del Ibex-35 se ha mantenido estable con respecto a 2021, situándose en 71,13%. Por su parte, el *quorum* medio del Top 40 del Mercado Continuo presenta una ligera disminución con respecto al año 2021, situándose en 70,34%.

Si tenemos en cuenta los datos históricos, en el Ibex-35, no se han recuperado los niveles de participación previos a la pandemia como cabría haber esperado mientras que, en el Top 40 del Mercado Continuo, se aprecia una tendencia al alza en la participación.

Esta diferencia podría deberse, entre otros, a la distinta penetración de la inversión extranjera en el capital social, que es más relevante en las compañías de mayor capitalización. Durante esta temporada, ha crecido:

- La inversión de los fondos soberanos en el capital social de las compañías del Ibex-35. Salvo en contadas excepciones, estos fondos no suelen votar en las juntas.
- La actividad de voto de los inversores domésticos; principalmente, de los institucionales.

Ibex-35 y Top 40 del Mercado Continuo:
evolución del promedio del *quorum* 2018-2022



Los siguientes gráficos reflejan el nivel de participación en la Temporada de Juntas 2022 en las compañías del Ibex-35 y del Top 40 del Mercado Continuo. En ellos se detalla, de manera decreciente, el peso que tiene el capital flotante (*free-float*) sobre el *quorum* total para cada compañía⁷.

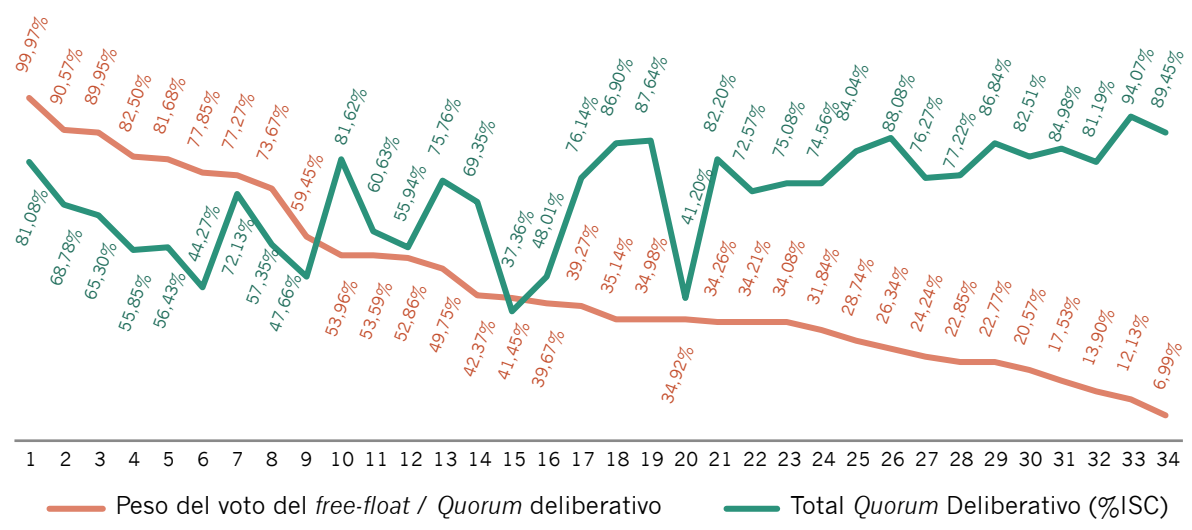
Con este análisis se pretende mostrar la importancia que tiene el voto del capital flotante en las compañías de capital disperso. La movilización del voto del capital flotante depende, entre otros, de: (i) las iniciativas (p.ej, actividades de *engagement* u organización de *roadshows*) llevadas a cabo por las compañías para mejorar la relación con sus inversores y de (ii) la política de voto de los inversores, que determinará su proactividad a la hora de votar o no en las juntas.

6 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 comparables los datos analizados.

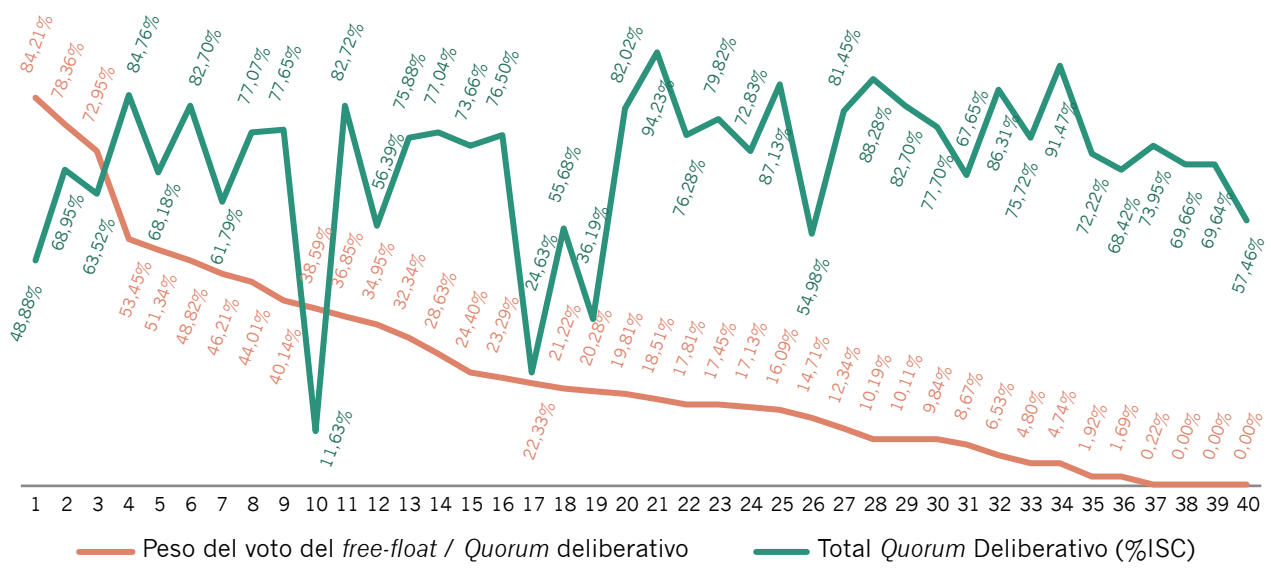
7 La metodología seguida para el cálculo del capital flotante ha sido la siguiente:

- Se ha tomado como punto de partida la información que las compañías divulgan en el Informe Anual de Gobierno Corporativo (IAGC).
- Se ha asumido que todo lo que no forma parte del capital flotante es núcleo duro.
- Se ha partido del presupuesto de que el núcleo duro ha votado con toda su posición y que el sentido de su voto ha sido a favor de todos los puntos que la compañía ha sometido a votación.
- Finalmente, se ha asumido que todo el voto que excede de la posición del núcleo duro ha sido emitido por parte del capital flotante de la compañía. Cuando el *quorum* es inferior al núcleo duro, se ha asumido que este ha votado con una posición parcial y que el capital flotante no ha participado.

Ibex-35: participación en la Junta 2022



Top 40 del Mercado Continuo: participación en la Junta 2022



Los gráficos reflejan cómo en algunas compañías (por ejemplo, la número 1 del gráfico del Ibex-35) el quorum (81,08%) 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 32 del gráfico del Ibex-35 con un 81,19%), han contado con una participación baja del free-float y el quorum está compuesto casi en su totalidad por su núcleo duro. Otros ejemplos de este tipo de compañías serían los números 2 y 31 del gráfico del Top 40 del Mercado Continuo, que tienen un quorum similar (del 68,95% y 67,65%, respectivamente), a pesar de tener una movilización del free-float diferente.

En definitiva, estos gráficos reflejan la influencia que tiene la estructura accionarial de las compañías sobre el mayor o menor nivel de participación en la junta general de accionistas.

2.2. CUESTIONES MÁS CONFLICTIVAS

Retribución del consejo

Un año más, tanto en el Ibex-35 como en el Top 40 del Mercado Continuo, el tema que ha suscitado mayor nivel de disidencia entre los grandes inversores institucionales y los principales *proxy advisors*, ha sido el relativo a la retribución del consejo. Los inversores institucionales y los *proxy advisors* de referencia han actualizado sus políticas de voto, adaptándolas a las exigencias de un mercado más competitivo e incluyendo nuevas demandas en términos de responsabilidad y buena gestión.

Durante la Temporada de Juntas 2022, son diversos los motivos que han llevado a los inversores institucionales a no apoyar los asuntos retributivos, entre los más destacados:

- Falta de alineación con el interés de los accionistas a largo plazo.
- Ausencia de coherencia entre los resultados de la compañía y la retribución de sus ejecutivos.
- Planes de incentivos a largo plazo no alineados con las demandas del mercado.
- Opacidad en la divulgación de métricas y sus pesos, así como sobre su nivel de cumplimiento.
- Falta de respuesta por parte del consejo ante elevados niveles de disidencia en materia retributiva en ejercicios anteriores.
- Poca claridad en las condiciones de los contratos con ejecutivos: cláusulas de recobro, pagos por terminación de contrato o política de tenencia de acciones.

Cabe destacar que, en la Temporada de Juntas 2022, ha sido menor el número de propuestas con más de un 10% de voto en contra que en 2021, tanto en las compañías del Ibex-35 (32 propuestas en 2022 frente a 46 propuestas en 2021), como en aquellas del Top 40 del Mercado Continuo (28 propuestas en 2022 frente a 38 propuestas en 2021). Esta disminución se explica principalmente por la mejora en los modelos retributivos en las compañías españolas, que se han ido alineando con las expectativas de mercado. No obstante, las compañías deberán continuar trabajando, ya que todavía existen grandes retos que afrontar en esta materia.

La mayor parte de las propuestas que han recibido una oposición relevante se referían a la aprobación del Informe Anual de Remuneraciones (“IARC”) del ejercicio 2021, donde 17 de las 34 compañías del Ibex-35 analizadas han tenido un nivel de disidencia por encima del 10%. En las compañías del Top 40 del Mercado Continuo, la oposición ha sido menor y solo 12 de ellas han obtenido un nivel de disidencia superior al 10%.



Reelección, nombramiento y ratificación de consejeros

Otro tema que ha suscitado gran controversia entre los inversores institucionales durante la Temporada de Juntas 2022 ha sido el relativo a la reelección, nombramiento y ratificación de consejeros, donde el número de propuestas con más de 10% de voto en contra aumenta con respecto al año anterior en el Ibex-35 (23 propuestas en 2022 frente a 18 en 2021). No obstante, esas propuestas representan un porcentaje inferior al del 2021 sobre el total de propuestas presentadas (14% en 2022 frente a 15% en 2021).

El aumento del número de propuestas con más de 10% de voto en contra es más considerable en las compañías del Top 40 del Mercado Continuo (29 propuestas en 2022 frente a 8 en 2021).

Los principales motivos que han llevado a que los inversores institucionales no diesen su apoyo a las compañías en los puntos relativos a la composición del consejo han sido:

- Falta de independencia en el consejo.
- Ausencia de diversidad entendida en un sentido amplio, con especial hincapié en la diversidad de género.
- La presencia de consejeros que forman parte de un número elevado de consejos.

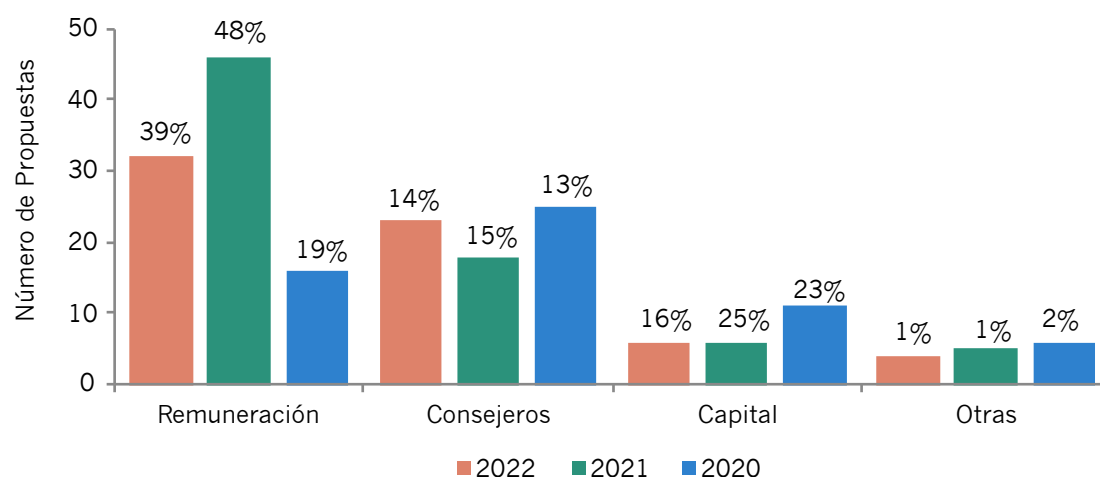
Ibex-35

En el Ibex-35, un total de 65 propuestas obtuvieron en 2022 más del 10% de oposición⁸, lo que implica una disminución con respecto al año anterior (75 propuestas en 2021).

Si atendemos las temáticas de las propuestas presentadas, la oposición ha disminuido, proporcionalmente, en todas ellas siendo, una vez más, las propuestas relativas a la retribución del consejo las que han recibido mayor proporción de voto en contra (un 39% de ellas han recibido más del 10% de voto 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, se indica el porcentaje que representa sobre el total de propuestas de la categoría 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



Nota: A efectos aclaratorios, se hace constar que la altura de las columnas refleja el número de propuestas que han recibido más de 10% de voto en contra (en números absolutos) y no el porcentaje que representaba cada una de ellas sobre el total de propuestas. Las materias se han ordenado, de mayor a menor, en función del número de propuestas que han recibido más del 10% de voto en contra en 2022.

⁸ Incluye todos los puntos del orden del día que han recibido un porcentaje de voto menor al 90% del quorum.

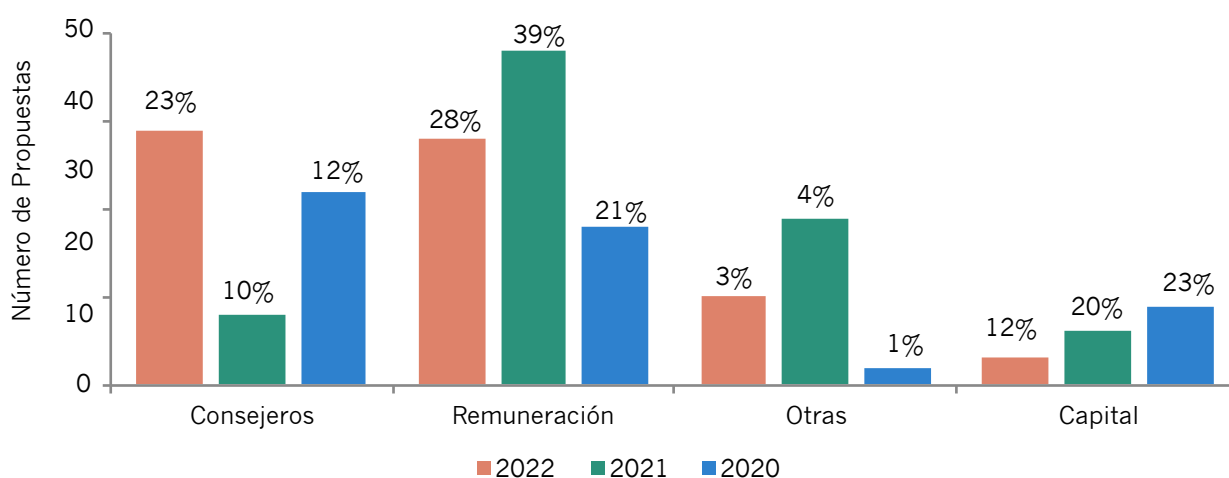
Top 40 del Mercado Continuo

En el Top 40 del Mercado Continuo un total de 70 propuestas recibieron en 2022 más del 10% de oposición⁹, frente a las 71 propuestas del año anterior.

Al igual que en el Ibex-35, las propuestas relativas a la retribución del consejo han recibido mayor proporción de voto en contra (un 28% de ellas han recibido más del 10% de voto en contra). Además, se ha duplicado la oposición en las propuestas relacionadas con el nombramiento, ratificación o reelección de consejeros (23% en 2022 frente a 10% en 2021). Finalmente, en el resto de las categorías, ha disminuido la oposición.

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, se indica el porcentaje que representan sobre el total de propuestas relativas a la materia que se presentó en esa temporada de juntas.

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



Nota: A efectos aclaratorios, se hace constar que la altura de las columnas refleja el número de propuestas que han recibido más de 10% de voto en contra (en números absolutos) y no el porcentaje que representaba cada una de ellas sobre el total de propuestas. Las materias se han ordenado, de mayor a menor, en función del número de propuestas que han recibido más del 10% de voto en contra para 2022.

Recomendaciones de voto de los principales proxy advisors

Si analizamos las recomendaciones de voto del proxy advisor de referencia (ISS) para las empresas del Ibex-35, en 2022 el mayor número de recomendaciones de voto no favorables se ha centrado en la retribución del consejo: 18 recomendaciones en contra, lo que supone un 22% sobre el total de las recomendaciones de voto de este asesor. Este porcentaje es superior al del año anterior (15%).

