

EL GOBIERNO CORPORATIVO Y LOS INVERSORES INSTITUCIONALES

Georgeson

 CUATRECASAS

Preparando la Temporada
de Juntas 2024



EL GOBIERNO CORPORATIVO Y LOS INVERSORES INSTITUCIONALES

Preparando la Temporada de Juntas 2024

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 15 de noviembre 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 88 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; evaluaciones de los órganos de administración; inversión socialmente responsable; campañas para inversores minoritarios y reestructuración de deuda, entre otros.

Georgeson tiene oficinas en Nueva York, Londres, Roma, Toronto, París, Múnich, Sídney, 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

Eva Martí Serra

Corporate Governance Manager
e.marti@georgeson.com

Carlos Sáez Gallego

Country Head Spain
c.saez@georgeson.com

Araceli López Iglesias

Senior Corporate Governance Analyst
a.lopez@georgeson.com

Claudia Morante Belgrano

Head of Corporate Governance
c.morante@georgeson.com

Claudia Monteagudo Dosil

Account Manager
Claudia.Dosil@georgeson.com

Giulia A. Matteo Sézille

Head of Operations
g.sezille@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 2023, hemos sido reconocidos por la prestigiosa publicación británica Financial Times como “Firma de abogados más innovadora de Europa continental”, y en 2022, recibimos el premio de Firma del año en Iberia y Europa por The Lawyer. En Latinoamérica, somos la 6ª firma internacional más popular según Latin American Corporate Counsel Association (LACCA).

Ana Mª Gamazo

Socia
anamaria.gamazo@cuatrecasas.com

Javier Martí-Fluxá

Socio
javier.marti-fluxa@cuatrecasas.com

Antonio Baena

Socio
antonio.baena@cuatrecasas.com

José Luis Rodríguez

Socio
joseluis.rodriguez@cuatrecasas.com

Coro Fernández-Rañada

Consejera
coro.ranada@cuatrecasas.com

Jose Ramón Berecibar

Socio
joseramon.berecibar@cuatrecasas.com

Francisco Pérez-Crespo

Socio
francisco.perezcrespo@cuatrecasas.com

Juan Aguayo

Socio
juan.aguayo@cuatrecasas.com

Gerard Correig

Socio
gerard.correig@cuatrecasas.com

Pere Kirchner

Socio
p.kirchner@cuatrecasas.com

Ignacio Escrivá de Romani

Socio
ignacio.escrivaderomani@cuatrecasas.com

Roger Freixes

Socio
roger.freixes@cuatrecasas.com

Javier Juste

Consejero
javier.juste@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

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, Georgeson y Cuatrecasas presentan su estudio anual en el que analizan el comportamiento de los inversores institucionales durante la Temporada de Juntas 2023.

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 se han incluido a aquellas compañías del Mercado Continuo con mayor volumen de capitalización o que, en comparación con empresas similares a ellas (*peers*), entendemos que otorgan más relevancia a las prácticas de gobierno corporativo.

La siguiente tabla muestra las **34 empresas del Ibex-35** analizadas, que formaban parte del índice a cierre de la Temporada de Juntas 2023 (julio 2023). Si comparamos el ámbito subjetivo del análisis con el del año 2022, se incorporan al Ibex-35 Logista y Unicaja, sustituyendo a Siemens Gamesa¹ y Pharmamar. Al igual que en otras ediciones, no se toma en cuenta a ArcelorMittal por su naturaleza diversa frente al resto de las empresas que conforman este índice².

Empresas del Ibex-35 analizadas en la Temporada de Juntas 2023	Empresas del Ibex-35 analizadas en la Temporada de Juntas 2022
Acciona	Acciona
Acciona Energía	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
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
Laboratorios Rovi	Laboratorios Rovi
Logista	-

¹ Siemens Gamesa ha dejado de cotizar en las bolsas, tras la oferta extraordinaria de compra de acciones por parte de Siemens Energy.

² 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 en la fecha en que celebró la junta general ordinaria de 2023.