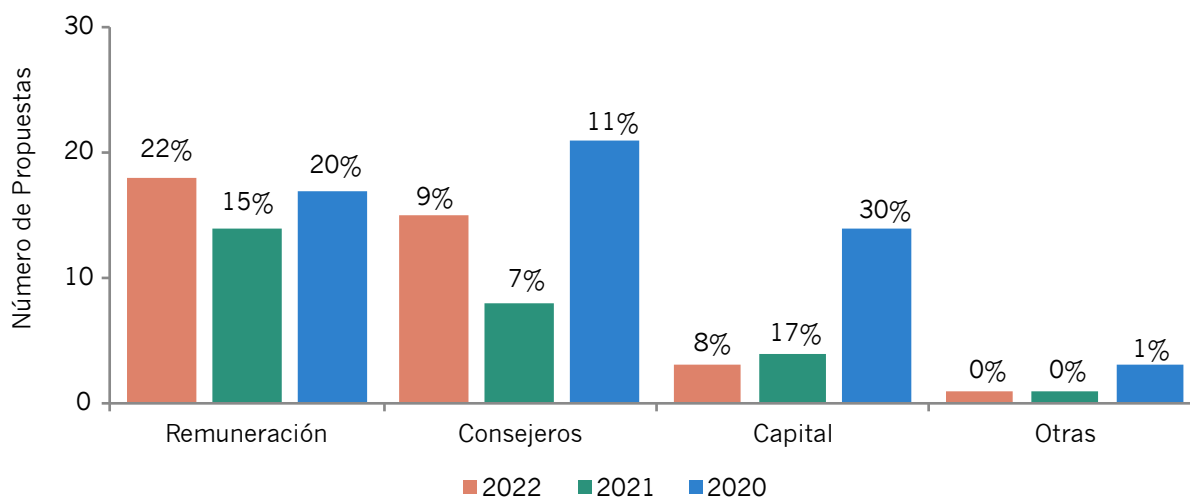
En las compañías del Top 40 del Mercado Continuo, en términos porcentuales, las propuestas relativas a aumentos y reducciones en el capital han sido las que han recibido la mayor proporción de recomendaciones de voto en contra (el 62% de las propuestas en esta materia). Este porcentaje se mantiene en línea con el año anterior (63%).

En términos numéricos, el mayor número de recomendaciones de voto no favorables se ha centrado en la reelección, ratificación y nombramiento de consejeros, con un total de 44 recomendaciones en contra (34% del total de las recomendaciones de voto de este asesor). Esto supone un considerable incremento con respecto a los dos últimos años: 15 recomendaciones en contra en 2021 y 38 en 2020 (19% y 21% del total de las recomendaciones de voto de este asesor en esos años, respectivamente).

En el siguiente gráfico se muestra el número de recomendaciones en contra de ISS por materia, indicando el porcentaje que representan sobre el total de las recomendaciones de voto de este asesor.

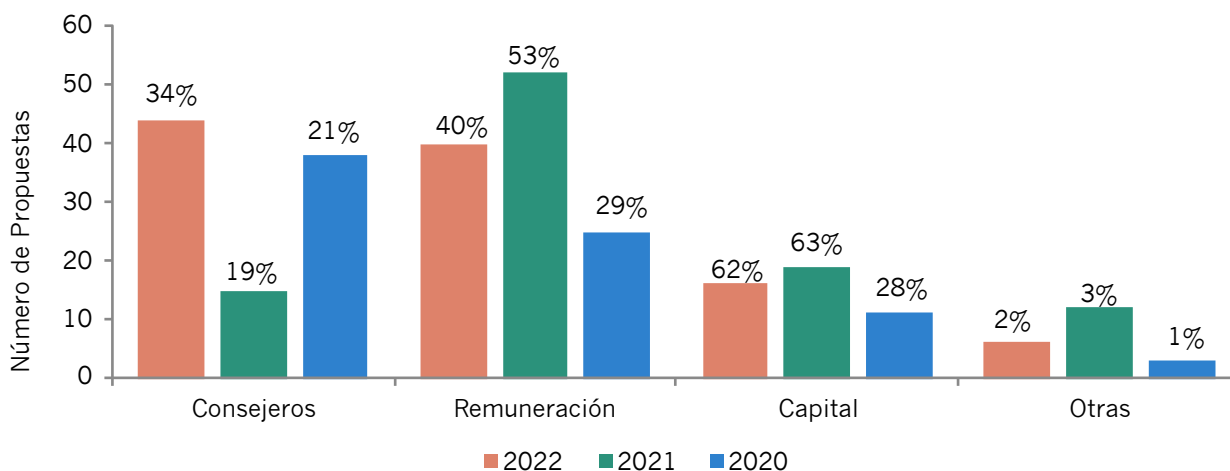
⁹ Incluye todos los puntos del orden del día que han recibido un porcentaje de voto menor al 90% del quorum.

Ibex-35: número de propuestas con recomendaciones en contra de ISS y proporción sobre el total de recomendaciones por categoría



Nota: A efectos aclaratorios, se hace constar que la altura de las columnas refleja el número de propuestas que han recibido más de 10% de voto en contra (en números absolutos) y no el porcentaje que representaba cada una de ellas sobre el total de propuestas. Las materias se han ordenado, de mayor a menor, en función del número de propuestas que han recibido más del 10% de voto en contra en 2022.

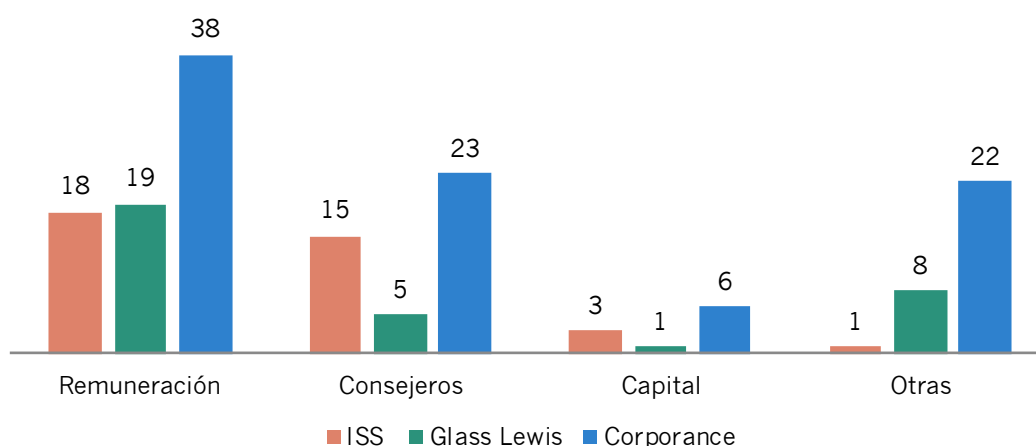
Top 40 del Mercado Continuo: número de propuestas con recomendaciones en contra de ISS y proporción sobre el total de recomendaciones por categoría



Nota: A efectos aclaratorios, se hace constar que la altura de las columnas refleja el número de propuestas que han recibido más de 10% de voto en contra (en números absolutos) y no el porcentaje que representaba cada una de ellas sobre el total de propuestas. Las materias se han ordenado, de mayor a menor, en función del número de propuestas que han recibido más del 10% de voto en contra en 2022.

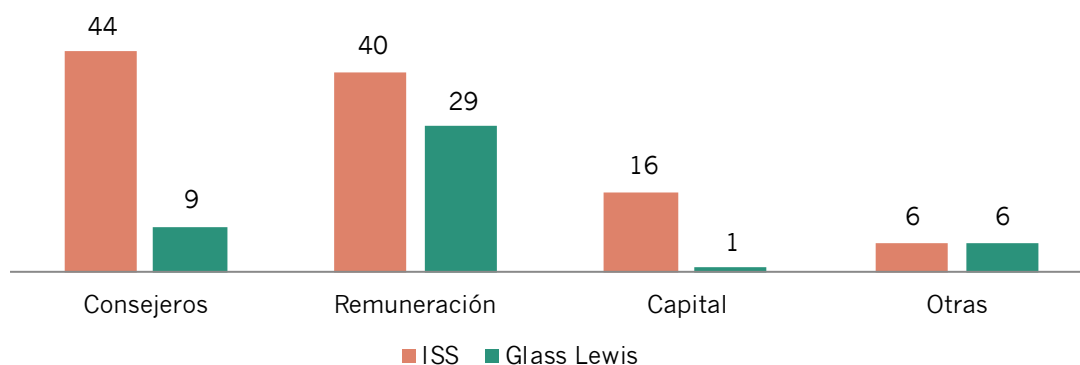
Si comparamos las recomendaciones de ISS con las de Glass Lewis y Corporance, en las compañías del Ibex-35, Glass Lewis ha sido el *proxy advisor* que ha emitido un menor número de recomendaciones no favorables (33) en la Temporada de Juntas 2022. Por el contrario, Corporance ha sido el *proxy advisor* que más recomendaciones no favorables ha emitido (89), principalmente por ser más estricto que ISS y Glass Lewis en los temas relativos a la retribución del consejo.

Ibex-35: número de recomendaciones de voto no favorables por *proxy advisor*



En el Top 40 del Mercado Continuo, Glass Lewis vuelve a ser el *proxy advisor* que emite el menor número de recomendaciones negativas en esta Temporada de Juntas (45).

Top 40 del Mercado Continuo: número de recomendaciones de voto no favorables por *proxy advisor*



2.2.1. Consejo de administración

En materia de estructura de los consejos de administración, los aspectos clave para los inversores institucionales y *proxy advisors* continúan siendo los asuntos tradicionales en materia de buen gobierno corporativo, es decir, independencia, responsabilidad y diversidad. Sin embargo, al igual que la comunidad inversora, su postura ha evolucionado y son cada vez más exigentes. Se reclama:

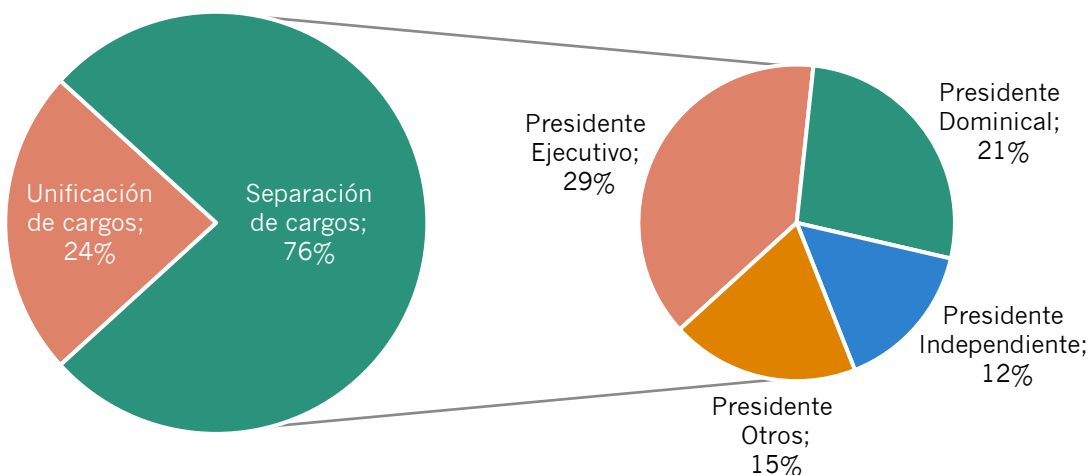
- Una mayor independencia en el consejo, asociada a: (i) la separación de cargos entre el presidente y CEO, (ii) la presidencia independiente, (iii) la existencia de un consejero independiente coordinador (*lead independent director*) y (iv) un 100% de independencia en las comisiones clave; auditoría, nombramiento y retribuciones.
- Una mayor exigencia al órgano de administración en su responsabilidad y rendición de cuentas. Entre otros, (i) en el ejercicio de su deber de diligencia, (ii) en su responsabilidad por la gestión social y medioambiental, y (iii) en su respuesta ante las preocupaciones manifestadas por los accionistas o ante un elevado nivel de disidencia en la junta.
- Una concepción más amplia de la diversidad en el consejo, que integra la diversidad de género, etnia, conocimientos y experiencia, edad y entorno geográfico.

A continuación, analizamos la evolución en los últimos tres años de las estructuras de los consejos de las compañías 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 septiembre de 2022¹⁰, ocho de las compañías del Ibex-35 tenían los cargos unificados. Las 26 compañías restantes contaban con un presidente del consejo y un consejero delegado y, en diez de ellas, el presidente tenía la condición de ejecutivo. No obstante, pese al carácter ejecutivo del presidente, de acuerdo con los estándares internacionales, la presencia de un consejero delegado, con facultades y funciones diferenciadas de las del presidente del consejo, sirve en estos casos como una medida de contrapeso para evitar la concentración de poder.

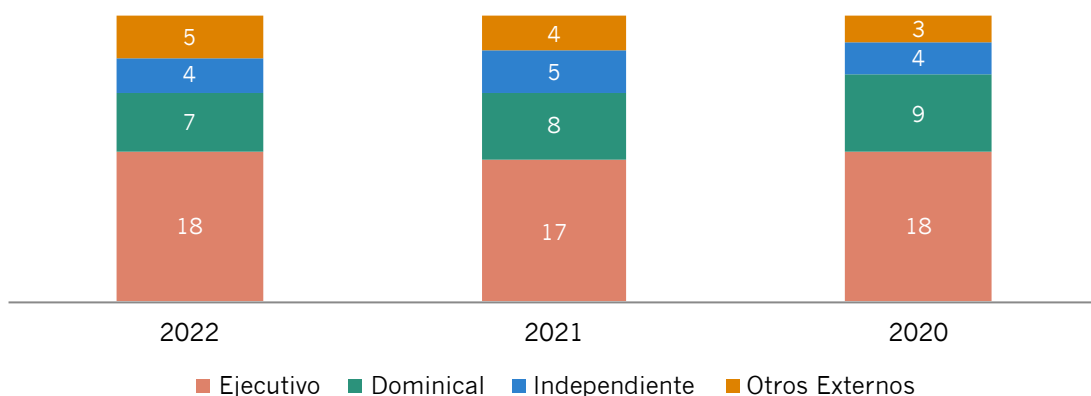
Ibex-35: unificación vs. separación de cargos entre el presidente y consejero delegado 2022



En la Temporada de Juntas 2022, se han sometido a votación la reelección de tres consejeros delegados que, a su vez, son presidentes del consejo. La propuesta recibió una recomendación de voto en contra por parte de ISS mientras que, Glass Lewis recomendó votar a favor. Todas las propuestas recibieron un porcentaje de voto favorable superior al 80%.

En cuanto a la tipología de los presidentes de los consejos del Ibex-35, poco más de la mitad son consejeros ejecutivos (53%) y únicamente un 12% de los presidentes son consejeros independientes.

Ibex-35: presidentes del consejo según su tipología

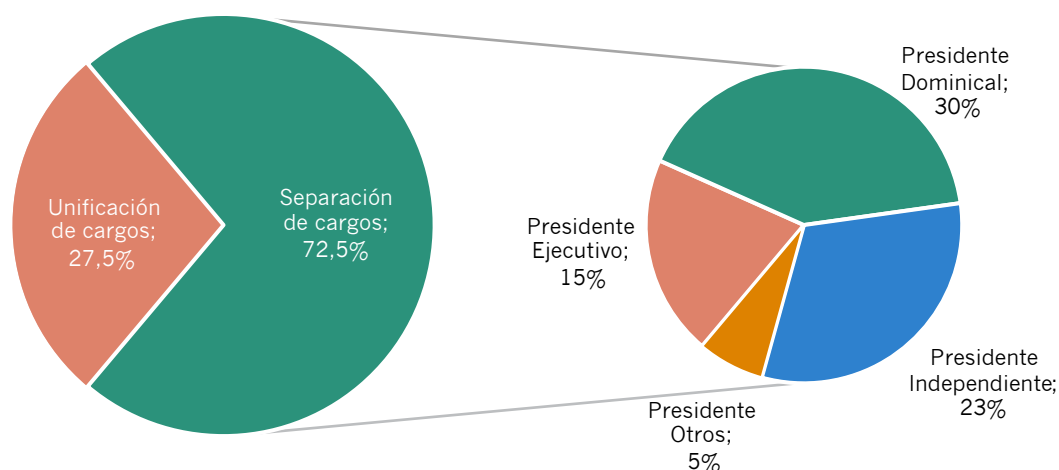


¹⁰ Debido a los cambios acaecidos en el consejo tras la celebración de la junta ordinaria de 2022, en una compañía se ha tomado como referencia la nueva estructura del consejo aprobada en la junta extraordinaria de octubre 2022.

En el Top 40 del Mercado Continuo, se mantiene la tendencia de los años anteriores y el número de empresas con los cargos unificados es mayor que en las compañías del Ibex-35. De las empresas contempladas en el análisis:

- 11 tienen los cargos unificados.
- De las 29 empresas que tienen los cargos separados (que representan un 73% de la muestra), seis tienen presidentes ejecutivos.

Top 40 del Mercado Continuo: unificación vs. separación de cargos entre el presidente y consejero delegado 2022



En la Temporada de Juntas 2022, en el Top 40 del Mercado Continuo se ha sometido a votación la reelección de cuatro consejeros que tienen los cargos de presidente y consejero delegado unificados. En dos compañías, se recibió una recomendación favorable por parte de los *proxy advisors* de referencia (la reelección se aprobó con el 99,93% y 96,62% de voto a favor, respectivamente) y, en otras dos, una contraria por parte de ISS (la reelección se aprobó con el 99,51% y 95,45% de voto a favor, respectivamente). Con carácter general, ISS recomienda votar en contra de la unificación de cargos, si bien puede tener en cuenta las particularidades de la compañía. Por su parte, Glass Lewis ha emitido una recomendación favorable en todos los casos.

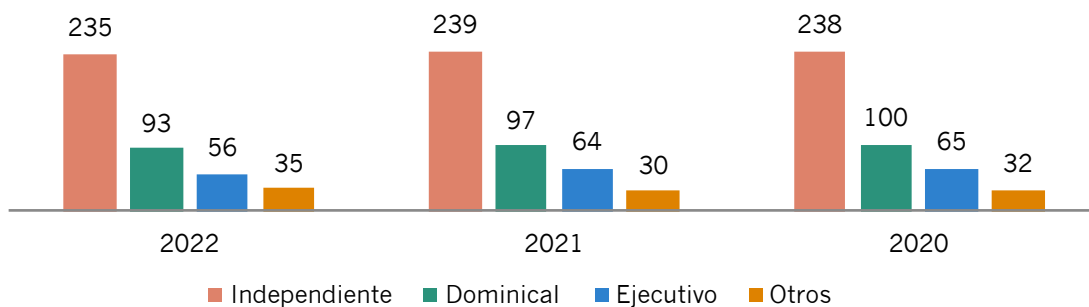
Evolución de la independencia de los consejeros en las empresas del Ibex-35 y del Top 40 del Mercado Continuo en los últimos tres años

Uno de los aspectos de mayor preocupación para los inversores institucionales y *proxy advisors* es la independencia en los consejos de administración. El umbral mínimo establecido es, por regla general, el 50% de los miembros del consejo, salvo cuando se trate de una compañía controlada o con una capitalización bursátil muy pequeña, en cuyo caso, dicho umbral se reduce a un tercio (33%). En esta misma línea se manifiesta el Código de Buen Gobierno ("CBG") en su Recomendación 17.¹¹

En las compañías del Ibex-35, en 2022, 235 de los 419 consejeros eran independientes, lo que representa más de la mitad del total de consejeros.

¹¹ La Recomendación 17 CBG 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.

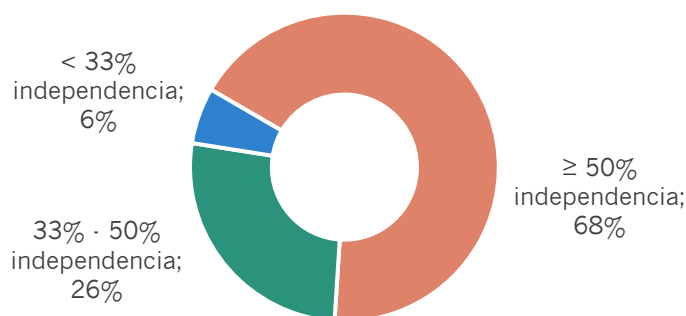
Ibex-35: evolución de la estructura de los consejos de administración



En relación con el nivel de independencia en las empresas del Ibex-35:

- 23 compañías, que representan un 68% de las sociedades analizadas, tienen más de un 50% de independencia en sus consejos. Este umbral se mantiene en línea con los años anteriores.
- Nueve compañías, que representan el 26% de las sociedades analizadas, tienen un nivel de independencia entre el 33% y el 50%. Este porcentaje disminuye en 3 puntos respecto al año anterior.
- Dos compañías, que representan el 6% de las sociedades analizadas, no alcanzan un umbral de independencia del 33%. Este porcentaje aumenta en 3 puntos respecto al año anterior.

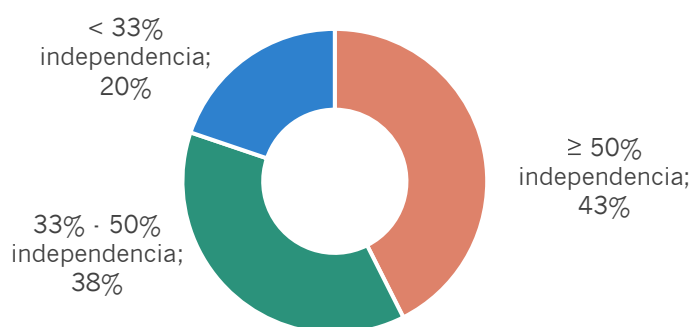
Ibex-35: independencia en los consejos de administración



Respecto del nivel de independencia en las empresas del Top 40 del Mercado Continuo:

- 17 compañías, que representan un 43% de las sociedades analizadas, tienen más de un 50% de independencia en sus consejos. Cabe resaltar que este porcentaje se ha incrementado de 8 puntos respecto al año anterior.
- 15 compañías, que representan el 38% del índice, tienen un nivel de independencia entre el 33% y el 50% (diez puntos por debajo del 48% en 2021).
- Ocho compañías que representan el 20%, no alcanza un umbral de independencia del 33% (dos puntos más que el año pasado).

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



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

Diversidad

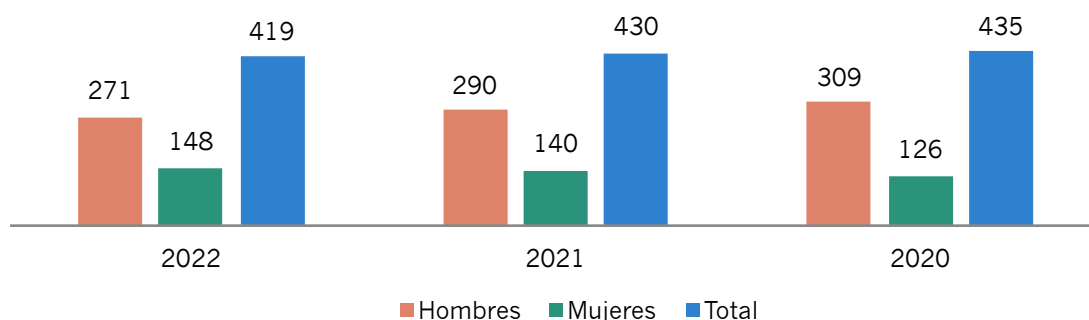
Al igual que en años anteriores, se mantiene la tendencia creciente en la presencia de mujeres en los consejos de administración del Ibex-35. De julio 2020 a julio 2022, el número de mujeres en los consejos del Ibex-35 se incrementó en 6 puntos porcentuales; pasando de 126 mujeres (un 29% de los consejeros) a 148 mujeres (un 35 % de los consejeros). A fecha septiembre 2022, 11 compañías del Ibex-35 tienen un porcentaje de mujeres en el consejo inferior al 30% y solo hay dos compañías en los que se sitúa por debajo del 20%. Todas las compañías del Ibex-35 cuentan, al menos, con la presencia de una mujer en el consejo. De acuerdo con el VII Estudio realizado por WomenCEO "La diversidad de género en los consejos de administración y los comités de dirección", a diciembre de 2022, 16 compañías [del Ibex-35] [[alcanzaban o superaban]] el umbral del 40% de mujeres en el consejo.

El pasado 23 de noviembre, se aprobó la [Directiva 2022/2381/UE](#) que deberá incorporarse a derecho español antes del 28 de diciembre de 2024 y que establece, por primera vez, cuotas obligatorias para fomentar la presencia femenina en los consejos de las sociedades cotizadas. En concreto, antes del 30 de junio de 2026, las mujeres tendrán que representar (i) el 40 % de los consejeros no ejecutivos o (ii) el 33% del total de los miembros del consejo de administración.

La Directiva establece una serie de medidas para alcanzar estas cuotas mínimas:

- **Fomento de la presencia de consejeras ejecutivas.** Las sociedades cotizadas que no alcancen el segundo umbral (33% consejeras) deberían fijar objetivos cuantitativos individuales para mejorar el equilibrio de género entre los consejeros ejecutivos. Estos objetivos deberían alcanzarse antes del 30 de junio de 2026.
- **Ajustes de los procesos de selección.** Las compañías que no alcancen estos umbrales deberían ajustar sus procesos de selección. A estos efectos, la Directiva regula medidas de discriminación positiva, derechos de información de los candidatos y la inversión de la carga de la prueba ante una reclamación del candidato no seleccionado, si se cumplen determinados requisitos.¹²

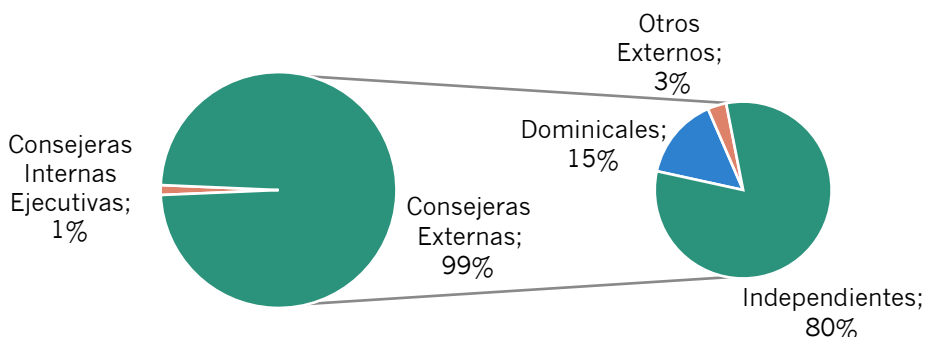
Ibex-35: diversidad de género en los consejos de administración



¹² Para una descripción más detallada de la Directiva 2022/2381/UE consultar la publicación de Cuatrecasas: "[Impulso a la diversidad de género en los consejos de las sociedades cotizadas](#)".

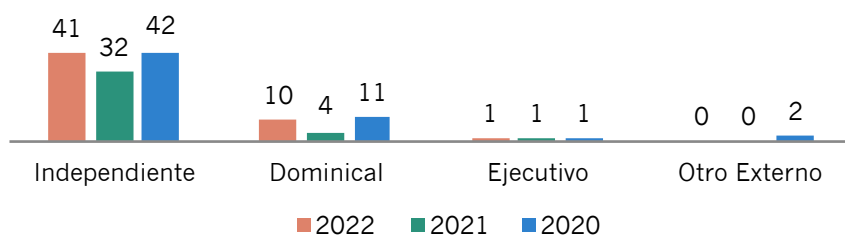
Como podemos observar en el siguiente gráfico, de las 148 consejeras del Ibex-35, un 99% son consejeras externas, en su mayoría (un 80%) independientes.

Ibex-35: categoría consejeras tras la Temporada de Juntas 2022



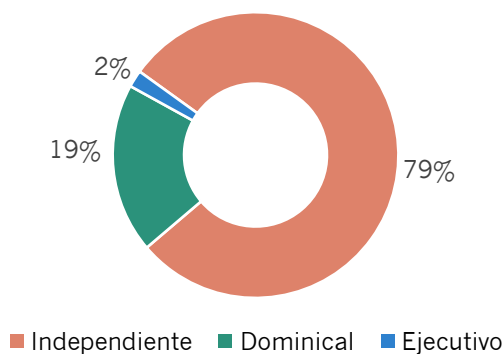
En el Ibex-35, durante la Temporada de Juntas 2022, se ha sometido a votación el nombramiento, ratificación o reelección de 146 consejeros, de los cuales 52 eran mujeres (un 35,62%). El promedio de votos a favor del nombramiento, ratificación y reelección de consejeras en 2022 ha sido de un 95,98%. Este porcentaje es inferior al del 2021, que fue de un 96,44%.

Ibex-35: tipo de consejeras sometidas a nombramiento, reelección y ratificación



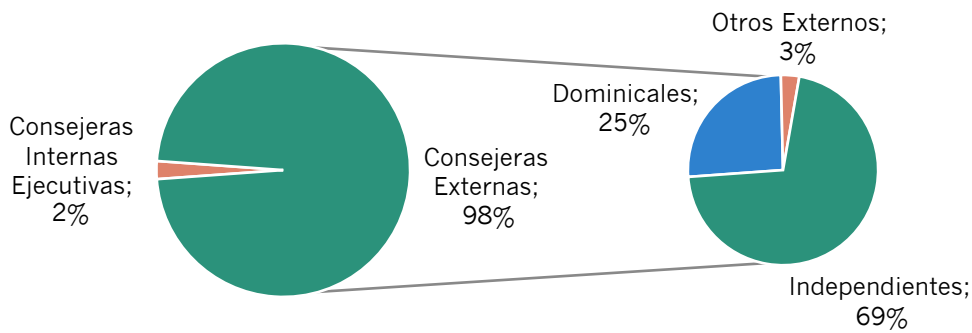
Un 79% de las consejeras propuestas por las compañías que forman parte del Ibex-35 son clasificadas como independientes. Si comparamos este dato con el del nombramiento, ratificación y reelección de consejeros, el número disminuye considerablemente. De 94 consejeros propuestos en 2022, 38 (un 40%) fueron consejeros independientes.

Ibex-35: tipo de consejeras sometidas a nombramiento, reelección y ratificación



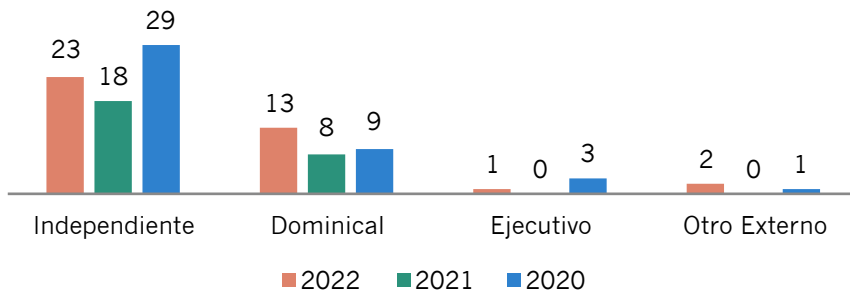
En los consejos de administración del Top 40 del Mercado Continuo hay 131 mujeres, que representan el 33% del número total de consejeros. De ellas, un 98% son consejeras externas, de las cuales un 69% son independientes. Al igual que el año pasado, se aprecia que el porcentaje de consejeras dominicales es notablemente mayor en los consejos del Top 40 del Mercado Continuo (25%) que en los del Ibex-35 (15%). Esta diferencia se explica por la distinta estructura accionarial de las compañías del Ibex-35 y del Top 40 del Mercado Continuo.

Mercado Continuo: categoría consejeras tras la Temporada de Juntas 2022



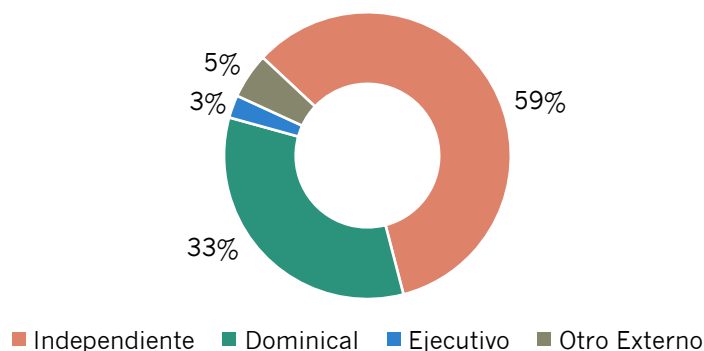
Durante la Temporada de Juntas 2022, en el Top 40 del Mercado Continuo se ha sometido a votación el nombramiento, ratificación o reelección de 113 consejeros, de los cuales 41 eran mujeres (un 36,28%). Al igual que en años anteriores, las mujeres han contado con un elevado nivel de aceptación por parte del mercado, ya que el promedio de votos a favor fue de un 96,40%.

Mercado Continuo: tipo de consejeras sometidas a nombramiento, reelección y ratificación



Tal y como sucede el Ibex-35, el número de consejeras independientes en las empresas del Top 40 del Mercado Continuo es notablemente mayor al número de consejeros independientes. Un 59% de las consejeras propuestas son clasificadas como independientes, muy por encima del número de consejeros con dicha clasificación. De 74 consejeros propuestos, 19 (un 26%) son consejeros independientes.

Mercado Continuo: tipo de consejeras sometidas a nombramiento, reelección y ratificación en 2022



Las consejeras ejecutivas solo representan el 1% y el 2% de las consejeras del Ibex-35 y del Top 40 del Mercado Continuo, respectivamente. Como hemos apuntado anteriormente, la Directiva 2022/2381/UE incluye medidas para fomentar la presencia de mujeres ejecutivas en los consejos de administración de las sociedades cotizadas. También lo hace la Recomendación 14 c) del CBG, al aconsejar la adopción de medidas que favorezcan la existencia un número significativo de altas directivas en la compañía como instrumento para impulsar la diversidad de género en el consejo.

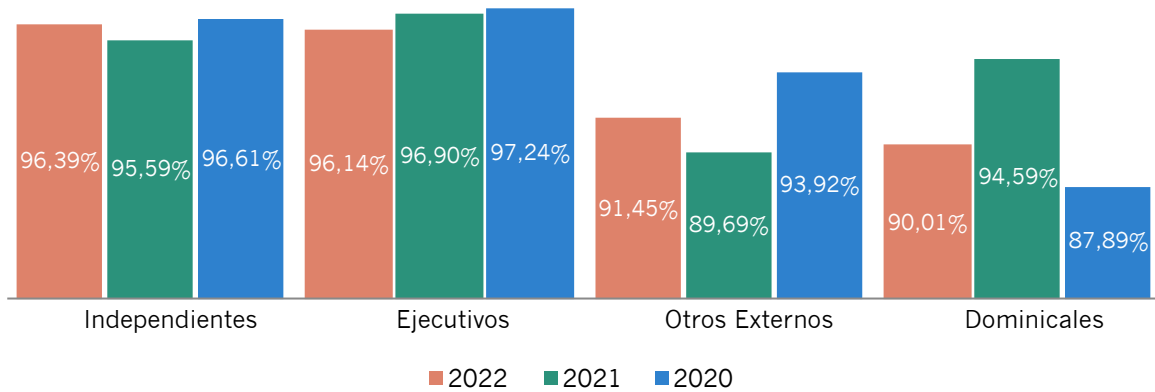
En su último informe anual sobre el gobierno corporativo de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados regulados, la CNMV señala como, en el ejercicio 2021, el grado de seguimiento de la Recomendación 14 fue 14 puntos porcentuales menor que la media del CBG. Parte de las sociedades que no siguieron esta recomendación explicaron que, si bien contaban con una política de diversidad, esta no se había adaptado a la revisión parcial del CBG donde se recomendaba fomentar el aumento del número de altas directivas en la empresa.

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

En los gráficos de este apartado se refleja el nivel de apoyo histórico recibido en las propuestas de nombramiento, ratificación y reelección de consejeros y consejeras en las empresas del Ibex-35 y del Top 40 del Mercado Continuo, para cada una de las categorías de consejero.

En la Temporada de Juntas 2022, los consejeros independientes son los que han obtenido el mayor nivel de votos favorables en las compañías del Ibex-35. Si comparamos estos resultados con los del año anterior, resalta el mayor respaldo a los consejeros clasificados como “otros externos” por parte de los inversores institucionales. Por el contrario, disminuye considerablemente el nivel de apoyo a los consejeros dominicales, tras recibir el año pasado un apoyo mayor que en 2020. Esta disminución en el nivel de apoyo a los consejeros dominicales se explica, fundamentalmente, por el elevado porcentaje de voto en contra en tres compañías. Por último, cabe destacar la el ligero descenso del respaldo a los consejeros ejecutivos.