Empresas del Ibex-35 analizadas en la Temporada de Juntas 2023	Empresas del Ibex-35 analizadas en la Temporada de Juntas 2022
MAPFRE	MAPFRE
Melia Hotels	Melia Hotels
Merlin Properties	Merlin Properties
Naturgy Energy Group	Naturgy Energy Group
-	Pharmamar
Red Eléctrica Corporación	Red Eléctrica Corporación
Repsol	Repsol
Sacyr	Sacyr
-	Siemens Gamesa
Solaria	Solaria
Telefónica	Telefónica
Unicaja Banco	-

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 2022, se analizan Amper, OHLA, Opedenergy, Pharmamar y Realía y se excluye a Duro Felguera, Ezentis, Logista, Mediaset y Unicaja³.

Empresas del Top 40 del Mercado Continuo analizadas en la Temporada Juntas 2023	Empresas del Top 40 del Mercado Continuo analizadas en la Temporada Juntas 2022
Aedas	Aedas
Almirall	Almirall
Amper	-
Applus	Applus
Atresmedia	Atresmedia
Audax. Renov	Audax. Renov
CIE Automotive	CIE Automotive
C. y A. de Ferrocarriles	C. y A. de Ferrocarriles
C.F. Alba	C.F. Alba
Dominion	Dominion
-	Duro Felguera
Ebro Foods	Ebro Foods
Edreams	Edreams
ENCE	ENCE
ERCROS	ERCROS

³ De las compañías que han sido excluidas de este estudio, Unicaja y Logista han pasado a formar parte del Ibex-35, Mediaset ha dejado de cotizar en las Bolsas, y Duro Felguera y Ezentis no habían publicado los resultados de la junta a fecha de la elaboración del informe.

Empresas del Top 40 del Mercado Continuo analizadas en la Temporada Juntas 2023

Empresas del Top 40 del Mercado Continuo analizadas en la Temporada Juntas 2022

-	Ezentis
Faes Farma	Faes Farma
FCC	FCC
Gestamp	Gestamp
Grenergy	Grenergy
Grupo Catalana Occidente	Grupo Catalana Occidente
Lar España	Lar España
Línea Directa	Línea Directa
-	Logista
-	Mediaset
Metrovacesa	Metrovacesa
Neinor Homes	Neinor Homes
OHLA	-
Opedenergy	-
Oryzon	Oryzon
Pharmamar	-
Prisa	Prisa
Prosegur	Prosegur
Prosegur Cash	Prosegur Cash
Realia	-
REIG JOFRĚ	REIG JOFRĚ
G. E. San Jose	G. E. San Jose
Soltec	Soltec
Talgo	Talgo
Técnicas Reunidas	Técnicas Reunidas
Tubacex	Tubacex
-	Unicaja
Vidrala	Vidrala
Viscofan	Viscofan
Vocento	Vocento

Para el análisis de las tendencias de voto, hemos tenido en cuenta las **recomendaciones de los asesores de voto de referencia**⁴ (*proxy advisors*) en el mercado español. Principalmente, las recomendaciones de ISS y Glass Lewis.

⁴ En el documento se diferencian dos tipos de recomendaciones: (a) recomendaciones favorables (a favor) y (b) recomendaciones negativas/no favorables/contrarias (en contra y abstención).



GLOSARIO

CBG [Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas](#), revisado en junio 2020.

CNMV Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Directiva CSRD [Directiva \(UE\) 2022/2464](#) de 14 de diciembre de 2022. Se utiliza esta terminología por las siglas en inglés de la directiva: *Corporate Sustainability Reporting Directive*.
Esta directiva modifica, entre otras, la Directiva sobre divulgación de información no financiera (2014/95/UE), la Directiva de auditoría (2006/34/CE) y la Directiva de Transparencia (2004/19/CE), con el fin de corregir algunas de las deficiencias detectadas en el reporte no financiero y ampliar el número de sujetos obligados a informar sobre cuestiones de sostenibilidad. Para más detalle ver [Legal Flash Cuatrecasas | Información corporativa sobre sostenibilidad: Directiva CSRD](#).