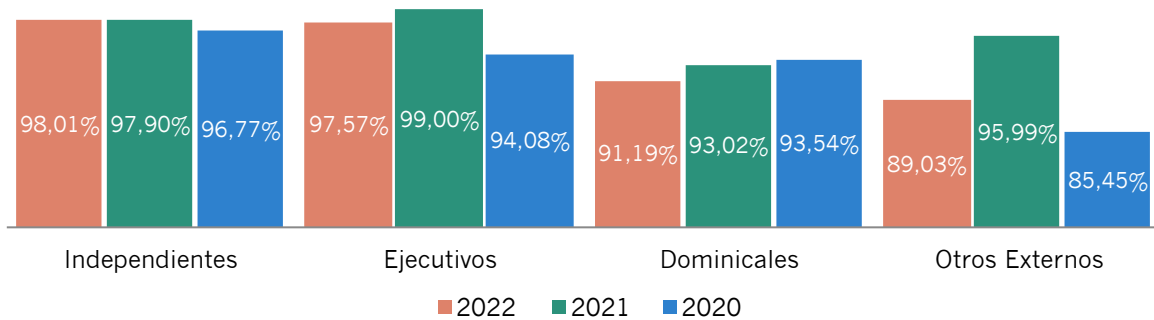
Ibex-35: nivel de apoyo medio por tipo de consejero



Nota: A efectos aclaratorios, se ha ordenado, de mayor a menor, en función del nivel de apoyo medio por tipo de consejero para el 2022.

En el Top 40 del Mercado Continuo, se reduce el nivel de apoyo promedio a casi todos los tipos de consejeros, con la excepción de los consejeros independientes. Los consejeros denominados “otros externos” son los que menor apoyo han recibido durante la Temporada de Juntas 2022.

Top 40 Mercado Continuo: nivel de apoyo medio por tipo de consejero



Nota: A efectos aclaratorios, se ha ordenado, de mayor a menor, en función del nivel de apoyo medio por tipo de consejero para el 2022.

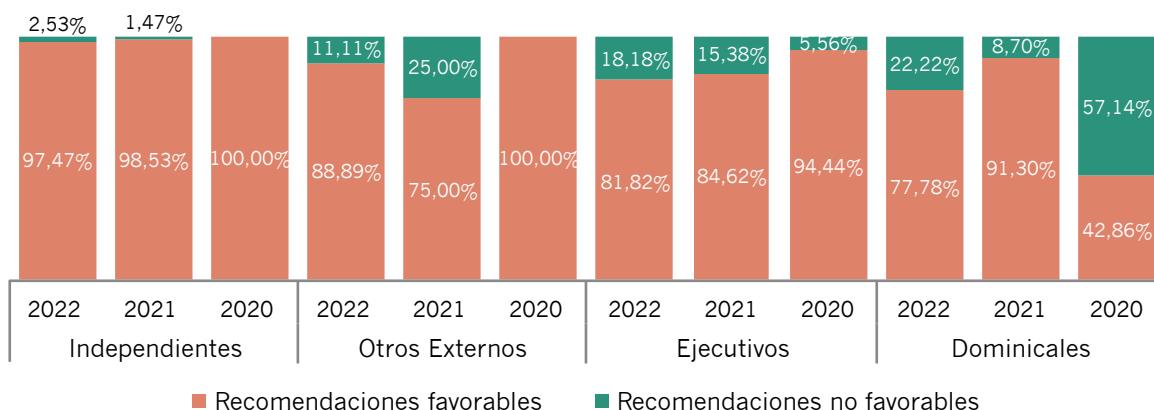


Recomendaciones de los proxy advisors por tipo de consejero

En la Temporada de Juntas 2022 en el Ibex-35, ISS emitió un total de 15 recomendaciones en contra del nombramiento, ratificación o reelección de consejeros sobre un total de 146 resoluciones. Esto representa el 10% de las resoluciones de esta categoría; porcentaje superior al del año 2021 (6%). El siguiente gráfico, refleja la distribución de recomendaciones de voto por tipo de consejero en los últimos 3 años. Destacamos:

- Un aumento gradual en las recomendaciones en contra respecto de los consejeros ejecutivos (de 12,63 puntos porcentuales con respecto al año 2020).
- Un repunte de las recomendaciones en contra de los consejeros dominicales (22,22%) respecto a 2021 (8,70%). No obstante, este incremento — que, como hemos señalado antes, se explica por los datos de tres compañías — sigue siendo notablemente inferior al del ejercicio 2020 (57,14%), 2019 (30,77%) y 2018 (35,71%).
- Un incremento poco significativo en las recomendaciones en contra de los consejeros independientes (de 2,53 puntos porcentuales con respecto al año 2020).
- Una reducción significativa en las recomendaciones en contra de los consejeros con la categoría “otros externos” (11,11%) respecto a 2021 (25%). No obstante, este dato es superior al de 2020, donde esta categoría de consejeros no recibió ninguna recomendación en contra.

Ibex-35: recomendaciones de voto de ISS por tipo de Consejero

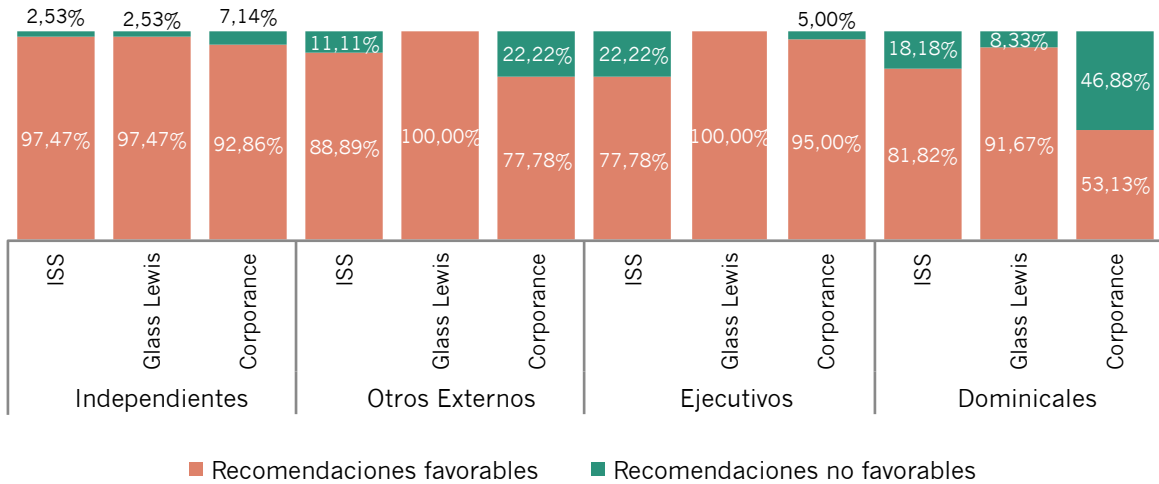


Nota: A efectos aclaratorios, se ha ordenado, de mayor a menor, en función del nivel medio de recomendación favorable del proxy advisor por tipo de consejero para el 2022.



Por su parte, el *proxy advisor* Glass Lewis ha emitido cinco recomendaciones en contra en materia de consejo durante la Temporada de Juntas 2022, mientras que Corporance ha emitido un total de 23. Con carácter general, los consejeros dominicales han sido los más penalizados por parte de todos los *proxy advisors*.

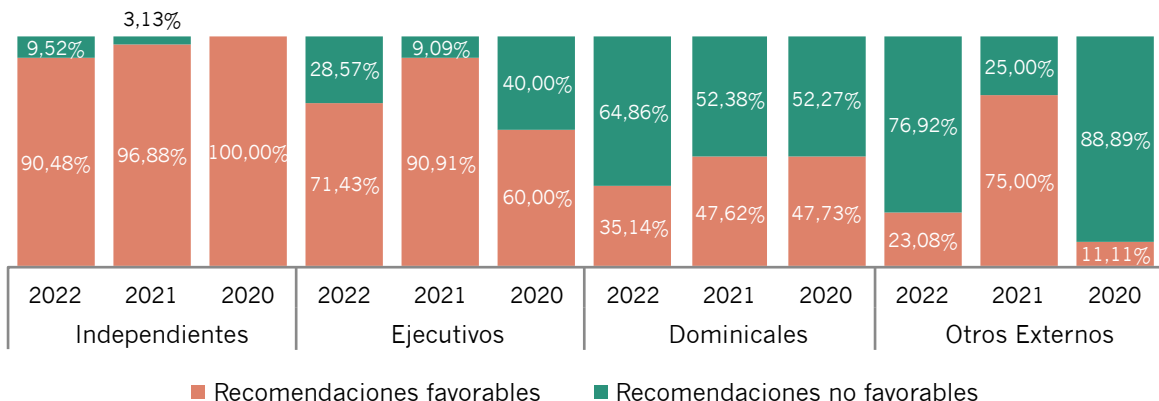
Ibex-35: recomendaciones de voto por *proxy advisor* por tipo de consejero



Nota: A efectos aclaratorios, se ha ordenado, de mayor a menor, en función del nivel medio de recomendación favorable del *proxy advisor* por tipo de consejero para el 2022.

El siguiente gráfico refleja la evolución de las recomendaciones de voto de ISS por tipo de consejero para las empresas del Top 40 del Mercado Continuo en los últimos 3 años. En la Temporada de Juntas 2022 se sometieron a votación 113 resoluciones relativas al nombramiento, ratificación o reelección de consejeros. De ellas, 44 recibieron una recomendación de voto en contra por parte de ISS, lo que representa el 39% de estas resoluciones. Más de la mitad de estas resoluciones no favorables afectaban a consejeros dominicales.

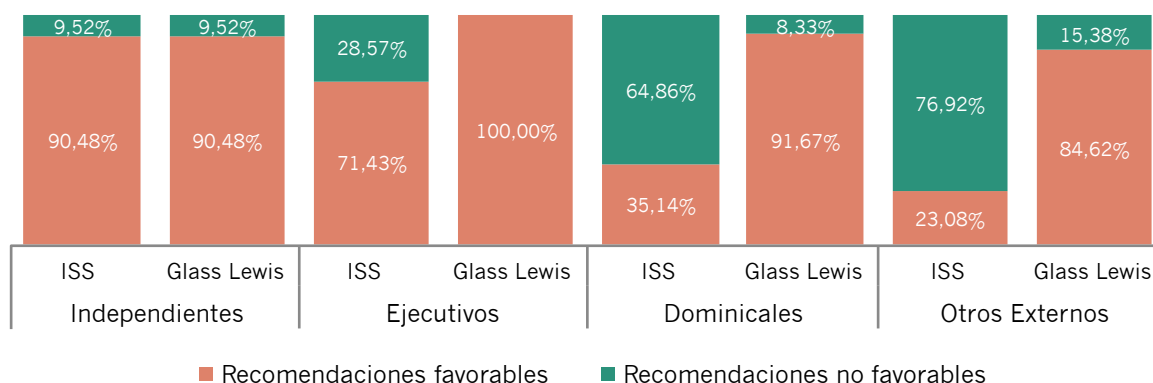
Top 40 Mercado Continuo:
recomendaciones de voto de ISS por tipo de consejero



Nota: A efectos aclaratorios, se ha ordenado, de mayor a menor, en función del nivel medio de recomendación favorable del *proxy advisor* por tipo de consejero para el 2022.

Por su parte, el *proxy advisor* Glass Lewis emitió nueve recomendaciones de voto en contra en materia de consejo durante la Temporada de Juntas 2022.

Top 40 Mercado Continuo:
recomendaciones de voto por proxy advisor por tipo de consejero



Si evaluamos las 15 propuestas del Ibex-35 en materia de consejo que han recibido una recomendación no favorable por parte de ISS, el nivel de voto en contra en nueve de ellas fue superior al 10%. Si hacemos este mismo análisis en el Top 40 del Mercado Continuo, de las 44 propuestas que recibieron una recomendación no favorable por parte de ISS, 25 de ellas recibieron un porcentaje de votos en contra superior al 10%.

2.2.3. Remuneración de los consejeros y altos directivos

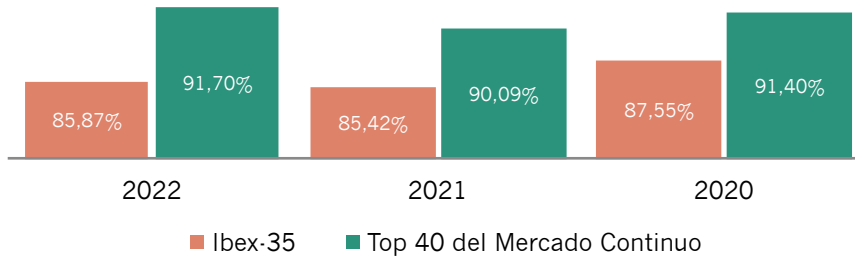
Como todos los años, la retribución del consejo genera controversia entre los distintos actores del mercado. Tras analizar las recomendaciones no favorables de los principales proxy advisors y las explicaciones que publican algunos inversores institucionales para justificar su voto negativo, entre los motivos por los que se han penalizado propuestas de retribución en las empresas con un mayor nivel de free-float destacan:

- La falta de alineación con el interés de los accionistas a largo plazo.
- La ausencia de coherencia entre los resultados de la compañía y la retribución de sus ejecutivos.
- Los planes de incentivos a largo plazo no alineados con las demandas del mercado.
- La opacidad en la divulgación de métricas y sus pesos, así como sobre su nivel de cumplimiento.
- La falta de respuesta por parte del consejo ante elevados niveles de disidencia en materia retributiva en ejercicios anteriores.
- La poca claridad en las condiciones de los contratos con ejecutivos: cláusulas de recobro, pagos por terminación de contrato, o política de tenencia de acciones.

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

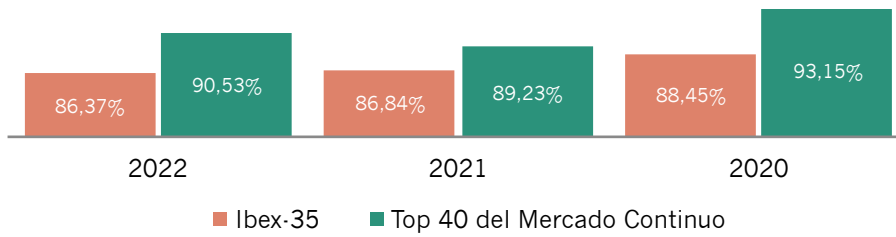
Durante la Temporada de Juntas 2022, el apoyo medio al IARC, ha sido superior al año anterior tanto en las compañías del Ibex-35 como del Top 40 del Mercado Continuo. Al igual que otros años, el nivel de apoyo es superior en las empresas del Top 40 del Mercado Continuo que en las del Ibex-35, debido a que el porcentaje de capital en manos del núcleo duro suele ser más elevado, lo que les asegura un mayor respaldo.

IARC: evolución del apoyo



En 2022, 20 compañías del Ibex-35 y 27 compañías del Top 40 del Mercado Continuo sometieron a aprobación su política de remuneraciones. El apoyo medio a la política de remuneración fue inferior al de otros años para las compañías del Ibex-35; principalmente, porque una compañía recibió un porcentaje de voto en contra superior al 35%.

Política de Remuneración: evolución del apoyo

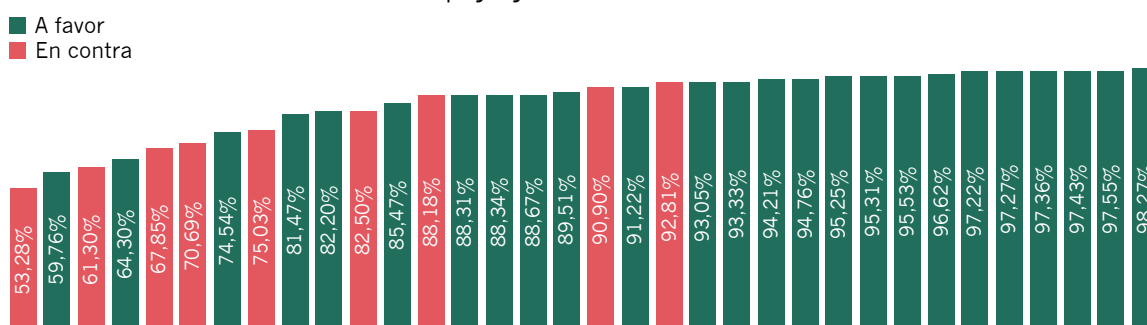


Informe anual de Remuneraciones de los Consejeros (IARC)

La compañía del Ibex-35 que obtuvo menor apoyo respecto de su IARC recibió un 53,28% de votos a favor, mientras que la compañía que obtuvo el mejor resultado contó con el apoyo de 98,27% de los votos. Esto la situó en poco más de 12 puntos por encima de la media, que fue de 85,87% de votos a favor.

En la Temporada de Juntas 2022, 17 empresas recibieron más del 90% de votos a favor del IARC. Sin embargo, no todas ellas obtuvieron recomendaciones favorables por parte de ISS y Glass Lewis, que emitieron una recomendación en contra para dos de estas compañías. Por su parte, Corporance ha recomendado el voto en contra en ocho compañías.

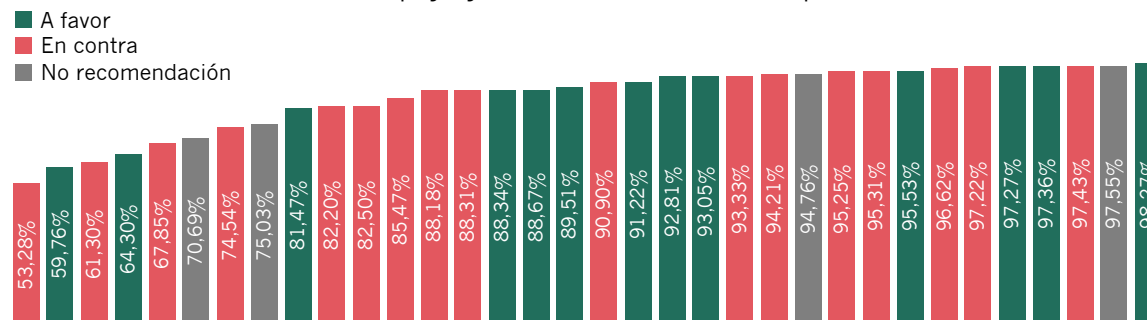
Ibex-35: IARC.
Nivel de apoyo y recomendaciones de ISS



Ibex-35: IARC.
Nivel de apoyo y recomendaciones de Glass Lewis

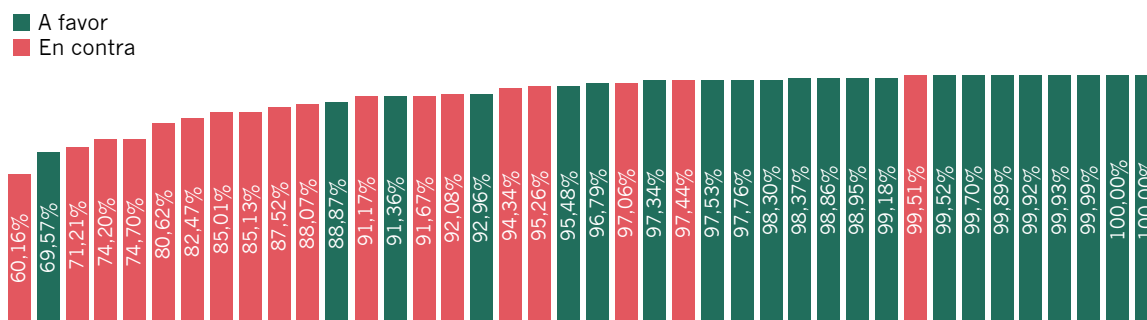


Ibex-35: IARC.
Nivel de apoyo y recomendaciones de Corporance

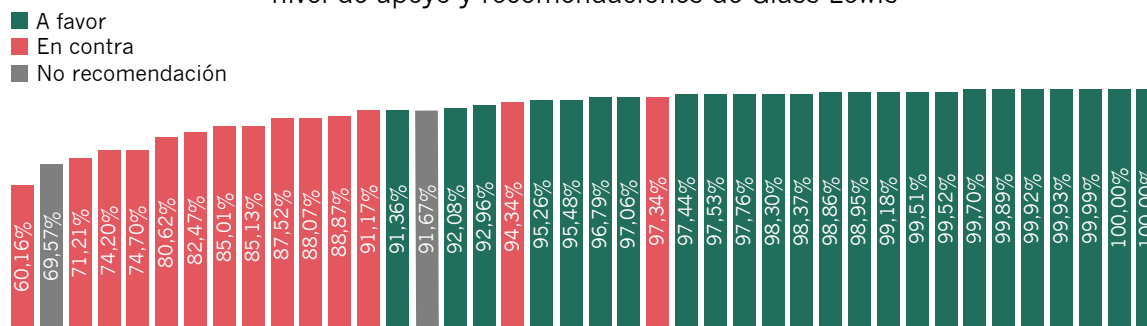


En el Top 40 del Mercado Continuo, la compañía que obtuvo menor apoyo respecto del IARC recibió 60,16% de votos favorables mientras que, dos compañías, recibieron un 100% de votos favorables. La media de votos favorables en el Top 40 del Mercado Continuo fue de 91,70% y 28 compañías obtuvieron más del 90% de votos a favor del IARC.

Top 40 del Mercado Continuo: IARC.
nivel de apoyo y recomendaciones de ISS



Top 40 del Mercado Continuo: IARC.
nivel de apoyo y recomendaciones de Glass Lewis

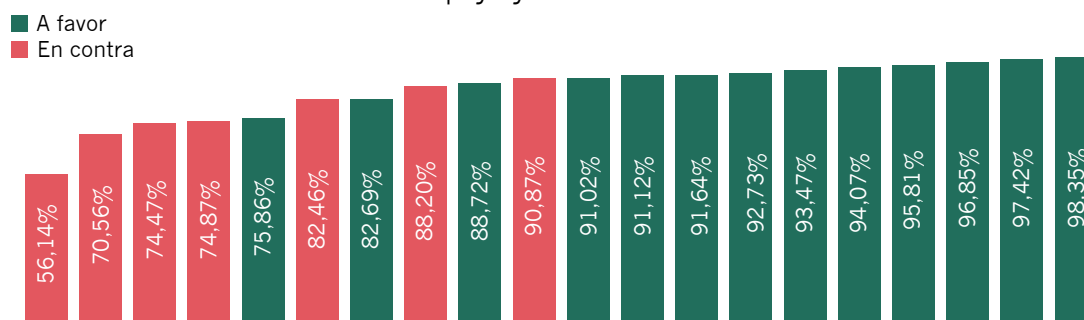


Política de Remuneraciones

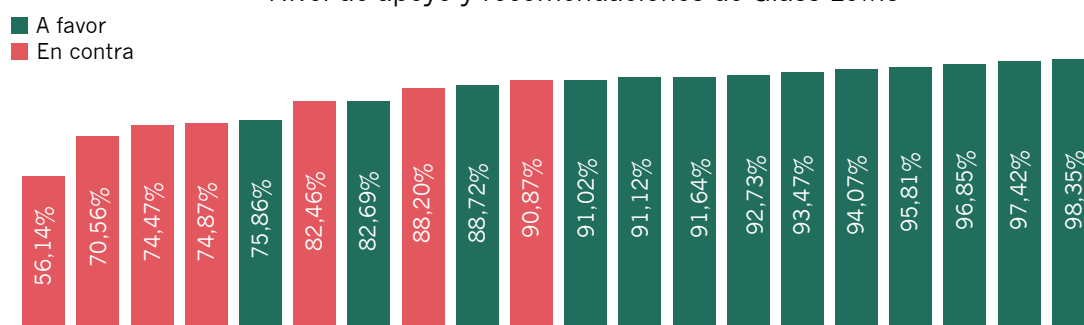
En cuanto a las recomendaciones de voto por parte de los *proxy advisors* a la política de remuneraciones en las empresas del Ibex-35, en 2022 ISS emitió un total de siete recomendaciones de voto en contra, al igual que Glass Lewis. Por su parte, Corporance emitió un total de 12 recomendaciones de voto en contra.

11 de las 20 compañías que sometieron su Política de Remuneraciones a la aprobación de la junta obtuvieron más del 90% de votos a favor. Únicamente una de estas 11 compañías ha recibido una recomendación en contra por parte de ISS y Glass Lewis. Por su parte, Corporance ha emitido recomendaciones en contra en 9 de las 11 compañías que, finalmente, obtuvieron más de un 90% de votos a favor.

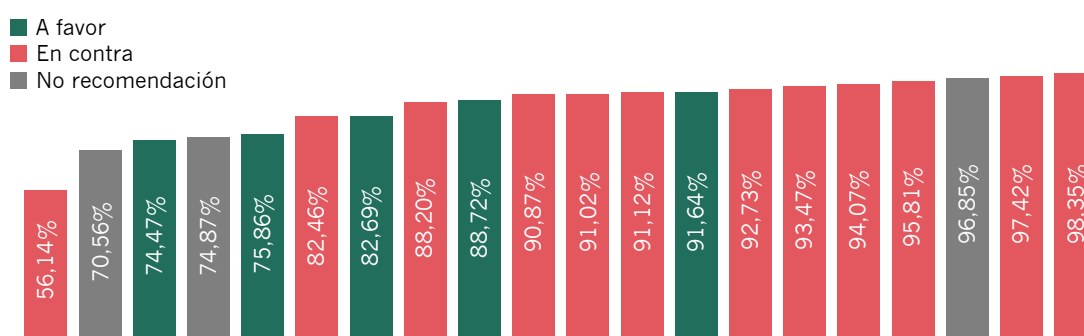
Ibex-35: Política de Remuneraciones.
Nivel de apoyo y recomendaciones de ISS



Ibex-35: Política de Remuneraciones.
Nivel de apoyo y recomendaciones de Glass Lewis

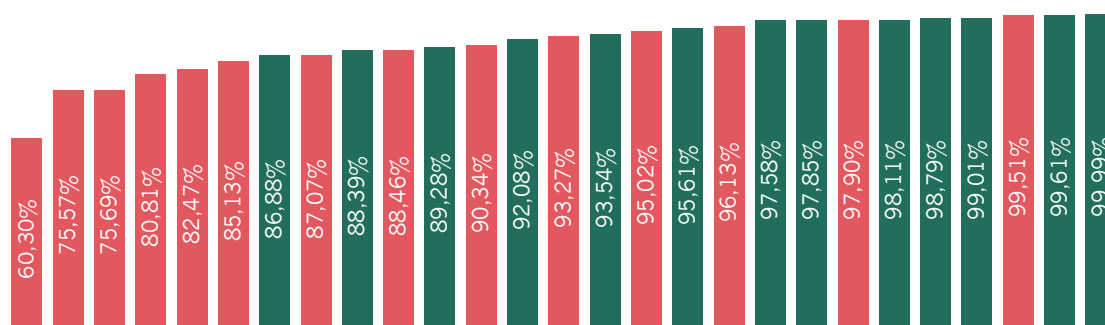


Ibex-35: Política de Remuneraciones.
Nivel de apoyo y recomendaciones de Corporance

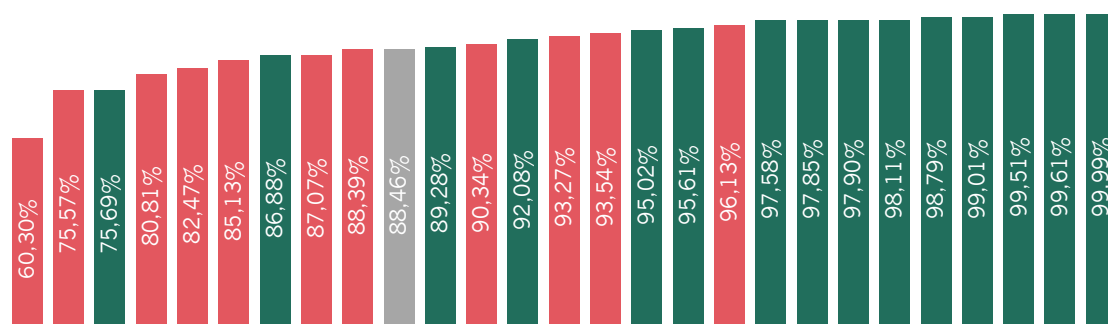


En el Top 40 del Mercado Continuo, 27 compañías sometieron en 2022 su política de remuneraciones a la aprobación de la junta. De estas, 11 compañías recibieron un porcentaje de disidencia superior al 10% del *quorum*, siendo la media de votos favorables de un 90,53%. ISS recomendó a los inversores emitir un voto en contra de la política de remuneraciones en 14 compañías y Glass Lewis en 11.

Top 40 del Mercado Continuo: Política de Remuneraciones.
Nivel de apoyo y recomendaciones de ISS



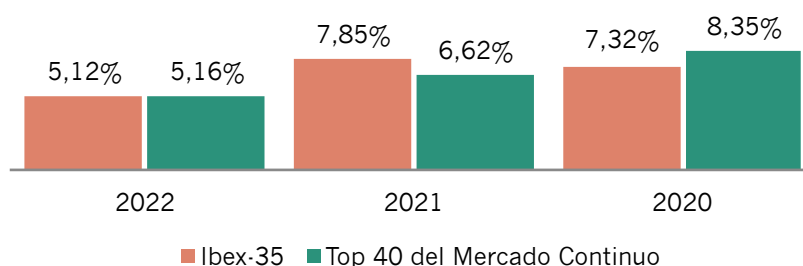
Top 40 del Mercado Continuo: Política de Remuneraciones.
Nivel de apoyo y recomendaciones de Glass Lewis



2.2.4. Modificación del capital social

En este apartado se analizan los resultados en las votaciones sobre modificación del capital social y su evolución en los últimos 3 años. Tal y como muestra el siguiente gráfico, el porcentaje medio de votos en contra en las propuestas de aumento de capital ha disminuido considerablemente, tanto en las compañías del Ibex-35 como en las del Top 40 del Mercado Continuo.

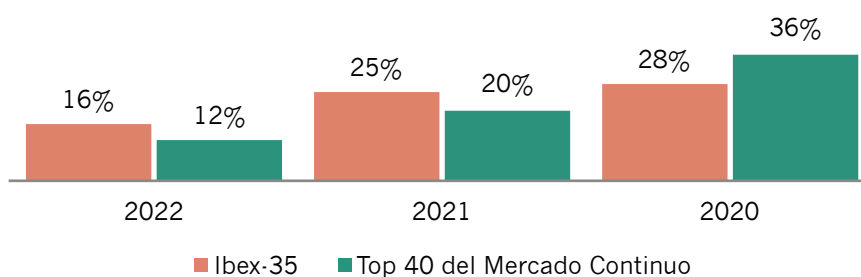
Media de votos en contra a los asuntos en materia de capital



Si analizamos las resoluciones de las compañías del Ibex-35 y del Top 40 del Mercado Continuo que han recibido la oposición de más del 10% del *quorum*:

- El porcentaje de propuestas de ampliación de capital que ha recibido más del 10% de votos en contra ha disminuido en los últimos 3 años tanto en las empresas del Ibex-35 como en las del Top 40 del Mercado Continuo.
- De 26 propuestas presentadas en el Top 40 del Mercado Continuo, tan solo tres recibieron un porcentaje de voto en contra mayor al 10%, mientras que, en el Ibex-35, fueron seis propuestas de 38.

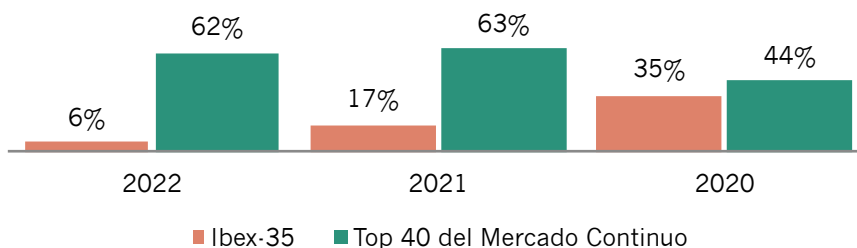
% de resoluciones con más de 10% del *quorum* en contra



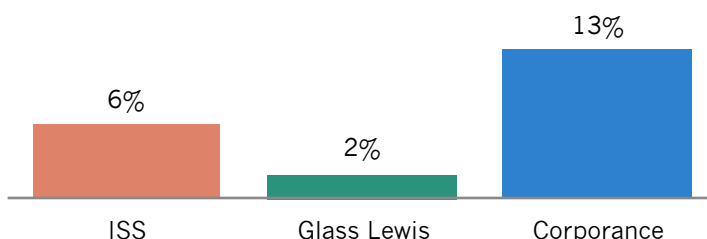
En relación con las empresas del Ibex-35 ISS ha emitido tres recomendaciones de voto en contra sobre un total de 48 propuestas relativas a aumentos de capital. Por su parte, Glass Lewis ha emitido únicamente una recomendación en contra y Corporance seis.

En las empresas del Top 40 del Mercado Continuo, el *proxy advisor* ISS ha sido más estricto que en las compañías del Ibex-35 y el total de recomendaciones en contra en propuestas relativas a aumentos de capital se ha elevado hasta 16.

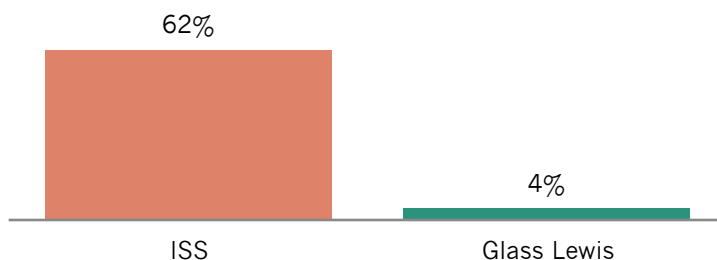
ISS: recomendaciones de voto no favorables



Ibex-35: Recomendaciones de voto no favorables por parte de los *proxy advisors*



Top 40 del Mercado Continuo: Recomendaciones de voto no favorables por parte de los *proxy advisors*





3

¿Cómo preparar la Temporada de Juntas 2023?

3 ¿CÓMO PREPARAR LA TEMPORADA DE JUNTAS 2023?

La próxima Temporada de Juntas 2023 se avecina con numerosos retos 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 relevantes y novedosos destacan los siguientes:

3.1. JUNTAS DE ACCIONISTAS: NUEVO MODELO DE JUNTAS HÍBRIDAS

La Temporada de Juntas 2022 se ha caracterizado por la consolidación de un nuevo modelo híbrido de celebración de juntas. En 2021, en un entorno post pandemia, el mercado optó por la celebración de juntas de accionistas de manera híbrida. En la Temporada 2022, esta práctica se ha consolidado entre las sociedades cotizadas españolas, probablemente, por motivos de organización y por el menor impacto en costes de esta modalidad de juntas.

Esta pasada Temporada de Juntas todavía se ha visto impactada por ciertas medidas de seguridad frente a la COVID-19. Un gran número de compañías han optado por seguir con las cautelas derivadas de la pandemia y han recomendado en la propia convocatoria limitar, en la medida de lo posible, la asistencia presencial, instando a los accionistas a decantarse por el sistema telemático. Creemos que esta solución híbrida, que nació como una medida preventiva y eventual frente a la pandemia, ha llegado para quedarse.

3.2. ASUNTOS RELATIVOS AL CONSEJO

Los asuntos medioambientales y sociales han cobrado en los últimos años un mayor protagonismo en las juntas de accionistas, sumándose a los asuntos tradicionales en materia de buen gobierno corporativo y convirtiéndose en un reto común para los consejos de administración.

La comunidad inversora es cada vez más exigente y los consejos se enfrentan a una constante evolución de los asuntos ESG. A una mayor exigencia en los asuntos tradicionales como las retribuciones o la diversidad de género se une la aparición o consolidación de asuntos novedosos como el reporte no financiero o las propuestas relativas al cambio climático (*say on climate*). Este aumento de nuevos deberes del consejo en materia de sostenibilidad incrementa las fuentes de responsabilidad (*accountability*) de los consejeros.

3.2.1. Novedades en material de diversidad de género

En materia de diversidad, las sociedades cotizadas se enfrentan cada año a retos más exigentes. Estos retos no responden únicamente al cumplimiento de obligaciones legales o al seguimiento de recomendaciones de buen gobierno sino también a las demandas del propio mercado, entendido en su más amplia acepción: inversores institucionales, asesores de voto y otros grupos de interés como los consumidores o el capital humano de las empresas.