Directiva CS3D La [propuesta de directiva sobre la diligencia debida de las empresas en materia de sostenibilidad](#), aprobada el 23 de febrero de 2022.
Esta propuesta de directiva —que están negociando el Consejo, el Parlamento y la Comisión— actualmente pretende establecer un estándar de conducta empresarial en la gestión de riesgos medioambientales y de derechos humanos en sus propias operaciones, las de sus filiales y sus cadenas de valor.

En un contexto empresarial, los criterios medioambientales, sociales y de buen gobierno (conocidos, por sus siglas en inglés, como “criterios ESG”) hacen mención a:

- E (*Environment*): El efecto que la actividad de la compañía tiene, directa o indirectamente, sobre el medioambiente.
- S (*Social*): 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 (*Governance*): 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 (compliance), 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.

Estándares ESRS	Los estándares comunes de divulgación impuestos por la Directiva CSRD, conocidos así por sus siglas en inglés: <i>European Sustainability Reporting Standards</i> .
Estándares ISSB	Los nuevos estándares de divulgación internacionales para sociedades cotizadas de uso voluntario. Se conocen así por las siglas en inglés del grupo de trabajo que los ha elaborado, el <i>International Sustainability Standards Board</i> .
IAGC	Informe Anual de Gobierno Corporativo.
IARC	Informe Anual de Remuneraciones de los Consejeros.
KPIs	Indicadores claves de rendimiento, denominados así por sus siglas en inglés <i>Key Performance Indicators</i> .
LSC	<i>Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio</i> , por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital
UE	Unión Europea.

ÍNDICE

1. VISIÓN GENERAL DE LA TEMPORADA DE JUNTAS 2023 EN ESPAÑA	16
2. ANÁLISIS DE LA TEMPORADA DE JUNTAS DE 2023 EN EL IBEX-35 Y EN EL TOP 40 DEL MERCADO CONTINUO	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	36
2.2.3. Remuneración de los consejeros y altos directivos	39
2.2.4 Modificación del capital social	44
3. ¿CÓMO PREPARAR LA TEMPORADA DE JUNTAS 2024?	48
3.1. ACCOUNTABILITY HACIA LOS CONSEJEROS	48
3.2. NECESIDAD DE MANTENER UN DIÁLOGO CON INVERSORES Y PROXY ADVISORS FUERA DE LA TEMPORADA DE JUNTAS	48
3.3. DIVERSIDAD EN EL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN	48
3.4. LA CRECIENTE RELEVANCIA DE LA MATRIZ DE COMPETENCIAS	49
3.5. ELABORACIÓN DE UN PLAN DE SUCESIÓN	49
3.6. LA TRANSFORMACIÓN DIGITAL	49
3.7. RETRIBUCIÓN DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN	49
3.8. CAMBIO CLIMÁTICO	50
3.9. CAMPAÑAS ACTIVISTAS	50
3.10 ENTRADA DE FONDOS SOBERANOS	51
4. LA GOBERNANZA DE LA SOSTENIBILIDAD	54
4.1 INTRODUCCIÓN	54
4.2 LA SOSTENIBILIDAD: HACIA UNA NUEVA CULTURA CORPORATIVA	54
4.3 CUESTIONES JURÍDICAS EN TORNO A LA GOBERNANZA DE LA SOSTENIBILIDAD	55
4.3.1 La importancia de la diversidad en el consejo y de la matriz de competencias	56
4.3.2 La relevancia de la regla del juicio empresarial en la gestión de la sostenibilidad	56
4.3.3 La competencia para la aprobación de las políticas de sostenibilidad y, en particular, del <i>say on climate</i>	57
4.3.4 La responsabilidad de la sociedad y sus consejeros por la divulgación de información corporativa de sostenibilidad	57
4.3.5 La incidencia del reparto de las funciones de sostenibilidad entre el consejo de administración y sus comisiones	58
4.3.6 El Derecho de grupos y la sostenibilidad	58
4.3.7 La contratación y revisión de las pólizas de los Seguros D&O	58
4.3.8 La revisión de los contratos en la cadena de suministro	59



1

Visión general de la Temporada de Juntas 2023 en España

1 VISIÓN GENERAL DE LA TEMPORADA DE JUNTAS 2023 EN ESPAÑA

Durante esta Temporada de Juntas 2023, las compañías cotizadas españolas han vuelto a afrontar importantes retos en el ámbito del gobierno corporativo, entre los que destacamos los siguientes:

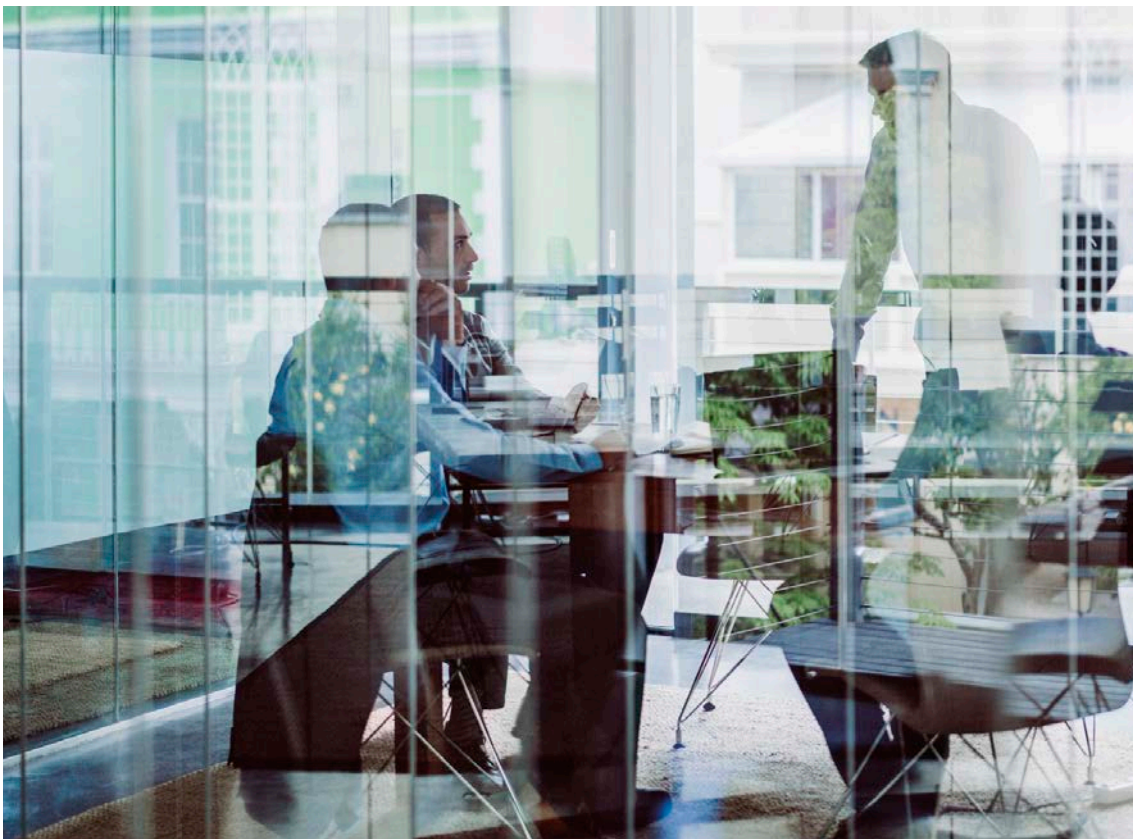
- La **diversidad de género** dentro del consejo. Al recomendar el CBG que, al finalizar el 2022, el órgano de administración estuviese compuesto, al menos, por un 40% de mujeres (Recomendación 15), en 2023 los *proxy advisors* y algunos inversores adaptaron sus políticas para fijar este umbral mínimo de diversidad. Por ello, las grandes gestoras internacionales han penalizado en esta temporada de juntas a las compañías que estaban por debajo del porcentaje esperado. Como excepción, ha existido cierta flexibilidad por parte de varias gestoras (sobre todo españolas), quienes han tenido en cuenta las particularidades de cada compañía; por ejemplo, que existiese un compromiso firme y público de alcanzar dicho porcentaje en los próximos años.
- Los asuntos relativos al **cambio climático** han adquirido una relevancia creciente en los últimos años a nivel europeo y han comenzado a formar parte del orden del día de las juntas de accionistas en las tres últimas *proxy season*. Si bien es cierto que en la Temporada de Juntas 2023 en España ha disminuido el número de compañías que han sometido a aprobación propuestas de *say on climate*, habrá que esperar a ver cómo evoluciona este tema en nuestro país y cuál será la posición de los inversores en los próximos años. En el capítulo 4 incluimos una breve referencia a las implicaciones jurídicas de estas propuestas de voto.
- En el **ámbito retributivo**, el interés de los accionistas y *proxy advisors* continúa en aumento y muchos inversores han establecido “líneas rojas” en aspectos en los que antes eran más permisivos. Por ejemplo, en (i) la divulgación sobre el nivel de cumplimiento de objetivos de manera individualizada, (ii) el peso de los planes de incentivos a largo plazo en la remuneración variable, donde deberían constituir la proporción más elevada, o (iii) la necesidad de justificar los incrementos salariales de ejecutivos (entre otros, a través de un análisis retributivo comparado *-benchmark-* o por la experiencia positiva de los accionistas).