En España, el Código de Bueno Gobierno recomienda, actualmente, que el porcentaje de mujeres en el consejo alcance el 40% antes de que finalice el 2022 y que las compañías promuevan políticas dirigidas a favorecer un número significativo de altas directivas. De acuerdo con el VII Estudio realizado por WomenCEO "La diversidad de género en los consejos de administración y los comités de dirección", a diciembre de 2022, 16 compañías [del Ibex-35] [[alcanzaban o superaban]] el umbral del 40% de mujeres en el consejo. La progresión que están haciendo las sociedades españolas debe valorarse positivamente (en agosto de 2022, eran 13 las compañías que alcanzaban el umbral del 40%). Sin embargo, aún queda camino por recorrer.

Con respecto a la alta dirección, el Estudio de WomenCEO pone de relieve que, aunque la tendencia va ligeramente en aumento en los últimos años, se requiere de mayores esfuerzos por parte de las compañías. A diciembre de 2022, solo cinco compañías del Ibex-35 contaban con más de un 40% de mujeres en sus Comités de Dirección.

A nivel comunitario, el pasado noviembre se aprobó la [Directiva 2022/2381/UE](#), que deberá incorporarse a derecho español antes del 28 de diciembre de 2024, y que establece, por primera vez, cuotas obligatorias para fomentar la presencia femenina en los consejos de las sociedades cotizadas antes del 30 de junio de 2026. Además, introduce medidas para fomentar el nombramiento de consejeras ejecutivas y para garantizar la imparcialidad y el impulso a la diversidad de género.

Por su parte, los inversores son cada vez más exigentes con las cuotas de género e incluyen este asunto en sus políticas. Con carácter general, estas cuotas se sitúan en torno al 30% de los miembros del consejo, pero se espera que vayan aumentando, progresivamente, para las temporadas de juntas venideras.

En cuanto a los (*proxy advisors*) tanto ISS como Glass Lewis, mencionan la importancia de la diversidad de género y especifican cuotas en sus directrices para la Temporada de Juntas 2023. Tradicionalmente, establecían cuotas de un 30%, pero las han modificado para el próximo 2023 en un entorno de mercado más exigente. En concreto:

- ISS, en sus políticas para la Temporada 2023 en Europa, establece que los consejos deben cumplir los requisitos legales nacionales o las mejores prácticas del mercado local o, en su defecto, ajustarse a las prácticas europeas establecidas. ISS recomendará votar en contra del presidente del comité de nombramientos si el género infrarrepresentado no alcanza el 30% o cualquier umbral nacional superior.
- Glass Lewis especifica en sus directrices para el mercado español que, de acuerdo con el Código de Buen Gobierno, espera que el género menos representado alcance una cuota mínima del 40% en el consejo. Sin embargo, al emitir su recomendación tendrá en cuenta:
 - el progreso reciente realizado para mejorar la diversidad del consejo, y
 - la información que facilite la compañía sobre las medidas para abordar la brecha de género en los próximos años.

3.2.2. Novedades en retribuciones

Las exigencias en materia de transparencia en los asuntos retributivos continúan posicionándose como uno de los grandes retos en los consejos de las sociedades cotizadas. Desde la crisis económica provocada por la pandemia, el escrutinio al que someten los inversores y *proxy advisors* a los puntos relativos a las retribuciones del consejo es cada vez mayor.

La mayor presión por parte de los accionistas se ha centrado, tanto en aspectos que se siguen repitiendo a lo largo de los años, como en asuntos novedosos que aparecen como nuevas exigencias del mercado. Entre los temas que se espera que sean más penalizados en la próxima Temporada de Juntas destacan:

- La falta de alineación de las retribuciones con la experiencia de los altos directivos, el *pay for performance* y/o el interés a largo plazo de la compañía.
- La falta de claridad en la divulgación de las métricas, su ponderación y los objetivos de los incentivos, tanto a corto como a largo plazo. Esta información debería facilitarse, preferiblemente, *ex ante* y, como mínimo, *ex post*.
- La falta de inclusión o la falta de una ponderación razonable de las métricas ESG, tanto en los incentivos anuales como plurianuales.
- La existencia de Planes de Incentivo a Largo Plazo no alineados con el mercado, ya sea porque (i) el periodo de medición sea muy corto, (ii) las métricas no sean lo suficientemente retadoras, (iii) la ponderación no sea adecuada, o (iv) los pagos asociados a la métrica relativa (TSR relativo, en la mayoría de los casos) se realicen por debajo de la mediana.
- No haber diseñado un plan de acción, en aquellas compañías que hayan contado con un nivel de disidencia elevado en materia retributiva.

3.2.3. Novedades en say on climate

Desde el año 2020, que se inició el movimiento *say on climate* en España, se han incrementado las propuestas sobre política climática sometidas a la aprobación de las juntas de accionistas. Sin embargo, este crecimiento no es comparable al aumento exponencial que se está viendo en otros países europeos.

De acuerdo con el informe "[Georgeson's 2022 AGM Season Review](#)", el número de resoluciones de "say on climate" propuestas por los consejos de administración en las juntas generales de las empresas de los siete mercados europeos (Reino Unido, Países Bajos, Alemania, España, Francia, Suiza e Italia) se triplicó entre las juntas generales de 2021 y 2022, pasando de 12 resoluciones en 2021 a 36 en 2022. En cambio, en España, AENA, Ferrovial y Repsol, repiten siendo las únicas compañías dentro del Ibex-35 en someter a votación consultiva en la junta de accionistas propuestas de *say on climate*. En resumen, en España el *say on climate*, está ganando cada vez más relevancia y existen iniciativas en curso para promover la implementación, transparencia y rendición de cuentas en cuestiones relacionadas con el cambio climático, aunque a un ritmo menor que el de otros países de nuestro entorno. Cabe esperar que la aprobación de la [Directiva 2022/2464/UE](#) sobre el reporte no financiero (la "Directiva CSRD" – *Corporate Sustainability Reporting Directive*), que afectará a los informes que deban elaborar las sociedades cotizadas a partir de 2025, suponga un impulso y que veamos más propuestas de acuerdo vinculadas al cambio climático en las próximas juntas generales de accionistas.

3.2.4. Novedades en el reporting no financiero

En nuestro estudio del año pasado ya adelantamos cómo los grandes gestores de activos estaban incidiendo en la importancia de una buena gestión de los asuntos ESG por parte del consejo, y en la necesidad de reportar, o comprometerse a reportar en el próximo año, la información no financiera de acuerdo con el estándar SASB. El motivo para reclamar el uso de un estándar común es que facilita la difusión de una información más homogénea y fiable, que resulta más fácilmente comparable y dificulta las prácticas de blanqueo ecológico (*greenwashing*).

En esta edición nos referimos únicamente de una demanda del mercado, sino que la reciente aprobación de la Directiva CSRD nos permite hablar de un nuevo sistema normativo que está impulsando el modelo de reporte no financiero a nivel internacional que, con carácter general, afectará a las sociedades cotizadas para la elaboración de los informes de 2025, referidos al ejercicio 2024.

Tal y como detallamos en el capítulo 4, el objetivo de la Directiva CSRD es equiparar, con el tiempo, la divulgación de la información sobre sostenibilidad con la de la información financiera, permitiendo al público acceder a datos fiables y comparables. Para ello, impone el uso de unos estándares comunes de divulgación que estarán basados en los trabajos técnicos que está desarrollando el EFRAG. Conviene destacar que los estándares EFRAG se adaptan a las políticas de la UE pero, a la vez, tienen en cuenta otras iniciativas internacionales y contribuyen así a la estandarización de la divulgación de la información ESG, que se está promoviendo a nivel global.

3.2.5. Mayor accountability para los consejos y exigencia de planes de acción para explicar los elevados niveles de disidencia

Con carácter general, la rendición de cuentas (*accountability*) que se exige al consejo de administración es cada vez mayor, especialmente en los asuntos asociados a los tres pilares del ESG.

A medida que aumenta la normativa en el ámbito ESG y, junto a ella, las demandas del mercado (inversores, asesores de voto y otros grupos de interés como los consumidores, proveedores, empleados o las comunidades locales en las que operan), aumentan también las fuentes de responsabilidad de las sociedades y de sus consejeros.

Su actuación y respuesta ante las demandas del mercado y las preocupaciones manifestadas por los accionistas mediante un elevado nivel de disidencia en las juntas anteriores, se ha convertido en todo un reto para los consejos de administración. Lo que en la Temporada de Juntas 2021 calificamos como "un nuevo reto", se ha materializado en las juntas de accionistas de las sociedades cotizadas españolas de 2022 y anuncia lo que está por llegar en la Temporada de Juntas 2023.

La elaboración de un plan de acción detallado se convierte en un asunto prioritario para los consejos. Se trata de una medida para reducir el riesgo de voto en contra en la próxima junta y debería divulgarse como un apartado específico en los informes anuales. El plan de acción debería detallar las medidas adoptadas para atender a las demandas de los accionistas. Por ejemplo, si algún punto referente a la remuneración del consejo recibiese un alto nivel de disidencia, el consejo debería explicar las modificaciones a la política retributiva o las actividades llevadas a cabo por el comité de retribuciones y otros órganos competentes en materia retributiva, en respuesta a este nivel de disidencia.

3.2.6. Matriz de competencias

El aumento de los deberes del consejo y los nuevos retos a los que están expuestas las compañías provocan que el mercado otorgue cada vez más peso a la existencia de una matriz de competencias pública e individualizada. Se concibe como una herramienta que debería permitir identificar el perfil técnico de los consejeros para:

- Tener una visión global de las competencias, experiencias y habilidades existentes en el seno del consejo y en sus distintas comisiones.
- Detectar las necesidades de conocimientos en relación con las prioridades estratégicas de la compañía.

Aunque cada vez son más las compañías que cuentan con este tipo de prácticas como herramienta de trabajo para la comisión de nombramientos, su divulgación y publicación de manera individualizada está menos extendida y debería ser el siguiente paso a seguir.



3.2.7. Planes de sucesión

Los consejos de administración deben abordar la planificación de la sucesión como un proceso continuo más que como un elemento concreto anual. La planificación de la sucesión debe tomar en consideración múltiples elementos de la empresa, como la cultura corporativa, los planes estratégicos y el desarrollo de liderazgo. En definitiva, el plan de sucesión tiene que ser visto como un componente que aglutina estos diferentes elementos.

Los estándares internacionales recomiendan que, al menos, una o dos sesiones de la comisión encargada de este asunto y el consejo se dediquen a discutir el tema de la sucesión.

3.2.8. Mayor protagonismo de las comisiones de sostenibilidad

Con ocasión de la crisis provocada por la pandemia de la COVID-19 las empresas del Ibex-35 han tomado conciencia de la necesidad de adaptar la actividad y las competencias de los consejos de administración en materia de sostenibilidad. Los mercados, cada vez más sofisticados, requieren a las compañías un fortalecimiento de las competencias ESG, no solo a nivel de gestión en el máximo nivel ejecutivo, sino en el seno del consejo de administración.

A lo largo de los últimos años hemos visto como las compañías cotizadas españolas han reforzado las competencias del consejo de administración en materia de sostenibilidad creando comisiones *ad hoc* o asignando funciones de sostenibilidad a las comisiones existentes. Desde Georgeson estamos viendo un aumento de la carga de trabajo en este tipo de comisiones por los diversos retos a los que se enfrentan las compañías en materias como el reporte no financiero, el cambio climático y los asuntos EGS en general. Al tratarse de un tema tan transversal, que impacta en las competencias de otras comisiones, los consejos deben trabajar en una buena coordinación entre las distintas comisiones para aprovechar las sinergias y evitar solapar funciones.

3.3. RELACIÓN CON LOS GRUPOS DE INTERÉS (STAKEHOLDERS)

3.3.1. Agencias de calificación (*rating*)

Como ya hemos mencionado, durante la última década, los aspectos ESG han cobrado mayor relevancia en las decisiones de inversión de la comunidad financiera. Esta tendencia ha llevado a los inversores a confiar más en las agencias de calificación ESG como parte de su estrategia de inversión para evaluar el nivel de divulgación e información de las empresas sobre los indicadores ESG.

Algunas de las agencias de *rating* ESG más relevantes son MSCI, Sustainalytics, S&P Global, Moody's y Fitch Ratings. Estas agencias de *rating* utilizan diferentes métodos y enfoques para evaluar la sostenibilidad y responsabilidad de las empresas, pero los inversores confían cada vez más en estos proveedores ya que proporcionan evaluaciones independientes y objetivas de la sostenibilidad y responsabilidad de las compañías.

Sin embargo, aún queda camino por recorrer, y con el creciente número de compañías que ofrecen este tipo de evaluaciones, los inversores echan en falta una estandarización y esperan que este sector se regule para garantizar que el proceso sea transparente y que los datos proporcionados sean precisos y comparables. En la UE, la Comisión tiene intención de aprobar un Reglamento para regular, entre otros, los requisitos que deberán cumplir estas agencias, la transparencia sobre las metodologías que utilizan o la gestión de los posibles conflictos de intereses. En agosto de 2022, la Comisión publicó un *informe* con las conclusiones de la consulta pública que planteó en abril de 2022 sobre la regulación de esta actividad.

Por otro lado, desde el punto de vista de las empresas, el impacto de las agencias de *rating* puede ser muy significativo, ya que con una calificación ESG positiva puede atraer a inversores responsables, además de mejorar la reputación de la compañía. Para conseguir mejorar estas calificaciones las compañías deben tomar varias medidas:

- Desarrollar y aplicar una sólida estrategia de sostenibilidad: reducir las emisiones de gases de efecto invernadero, eficiencia en la gestión de recursos, minimizar residuos y la contaminación.
- Mejorar la divulgación de información ESG: divulgando la información sobre resultados y prácticas ESG de manera completa y transparente.
- Realizar *engagements* con sus *stakeholders*: generando confianza y demostrando un compromiso con la sostenibilidad y las prácticas responsables.

3.3.2. Relevancia de la política de implicación (*engagement*) en temas de ESG

El *engagement* en ESG es cada vez más importante para los inversores institucionales. En el pasado los *roadshows* no financieros se centraban únicamente en los aspectos de gobierno corporativo de la “G”. Sin embargo, en los últimos años, los inversores han concentrado sus esfuerzos en la “E”; las cuestiones relacionadas con el cambio climático un tema clave de compromiso para los inversores y que consideran una prioridad en el *engagement* con las compañías. En ese contexto, la biodiversidad y el capital natural son temas que se integrarán cada vez más en la estrategia de sostenibilidad debido a su potencial para exacerbar los efectos del cambio climático.

Asimismo, existe un creciente interés por los derechos humanos y las cuestiones sociales. Tras la crisis derivada de la COVID-19, los inversores pusieron su foco en la “S” y los asuntos sociales como la desigualdad, la ética empresarial, la gestión de la cadena de suministro y el impacto social se sitúan entre los más relevantes.

En este sentido, los inversores están empezando a adoptar un enfoque proactivo en materia de derechos humanos, basándose de manera generalizada en los “*UN Guiding Principles on Business and Human Rights*”; un conjunto de directrices para que los Estados y las empresas prevengan, aborden y reparen los abusos contra los derechos humanos cometidos en las operaciones empresariales.

3.3.3. Normativa sobre *beneficial owners*

La conocida como Directiva de Derechos de los Accionistas II o *Shareholders Rights Directive II* (SRD II) entró en vigor en la gran mayoría de países de nuestro entorno — con sus diferencias y peculiaridades — a finales de 2020. Con la aprobación de la reforma de la Ley de Sociedades de Capital (LSC) a mediados de 2021, se incorporó al ordenamiento español:

- la figura del beneficiario último (aquellos que invierten a través de un intermediario financiero — vía las conocidas como cuentas ómnibus o *nominees* — y no figuran formalmente como accionistas pese a asumir el riesgo económico de la inversión); y
- el derecho de las sociedades cotizadas a identificar a estos beneficiarios últimos.

Desde la entrada en vigor de la ley, cada vez son más las sociedades cotizadas españolas que solicitan a los intermediarios el desglose de sus clientes y, cuando estos clientes son, a su vez, intermediarios, que continúen intercalando solicitudes de identificación a través de la cadena de custodia hasta permitir conocer al beneficiario último.

Si bien es cierto que el reconocimiento del beneficiario último facilita la identificación de accionistas, tenemos muy presente la realidad de la industria de la custodia.

Es de interés la reciente consulta de ESMA (*European Securities and Markets Authority*) a cierre de 2022, encargada por la Comisión Europea, cuyo objetivo ha sido recabar información sobre cómo los participantes en el mercado perciben la idoneidad del ámbito de aplicación y la eficacia de las disposiciones de la SRDII sobre la identificación de los accionistas, la transmisión de información y la facilitación del ejercicio de los derechos de los accionistas, así como sobre la transparencia de los asesores de voto.

Desde Georgeson consideramos que se están haciendo enormes progresos en este ámbito, y esperamos que este proceso de transparencia de mercado vaya mejorando de cara a la próxima Temporada de Juntas.



4

La transparencia en el ámbito de la sostenibilidad

4 LA TRANSPARENCIA EN EL ÁMBITO DE LA SOSTENIBILIDAD

4.1. INTRODUCCIÓN

En este capítulo ofrecemos una panorámica legal sobre la información corporativa en el ámbito de la sostenibilidad. La estructura que hemos seguido en nuestra exposición es la siguiente:

- En primer lugar, explicamos (i) la importancia de la normativa de divulgación de la UE para el impulso de las finanzas sostenibles, el desarrollo del gobierno corporativo sostenible y la mitigación de riesgo de blanqueo ecológico y social; y (ii) cómo esta normativa está íntimamente ligada con la normativa de taxonomía y las herramientas de inversión de la UE.
- Posteriormente, señalamos cómo la información que facilitan las compañías sobre cuestiones ESG es cada vez mayor, lo que conlleva un aumento del escrutinio público y de las fuentes de responsabilidad de las sociedades y sus consejeros. El aumento de la transparencia responde no solo al incremento de las obligaciones legales (ver apartado 4.4.) sino también al mayor número de motivos que encuentran las compañías para suministrar esta información de manera voluntaria.
- A continuación, apuntamos cómo, en los últimos años, el principal problema en la comunicación de la información ESG ha sido la ausencia de unos marcos o estándares comunes de divulgación y cómo, afortunadamente, estamos asistiendo a un proceso de homogeneización y coordinación entre los distintos estándares que nos permitirá avanzar en la equiparación de la divulgación de la información no financiera con la financiera.
- Por último, hemos querido ofrecer una visión práctica sobre la posición de los asesores de voto y los inversores institucionales en el ámbito de la transparencia corporativa en el ámbito de la sostenibilidad.

4.2. LA IMPORTANCIA DE LA INFORMACIÓN CORPORATIVA SOBRE SOSTENIBILIDAD

La **normativa de divulgación** de la UE es aquella que establece obligaciones de información a empresas, financieras y no financieras, para permitir, entre otros, que los inversores puedan tomar decisiones de inversión debidamente fundamentadas. En particular, la divulgación en el ámbito de la sostenibilidad hace referencia a la información que facilitan las compañías sobre la forma en la que están gobernadas y los efectos que su actividad tiene en el medioambiente y en las personas o en el entorno social.

Esta normativa de divulgación está íntimamente ligada con la **normativa de taxonomía** y las **herramientas de inversión** de la UE. Al difundir la información sobre sostenibilidad, las empresas utilizan las clasificaciones comunes, métricas, *ratings* y estándares desarrollados por estas normativas para identificar y evaluar las actividades sostenibles. Estos tres pilares normativos — Taxonomía, Divulgación y Herramientas de Inversión — no son estancos y los desarrollos que, en mayor o menor medida, se están llevando a cabo en cada uno de ellos afectan al resto.

UE - Tres pilares normativos interconectados

TAXONOMÍA

Sistema de clasificación común para determinar qué debe considerarse una actividad sostenible

Ayuda a los mercados financieros a evaluar los criterios ESG de manera rigurosa y a orientar las inversiones de manera consecuente.

DIVULGACIÓN

Obligaciones de transparencia para empresas financieras y no financieras

Contribuyen a que los inversores puedan tomar decisiones de inversión sostenible que estén debidamente fundamentadas.

HERRAMIENTAS DE INVERSIÓN

Conjunto de *ratings*, estándares comunes y etiquetas

Contribuyen a incrementar la transparencia, mitigar el riesgo de blanqueo ecológico o social y facilitar que los participantes del mercado puedan alinear sus estrategias con los objetivos sostenibles de la UE.

Fuente: elaboración propia

La mejora de la transparencia en el ámbito de la sostenibilidad es muy relevante para:

- Las **finanzas sostenibles** (aquellas que van más allá de un análisis puramente financiero y tienen en cuenta los criterios ESG) porque una información más clara, objetiva y susceptible de comparación facilita que los inversores puedan identificar actividades y proyectos sostenibles, y canalizar los fondos hacia ellos.
- **El gobierno corporativo sostenible de la UE**, cuyo objetivo es que las empresas gestionen su actividad creando valor sostenible a largo plazo. Con más información de calidad resulta más fácil controlar si existe una conducta empresarial de respeto a los derechos humanos, el medioambiente y la buena gobernanza con el propósito de generar valor a largo plazo como pretende la [propuesta de Directiva sobre debida diligencia en materia de sostenibilidad empresarial](#) (conocida, por sus siglas en inglés, como la “**Directiva CSDD**” – *Corporate Sustainability Due Diligence Directive*)¹³.
- La lucha contra el denominado “**blanqueo ecológico**” (*greenwashing*) o “**blanqueo social**” (*socialwashing*); las prácticas destinadas a obtener una ventaja competitiva desleal, comercializando un producto financiero o promocionando las características de una empresa, como respetuosas con el medioambiente o con las personas o el entorno social cuando, en realidad, no cumplen con los requisitos necesarios.

El desarrollo de los tres pilares normativos — la definición común de la sostenibilidad (taxonomía), el uso de etiquetas y *ratings* que faciliten la identificación de actividades y proyectos sostenibles (herramientas de inversión) y un marco creíble y transparente (divulgación) — junto con una adecuada supervisión por parte de las autoridades serán esenciales para impedir estas actividades de blanqueo.

4.3. BREVE APUNTE SOBRE LA RESPONSABILIDAD ASOCIADA A UNA MAYOR TRANSPARENCIA EN EL ÁMBITO ESG

El ejercicio de transparencia que realizan las empresas en materia de sostenibilidad obedece a distintas razones. En el apartado 4.4. describimos la distinta normativa que obliga a las compañías a difundir información ESG pero, además, las empresas pueden querer compartir esta información, de manera voluntaria, para:

- Adherirse a buenas prácticas de mercado, recomendaciones de buen gobierno o códigos internos de conducta.
- Cumplir con los compromisos que hayan podido asumir en sus políticas o en un anuncio público y facilitar su monitorización por parte de los grupos de interés.
- Acceder a determinadas fuentes de financiación o hacerlo en mejores términos y condiciones.
- Responder a las exigencias marcadas por los inversores institucionales en sus políticas de voto o por los asesores de voto en sus recomendaciones.
- Mejorar su reputación en el mercado, por ejemplo, porque opere en un sector en los que las cadenas de suministro estén expuestas a mayores riesgos medioambientales o sociales.
- Promocionar su imagen de marca entre los consumidores o clientes.
- Atraer y retener capital humano a la empresa.
- Obtener determinadas etiquetas (p.ej., Ecolabel o *World Fair Trade Organization*) o incorporarse a índices de sostenibilidad (p.ej., *Dow Jones Sustainability Indices*, *FTSE4Good* o *Bloomberg Gender Equality*).

A medida que las empresas facilitan más información sobre sostenibilidad al mercado, ya sea de manera obligatoria o voluntaria, aumenta el escrutinio público y el interés por los compromisos (obligatorios o voluntarios) que hayan asumido en el ámbito ESG. Indudablemente, esto conlleva un aumento de las fuentes de responsabilidad de las sociedades (con cargo a su patrimonio social) y de los consejeros. En la práctica, los consejeros que forman parte de las comisiones de sostenibilidad pueden ver penalizado su nombramiento o reelección en el caso de que la compañía tenga un mal desempeño en esta materia o la información que se haya divulgado presente algún riesgo para la compañía.

¹³ Para más información sobre esta propuesta ver la publicación de Cuatrecasas: [“Hacia un estándar obligatorio de diligencia y responsabilidad empresarial”](#).

La determinación, en su caso, del régimen de responsabilidad de la sociedad o sus consejeros es un tema complejo que dependerá de las distintas variantes que concurran en el caso. Entre otros, de: (i) el concreto medio de difusión utilizado (p.ej., el informe de sostenibilidad, un folleto informativo o la página web corporativa); (ii) el contenido del compromiso que haya podido asumir (p.ej., si se trata de una mera declaración de intenciones o de la asunción de una concreta obligación); (iii) la naturaleza e importe del daño que se haya podido causar; o (iv) el perfil de las personas que hayan podido verse afectadas (p.ej., inversores institucionales, accionistas minoritarios, empleados o consumidores).

En esta guía no profundizaremos en esta materia, pero sí nos parece relevante incidir en la importancia de la calidad y veracidad de las informaciones proporcionadas para evitar eventuales responsabilidades y reclamaciones judiciales.

4.4. OBLIGACIONES DE DIVULGACIÓN

4.4.1. Informe de sostenibilidad

La [Ley 11/2018](#) incorporó la conocida, por sus siglas en inglés, como **Directiva NFRD (2014/95/UE)** (*Non-Financial Reporting Directive*) a nuestro ordenamiento jurídico obligando, entre otros, a las sociedades cotizadas a publicar anualmente unos estados de información no financieros (“**EINF**”), verificados por un prestador independiente de servicios de verificación. En la práctica, la mayoría de las sociedades cotizadas completan estos EINF con alguna información adicional y se refieren a ellos como “Informe o Memoria de Sostenibilidad”.

El posterior desarrollo de la normativa de taxonomía ha ampliado las obligaciones de información no financiera que deben facilitar las sociedades cotizadas. En concreto, el **art. 8 del Reglamento de Taxonomía (2020/852/UE)**, que ha sido desarrollado a través del [Reglamento Delegado 2021/2178/UE](#), obliga a las empresas a explicar, en los informes de sostenibilidad que publiquen a partir de 2022, en qué manera y medida sus actividades se asocian a actividades económicas medioambientalmente sostenibles. En un primer momento, tendrán que facilitar información únicamente para los objetivos de mitigación y adaptación al cambio climático desarrollados en la “taxonomía climática”. Posteriormente, cuando se desarrolle la taxonomía para los otros cuatro objetivos medioambientales del Reglamento de Taxonomía (agua, biodiversidad, prevención de la contaminación y economía circular), se ampliará el contenido de esta información¹⁴.

Por último, con carácter general, a partir de 2025 (respecto del ejercicio 2024) las sociedades cotizadas tendrán que divulgar la información no financiera conforme a la recién publicada **Directiva CSRD (2022/2464/UE)**. El objetivo de esta Directiva es equiparar, con el tiempo, la divulgación de la información sobre sostenibilidad con la de la información financiera, permitiendo al público acceder a datos fiables y comparables. En la práctica, introducirá novedades relevantes como son el uso de formatos electrónicos y estándares comunes de divulgación basados en el trabajo técnico que está desarrollando el EFRAG (ver apartado 4.4.2). Además, las compañías deberán “activar” los indicadores claves de rendimiento (KPIs) para que puedan cargarse en el punto único de acceso de información financiera y no financiera de las compañías de la UE; el *European Single Access Point* (ESAP)¹⁵.

4.4.2. Informe anual sobre riesgo climático

La [Ley 7/2021](#), de cambio climático y transición energética, obliga, entre otros, a las sociedades cotizadas a publicar, dentro de su informe de gestión, un informe anual en el que (i) evalúen el impacto financiero que tiene la exposición de su actividad a los riesgos asociados al cambio climático, incluidos los riesgos de la transición hacia una economía sostenible, y (ii) las medidas para hacer frente a estos riesgos. Este informe deberá ser remitido a la CNMV junto con las cuentas anuales.

En la actualidad, continúa pendiente de aprobación el desarrollo reglamentario que precisará el contenido de este informe. En todo caso, el informe deberá hacer mención a: (i) la estructura de gobierno de la organización, incluyendo la función que desempeñan los distintos órganos de gobierno de la sociedad en la identificación, evaluación y gestión de los riesgos y oportunidades relacionados con el cambio climático; (ii) el enfoque estratégico de las entidades para gestionar los riesgos financieros asociados

¹⁴ Para más información sobre la información requerida por la normativa de taxonomía ver la publicación de Cuatrecasas: “[Normas técnicas del Reglamento de Taxonomía \(artículo 8\)](#)”.

¹⁵ Para más información sobre la Directiva CSRD ver la publicación de Cuatrecasas: “[Información corporativa sobre sostenibilidad: Directiva CSRD](#)”.

al cambio climático; (iii) los impactos reales y potenciales de los riesgos y oportunidades asociados al cambio climático en sus actividades; (iv) los procesos de identificación, evaluación, control y gestión de los riesgos relacionados con el clima, y (v) las métricas, escenarios y los objetivos utilizados para evaluar y gestionar los riesgos y oportunidades relevantes relacionados con el cambio climático¹⁶.

4.4.3. Normativa sectorial de entidades de crédito y ESIS

El [Reglamento de Divulgación \(2019/2088/UE\)](#), conocido por sus siglas en inglés como Reglamento **SFRD** (*Sustainable Financial Disclosure Regulation*), busca armonizar los estándares de reporte ESG de los participantes en los mercados financieros (p.ej., aseguradoras, ESIS, gestores de fondos de inversión o entidades de gestión de carteras) y los asesores en materia de inversión o seguros. Todo ello con el objetivo de facilitar la comparativa entre los distintos productos y servicios financieros que ofrecen. Entre otros, el Reglamento SFRD determina la información y el contenido concreto que estos participantes de mercado y asesores deben publicar en su web, en sus informes periódicos y en la documentación que proporcionan al cliente en la fase precontractual.

En agosto de 2021, se aprobaron diversos actos delegados y directivas para integrar la sostenibilidad en la **normativa MIFID II**. Las ESIS que brindan asesoramiento financiero y los gestores de carteras deben realizar una evaluación obligatoria de las preferencias de sostenibilidad de los clientes y tenerlas en cuenta al seleccionar productos financieros. Los resultados de esta evaluación deben constar por escrito en los informes que tienen que emitir sobre los objetivos de inversión de sus clientes, su perfil de riesgo, su capacidad de soportar pérdidas y sus preferencias en el ámbito de la sostenibilidad.

El **régimen prudencial** de las entidades de crédito y las ESIS contiene también ciertas obligaciones de divulgación de riesgos ESG. El [Reglamento 575/2013/UE](#) y el [Reglamento 2019/2234/UE](#) obligan a las grandes entidades de crédito admitidas a negociación en las Bolsas de Valores y a determinadas ESIS a divulgar información sobre los riesgos ESG, incluidos los riesgos físicos y de transición. Esta información se difundirá con una periodicidad anual el primer año y, posteriormente, cada dos años.

Finalmente, está previsto que las entidades que queden sometidas al futuro Reglamento comunitario sobre mercado de criptoactivos (**Reglamento MICA**), que está tramitándose en la actualidad, tengan que facilitar información sobre la huella ambiental y climática de su actividad.

4.4.4. Otras obligaciones de divulgación

- **Folleto informativo.** Con motivo de la realización de una oferta pública de suscripción o venta de valores o de la admisión a negociación de valores en un mercado regulado, las sociedades cotizadas pueden estar obligadas a registrar un folleto informativo. Este deberá incluir toda la información que, según la naturaleza específica del emisor y de los valores, sea necesaria para que los inversores puedan hacer una evaluación de los activos y pasivos, la situación financiera, los beneficios y las pérdidas, así como de las perspectivas del emisor y eventualmente del garante y de los derechos inherentes a tales valores. Entre esta información, figurarán cuestiones como la estrategia ESG de la compañía, sus objetivos de sostenibilidad, los datos sobre el cumplimiento de estos objetivos, o el seguimiento, en su caso, de las recomendaciones de buen gobierno corporativo en el ámbito de la sostenibilidad.
- **Laboral.** La normativa laboral impone distintas obligaciones de transparencia a las empresas frente a su plantilla o sus representantes legales, según sea el caso. Entre otros, por su interés y actualidad, destacan:
 - (i) La [Directiva 2019/1152/UE](#), que busca mejorar las condiciones de trabajo mediante la promoción de un empleo que ofrezca una mayor transparencia y previsibilidad y, a la vez, garantice la capacidad de adaptación del mercado laboral. A partir del 1 de agosto de 2022, las empresas deberían quedar obligadas a facilitar a la persona trabajadora, por escrito, la información esencial de su relación contractual en un plazo de dos meses desde el inicio de la relación laboral. Entre esta información se incluyen cuestiones como la calidad del puesto de trabajo, la retribución, la jornada laboral habitual y el convenio colectivo que regula las condiciones laborales de la persona trabajadora.

16 Para más información ver la publicación de Cuatrecasas: [Ley de Cambio Climático y Transición Energética](#).

- (ii) El [Real Decreto-ley 6/2019](#) y su normativa de desarrollo obligan a las empresas a contar con un registro salarial donde conste la retribución de toda la plantilla (incluido el personal directivo), desagregada por sexos y clasificación profesional, a la que pueden acceder sus representantes legales. Además, las empresas con 50 o más personas trabajadoras deben tener un plan de igualdad negociado y registrado en el REGCON, con un contenido mínimo exhaustivo que incluye una auditoría salarial, sin el cual las empresas no podrán, por ejemplo, contratar con las Administraciones Públicas.
 - (iii) La [Ley 12/2021](#) obliga a las empresas a informar a la representación legal de la plantilla, con la periodicidad que proceda en cada caso, sobre los “*parámetros, reglas e instrucciones en los que se basan los algoritmos o sistemas de inteligencia artificial*” que afecten a la toma de decisiones que pueden incidir en las condiciones de trabajo, el acceso y mantenimiento del empleo (p.ej. en el cribado de currículums, la evaluación del desempeño o el cálculo de la retribución variable).
 - (iv) El [artículo 64 del Estatuto de los Trabajadores](#) obliga a las empresas a informar trimestralmente, al comité de empresa, delegados de personal y delegados sindicales, sobre las actuaciones medioambientales que tengan repercusión directa en el empleo.
- **Fiscal.** La Ley 28/2022 — conocida como la Ley de *Startups*—, que transpone la [Directiva 2021/2101/UE](#), obligará a muchas de las sociedades cotizadas españolas a hacer público un informe con la denominada “información país por país” para los ejercicios que se inicien a partir del 22 de junio de 2024. Esta información pretende dar a conocer los ingresos, activos, empleados, beneficios e impuestos devengados y pagados por los grandes grupos multinacionales, en cada una de las jurisdicciones que operen en los términos previstos por la norma¹⁷.
 - **Debida diligencia.** La [propuesta de la Directiva CSDD](#), publicada el 23 de febrero de 2022, incluye varias medidas de transparencia. Al estar obligadas a publicar EINFs (ver apartado 4.3.1), las sociedades cotizadas quedan exentas de la obligación de publicar en su página web una declaración anual, antes del 30 de abril, sobre el cumplimiento de las disposiciones de la Directiva CSDD. Sin embargo, en caso de alcanzar los umbrales previstos en la Directiva CSDD, sí tendrían que adoptar un plan de acción climático en caso de que, finalmente, se apruebe esta medida que está siendo objeto de controversia en la tramitación de este proyecto legislativo.

Inicialmente, quedarían obligadas a elaborar este plan (i) las empresas de la UE que cuenten con más de 500 empleados y más de 150 M € de volumen de negocios neto en el último ejercicio; y (ii) las empresas de terceros países con un nivel de negocios en la UE similar.

La finalidad de estos planes es que las empresas garanticen que sus estrategias empresariales son compatibles con la limitación del calentamiento del planeta a 1,5 °C, de conformidad con el Acuerdo de París. Las empresas, a partir de la información que esté razonablemente a su alcance, tendrán que determinar la medida en que el cambio climático constituye un efecto adverso o un riesgo para sus actividades.

Los Estados miembros deberán velar por que:

- (i) El plan incluya objetivos de reducción de las emisiones cuando el cambio climático sea o debería haber sido identificado como un efecto adverso o riesgo principal para las actividades de la empresa.
- (ii) En caso de existir una remuneración variable ligada a “*la contribución de los administradores de la empresa a la estrategia comercial de la empresa y a sus intereses y sostenibilidad a largo plazo*”, esta tenga en cuenta el cumplimiento por parte de la empresa de su obligación de adoptar un plan de acción climática en los términos y condiciones previstos en la Directiva CSDD.

En todo caso, como hemos advertido antes, la negociación de esta propuesta de directiva está siendo objeto de un controvertido debate y habrá que esperar a ver si se mantiene la obligación de elaborar estos planes de acción en los términos que hemos descrito.

17 Para más información ver la publicación de Cuatrecasas: [Claves de la ley de startups](#).

A nivel nacional, en el Plan Anual Normativo de 2022 se hizo mención a la intención del Gobierno de promover una iniciativa legislativa sobre debida diligencia y responsabilidad corporativa por los impactos en los derechos humanos y el medioambiente en línea con la tendencia legislativa de nuestros vecinos europeos que ya han aprobado normas específicas que introducen un estándar de conducta obligatorio o tienen iniciativas legislativas proyectadas al respecto. Hasta la fecha, únicamente se ha publicado, en febrero de 2022, una [Consulta Pública Previa](#) para la redacción del Anteproyecto de Ley de protección de los derechos humanos, de la sostenibilidad y de la diligencia debida en las actividades empresariales transnacionales.

4.5. ESTÁNDARES DE DIVULGACIÓN

4.5.1. La ausencia de un estándar común de divulgación y el camino hacia la convergencia

Como hemos señalado anteriormente, las compañías facilitan cada vez más información sobre sostenibilidad. Por una parte, porque las obligaciones de transparencia son cada vez mayores y, por otra, porque existe un claro interés por parte de las compañías de divulgar voluntariamente esta información, entre otros, por los motivos que hemos apuntado en el apartado 4.3.

Uno de los problemas que han afrontado las compañías en los últimos años al difundir esta información es que, a diferencia de lo que sucede con la información financiera, no existen unos marcos o estándares comunes de divulgación. Además, la robustez de los sistemas de recogida de información no financiera está un paso por detrás si los comparamos con los de la información financiera. En la práctica, esto ha supuesto que las empresas hayan tenido dificultades para explicar sus políticas y riesgos de sostenibilidad y que para los terceros (p.ej., financiadores, accionistas y otros grupos de interés) haya sido muy complejo poder entender y comparar esta información con la de otras compañías.

Afortunadamente, como explicamos en el siguiente apartado, estamos asistiendo a un proceso de homogeneización y coordinación entre los distintos estándares que nos permitirá avanzar en la equiparación de la divulgación de la información financiera y no financiera.

En 2021, la Comisión Europea [señalaba](#) como “a la UE y a las empresas e inversores europeos les interesa claramente tener normas que estén alineadas a nivel mundial. Las normas de la UE deben aspirar a incorporar los elementos esenciales de las normas aceptadas a nivel mundial que se están desarrollando actualmente [...] deben ir más allá cuando sea necesario para cumplir las propias ambiciones de la UE y ser coherentes con el marco jurídico de la UE [...] Esto requerirá una cooperación bidireccional constructiva entre el EFRAG y las iniciativas internacionales pertinentes”.

4.5.2. Principales estándares de divulgación

- **ESRS (EU Sustainability Reporting Standards).** Una de las principales novedades de la Directiva CSRD es que impone el uso de unos estándares comunes de divulgación de carácter obligatorio. Estos serán desarrollados por la Comisión Europea, a partir del trabajo técnico que está realizando el *European Financial Reporting Advisory Group* (EFRAG), que es el grupo consultivo para la elaboración financiera en Europa.

Se espera que, antes del 30 de junio de 2023, se aprueben los estándares transversales sobre cuestiones de sostenibilidad (p.ej., cambio climático, economía circular, conducta empresarial o trabajadores de la cadena de valor) y, antes del 30 de junio de 2024, los estándares específicos para determinados sectores de actividad (p.ej., agricultura, carbón, petróleo, gas, transporte por carretera, textil o alimentación y bebidas), los estándares adaptados para PYMES cotizadas y los estándares para empresas de terceros países que excedan los umbrales establecidos por la UE.

El pasado 22 de noviembre, el EFRAG publicó su trabajo sobre el [primer conjunto de estándares](#). Con el fin de favorecer la coordinación con los estándares ISSB, siguen la misma estructura y solicitan información en estas cuatro áreas: gobernanza, estrategia, gestión de riesgos, y métricas y objetivos. No obstante, introducen ciertos ajustes para adaptarse al contenido requerido por la Directiva CSRD y a la divulgación de información conforme al principio de doble significatividad (*double materiality*).

Conforme a este principio, las empresas deben divulgar información que permita comprender, por

una parte, cómo repercute su actividad en el ámbito medioambiental, social o de buena gobernanza y, por otra, cómo afectan las cuestiones de sostenibilidad a su desarrollo, rendimiento y posición. Como veremos a continuación, este enfoque es más amplio que el de los estándares ISSB, que se centra en las necesidades de los inversores (actuales y potenciales), los financiadores y otros acreedores para poder valorar las empresas.

- **ISSB (International Sustainability Standards Board).** El 24 de febrero de 2021 IOSCO, la organización mundial de las comisiones de valores, informó sobre su voluntad de impulsar un estándar global de publicación de información sobre sostenibilidad para sociedades cotizadas. Con la finalidad de acelerar esta convergencia internacional, se ha creado un grupo de trabajo en IFRS (la fundación de estándares internacionales de información financiera que elaboró las NIIF) conocido como ISSB.

El proyecto de ISSB — calificado por *Forbes* en 2021 como “el mayor cambio en el proceso de presentación de información corporativa desde la década de 1930” — no supone, sin embargo, una reinención total del proceso de presentación de la información ESG. Al contrario, además de tratar de que sus estándares sean compatibles con las normas internacionales de contabilidad (IASB), ISSB pretende que sus estándares sean complementarios con los de la UE y con otras iniciativas adoptadas a nivel internacional. Por ello, se ha coordinado con otras organizaciones y ha partido de las métricas, estándares de divulgación y guías existentes.

Algunas organizaciones como el TCFD (*Task Force on Climate- Related Financial Disclosures*), el Foro Económico Mundial (Foro de Davos) y GRI (*Global Reporting Initiative*) están colaborando con ISSB mientras que otras, directamente, se han integrado en la fundación IFRS (en concreto, el *Climate Disclosure Standards Board* (CDSB) y el *Value Reporting Foundation* (VRF)). Recordemos que esta última era, hasta ahora, la responsable de mantener los *estándares SASB* (*Sustainability Accounting Standards Board*), que tienen una fuerte implantación en el mercado. En 2022, por ejemplo, BlackRock señaló que votaría en contra de los consejeros que fueran a reelección en aquellas compañías en las que no se reportase la información no financiera de acuerdo con los estándares SASB o se hubiese hecho un compromiso público de hacerlo en el próximo año.

En el siguiente gráfico reflejamos este esfuerzo por la coordinación y convergencia de los estándares de divulgación:



Fuente: elaboración propia

En marzo de 2022, el ISSB sometió a consulta los primeros borradores de estándares:

- **IFRS S1:** los requisitos generales para la divulgación de información financiera relacionada con la sostenibilidad, que servirán como marco para los estándares sectoriales que vaya publicando.
- **IFRS S2:** los requisitos de divulgación sobre clima, que están basados en los estándares TCFD.

Estos borradores toman los estándares TCFD — a los que nos referiremos más adelante — como punto de partida e incorporan el enfoque de *reporting* por industria de los estándares SASB. Conforme a los estándares generales de divulgación (IFRS S1), las sociedades deberán facilitar información financiera relacionada con la sostenibilidad (*sustainability-related financial information*) en los mismos ámbitos que hemos mencionado para los estándares EFRAG: gobernanza, estrategia, gestión de riesgos, y métricas y objetivos.

A estos efectos, se define la “información financiera relevante para la sostenibilidad” como la información sobre los riesgos y oportunidades de sostenibilidad que resulten útiles para los inversores (actuales y potenciales), los financiadores y otros acreedores al tomar en consideración la valoración de la empresa. Para determinar la información que tienen que facilitar, el ISSB recomienda que las empresas tengan en cuenta los **estándares SASB para cada industria** y los estándares de CDSB sobre **biodiversidad** y **agua**.

- **TCFD (Task Force on Climate-Related Disclosures).** El TCFD es un grupo de trabajo creado en 2015 por el Consejo de Estabilidad Financiera, a petición del G-20, para fomentar que las empresas informasen a sus inversores sobre los riesgos relacionados con el cambio climático y el modo en que los gestionan. En el ámbito de cambio climático, los **estándares TCFD** son unos de los más demandados por los inversores y asesores de voto. Algunos de ellos advierten que los miembros de las comisiones de sostenibilidad o las comisiones encargadas de estos asuntos podrían ver penalizada su reelección si la compañía no hace una divulgación adecuada conforme a este estándar.

Tanto los futuros estándares de la UE (estándares ESRS) como los promovidos, a nivel global, por IFRS para las sociedades cotizadas (estándares ISSB) parten de la estructura de los estándares TCFD. Además, como hemos señalado antes, TCFD colabora con ISSB en la elaboración de los estándares ISSB. En concreto, a través de su participación en el grupo de trabajo técnico que IFRS constituyó en 2021 para desarrollar los nuevos estándares ISSB a partir de las métricas, estándares de divulgación y guías existentes; el *Technical Readiness Working Group (TRWG)*.

- **SEC.** En los Estados Unidos, la SEC **propuso** en 2022 unas nuevas reglas para mejorar y estandarizar la divulgación de los riesgos y aspectos relacionados con el clima, que obligaría a las compañías a facilitar información sobre el clima en sus *registration statements* e informes anuales.

4.6. POSICIÓN DE LOS ASESORES DE VOTO Y DE LOS INVERSORES INSTITUCIONALES

En materia de transparencia el asesor de voto ISS, en su **Política de 2023 para Europa Continental**, señala que, en temas de sostenibilidad, analizará caso a caso el sentido de su voto en atención a las circunstancias concretas y valorando si la propuesta incrementa o protege el valor de accionista, a corto o largo plazo. Una de las cuestiones que tendrá en cuenta es el nivel de información del que disponen los accionistas, ya sea porque la información haya sido facilitada por la compañía (en la propuesta o por cualquier otra vía) o porque esté disponible a través de otras fuentes públicas. Al evaluar la información difundida por la sociedad, considerará si una mayor exigencia podría implicar una comunicación de información confidencial o de información que podría posicionar a la sociedad en una situación de desventaja competitiva.

En el caso de las compañías que sean emisoras significativas de CO₂, ISS espera que detallen sus riesgos climáticos en línea con los estándares TCFD, incluyendo: las medidas de gobierno adoptadas por el consejo, la estrategia corporativa, el análisis de gestión de riesgos, y las métricas y objetivos.

Por su parte, Glass Lewis señala en su **Política de 2023 para España** que analizará, en cada caso, la calidad de la información no financiera facilitada por las compañías. Con carácter general, recomendará votar a favor de la aprobación de los EINF siempre que se esté cumpliendo con el régimen legal y la compañía esté utilizando unos estándares de divulgación que sean coherentes. Sin embargo, cuando resulte evidente que la compañía no está gestionando o mitigando los riesgos ESG de manera adecuada en perjuicio de los accionistas, Glass Lewis recomendará votar en contra de los EINF.

En su [Política para Iniciativas ESG Glass Lewis](#) se manifiesta sobre la divulgación de información en el ámbito de la sostenibilidad, en general, y de información sobre cambio climático y diversidad del capital humano de las empresas, en particular. En principio, recomendará votar a favor de las propuestas dirigidas a obtener más información por parte de las empresas sobre los efectos del cambio climático, la diversidad del capital humano de la empresa o sobre aspectos de sostenibilidad concretos (especialmente, cuando se trate de empresas con una exposición significativa a riesgos ESG, como pueden ser las industrias extractivas). No obstante, al emitir su recomendación de voto tendrá en cuenta las circunstancias del caso concreto. Por ejemplo, el impacto del cambio climático en la compañía, los pleitos o reclamaciones que haya podido recibir por cuestiones de diversidad, sus políticas actuales, el nivel y evolución de la transparencia corporativa, la situación en las empresas comparables o la supervisión de los riesgos climáticos por parte del consejo.

En el caso de las propuestas relacionadas con la información sobre cambio climático, Glass Lewis señala que podrá emitir una recomendación de voto en contra cuando (i) las políticas o la comunicación que realiza la compañía ya permite conocer la información objeto de la propuesta, o (ii) la propuesta no es consistente con la creación de valor a largo plazo para los accionistas.

Los mayores gestores de activos a nivel mundial se están dirigiendo hacia una casi completa integración de los factores ESG en sus políticas de inversión. Algunos inversores como BlackRock o State Street han indicado que votarán en contra de los consejeros que vayan a reelección en aquellas compañías en las que no se divulgue la información no financiera de acuerdo con el estándar SASB¹⁸ o se haya hecho un compromiso público de hacerlo en el próximo año. La razón principal de esta nueva aproximación es que entienden que los asuntos ESG son responsabilidad del consejo de administración.

El inversor BlackRock pide, además, a las compañías — a través de la carta que su CEO Larry Fink emite anualmente — que fijen objetivos a corto, medio y largo plazo para la reducción de gases de efecto invernadero. Por ese motivo, recalca la importancia de publicar informes consecuentes con el TCFD, para comprender la capacidad de una compañía para adaptarse al futuro. Otros inversores como Vanguard o Legal & General IM también esperan que las compañías informen conforme a los estándares TCFD.

Por su parte, el inversor Norges Bank indica que, durante la próxima Temporada de Juntas 2023, responsabilizará al consejo si ven fallas importantes en la divulgación, gestión y supervisión del riesgo climático. Cuando las compañías no cumplan con sus expectativas en materia de transparencia, Norges Bank tiene previsto presentar sus propias propuestas en las juntas como un mensaje hacia el consejo de que deberán intensificar sus esfuerzos.

En esta misma línea, el inversor Legal & General ha hecho público el contenido que espera que tengan las propuestas sobre *say on climate* que se eleven a las juntas de accionistas, y ha advertido de que presentará propuestas alternativas, junto a Climate Action 100 +¹⁹, cuando los planes de transición que propongan las compañías no sean adecuados.

En conclusión, la comunidad inversora es cada vez más exigente con las compañías e inciden en la importancia de informar sobre los asuntos de riesgo climático con el objetivo de evitar, entre otros, las conocidas prácticas de blanqueo ecológico (*greenwashing*).

18 Como hemos explicado en el apartado 4.5.2, la fundación encargada de elaborar los estándares SASB se ha integrado en el ISSB. Los estándares SASB han sido uno de los principales puntos de partida del trabajo que está desarrollando ISSB.

19 Climate Action 100+ es una iniciativa que agrupa a inversores que pretenden garantizar que las empresas emisoras de gases de efecto invernadero más grandes del mundo tomen medidas necesarias para luchar contra el cambio climático.

4.7. CONCLUSIONES

En 2003, el Informe Aldama señalaba cómo, en los mercados financieros, “*la información es la piedra angular sobre la que descansa todo el sistema para que los precios se formen adecuadamente y se pueda tutelar la posición de quienes en ellos actúan*”. Veinte años más tarde, la progresiva equiparación de la información sobre sostenibilidad con la información financiera se ha convertido en esencial para el correcto funcionamiento de los mercados financieros, además de resultar clave para la transición hacia una economía más sostenible.

El acceso a información ESG clara, objetiva y susceptible de comparación resulta esencial para:

- La identificación por parte de los inversores y financiadores de las actividades y proyectos sostenibles a los que pueden canalizar los fondos.
- La monitorización de la conducta empresarial.
- La mitigación del riesgo de blanqueo ecológico o social.

Recientemente, se ha publicado una nueva edición del *estudio* del Pacto Mundial de las Naciones Unidas y Accenture en el que consultan a 1.230 consejeros delegados/ directores generales (“CEO”) de 113 países y 21 industrias sobre cuestiones de sostenibilidad. Un 87% de estos CEO consideran que la actual situación geopolítica limita la capacidad para cumplir con los Objetivos para el Desarrollo Sostenible (ODS). En este entorno, uno de los entrevistados llamaba la atención sobre la necesidad de “[...] encontrar un marco de divulgación que funcione para la mayoría de las personas porque, en caso contrario, nos dedicaremos a <<traducir>> de unos marcos y estándares a otros, desperdiciando los recursos limitados con los que contamos”.

Los CEO encuestados destacan, a su vez, la importancia de que los nuevos marcos y estándares de divulgación tengan un alcance global y no queden limitados a determinados países o regiones. Entienden que un estándar global ayudaría a las compañías a conocer qué datos y KPIs deben monitorizar, generaría una mayor transparencia y facilitaría una evaluación justa del desempeño de las compañías.

El estudio advierte sobre la conveniencia de que las compañías inviertan en procesos de captación y estandarización de datos para dar mayor visibilidad a sus negocios y facilitar la toma de decisiones informadas basadas en datos. De manera muy gráfica, uno de los encuestados señalaba cómo “*lo que se puede medir se puede llegar a cumplir*”.

El impulso a la normativa de transparencia y la convergencia de los estándares de divulgación que hemos descrito en este capítulo debe valorarse de manera positiva. Entre tanto, hasta que se establezcan unas “reglas del juego comunes”, las empresas continuarán afrontando el reto de explicar su estrategia, principales riesgos, métricas y objetivos de sostenibilidad. Por su parte, para los inversores, accionistas y demás grupos de interés seguirá siendo complejo entender esta información y poder compararla con la de otras compañías.