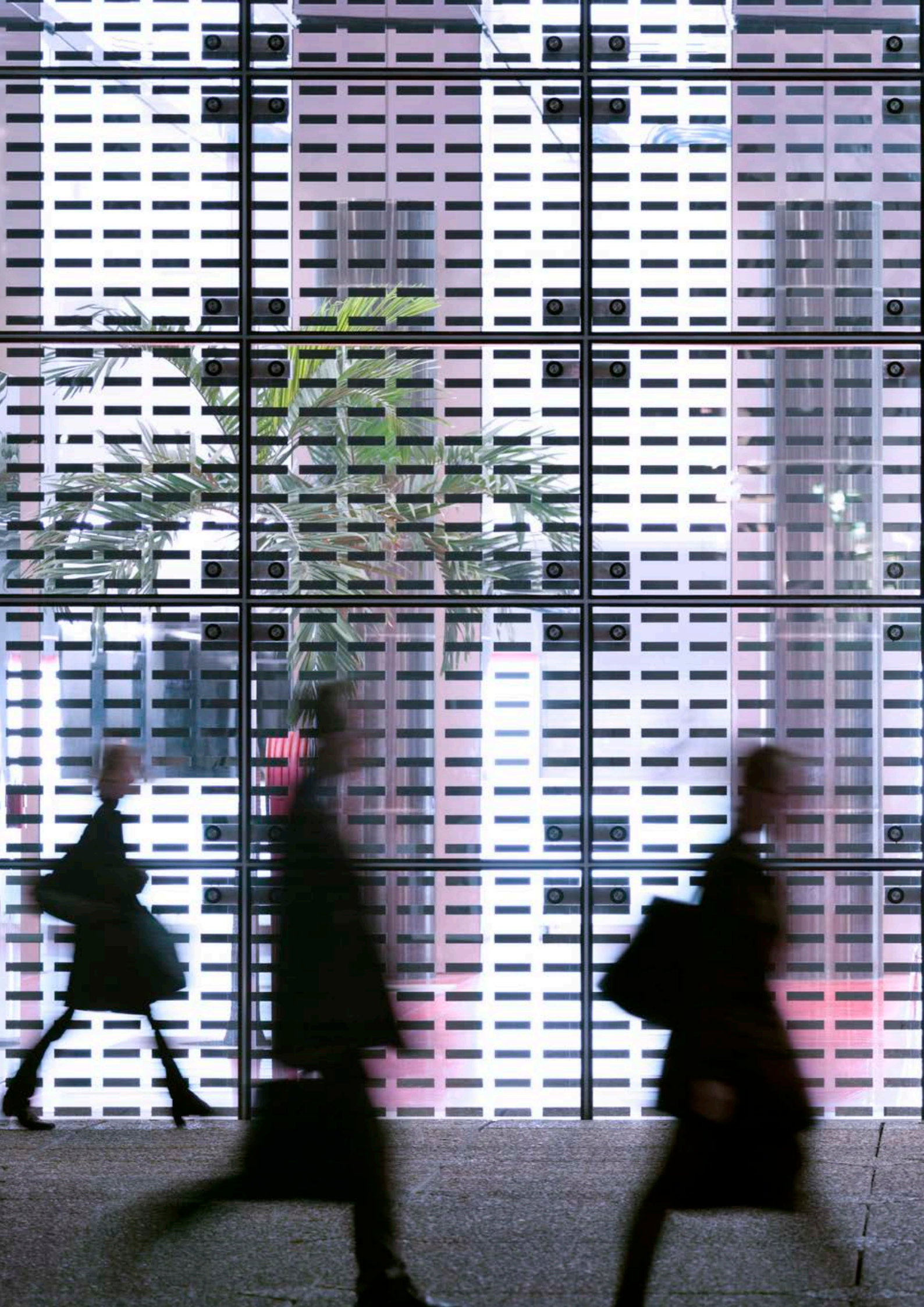
Tras el análisis individualizado realizado por Georgeson, entre los datos más relevantes de esta Temporada de Juntas 2023 en España, destacan los siguientes:

- El incremento del **quorum medio** de las compañías del Ibex-35 y del Top 40 del Mercado Continuo respecto a 2022. En el primer caso, creció en más de dos puntos (situándose en 73,46%) y, en el segundo caso, en un punto y medio (situándose en 71,94%).
- Si tenemos en cuenta los datos históricos, este año hemos visto el nivel más alto de participación de los últimos 5 años, tanto en las compañías del Ibex-35 como del Top 40 del Mercado Continuo. Las compañías que han experimentado un mayor incremento en su *quorum* han sido aquellas en las que ha aumentado, sustancialmente, la participación de inversores institucionales activos en gobierno corporativo.
- En las compañías del Ibex-35 ha sido superior el número de **propuestas con más de un 10% de voto en contra** (79 propuestas en 2023 frente a 65 propuestas en 2022) mientras que, en el Top 40 del Mercado Continuo, se ha mantenido la tendencia decreciente en el número de propuestas con más del 10% de voto en contra (46 propuestas en 2023 frente a 70 propuestas en 2022 y 71 en 2021).
- Si analizamos las temáticas de las **propuestas** presentadas, en el Ibex-35 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, en línea con el año anterior (un 46% de ellas han recibido más del 10% de voto en contra en 2023 frente a un 39% en 2022). En el Top 40 del Mercado Continuo, las propuestas relativas a aumentos de capital han sido las que han recibido una mayor proporción de voto en contra (un 33% de ellas ha recibido más del 10% de voto en contra) triplicándose la oposición con respecto al año 2022.

- En cuanto a las **cuestiones relativas al consejo de administración**, cabe destacar lo siguiente:
 - El número de propuestas relativas a la ratificación, nombramiento o reelección de consejeros con más de 10% de voto en contra aumenta, progresivamente, con respecto a los dos últimos años en el Ibex-35 (29 propuestas en 2023 frente a 23 en 2022 y 18 en 2021). Por el contrario, el número de propuestas con más de 10% de voto en contra disminuye, considerablemente, en las compañías del Top 40 del Mercado Continuo (16 propuestas en 2023 frente a 29 en 2022).
 - En julio de 2023, más de la mitad de los presidentes de las compañías del Ibex-35 eran consejeros ejecutivos (53%) y, en ocho de estas compañías, el presidente era, a su vez, el primer ejecutivo. Solo un 15% de los presidentes del Ibex-35 eran 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, pues un total de 13 compañías tienen los cargos unificados.
 - Durante la Temporada de Juntas 2023, los consejeros ejecutivos son los que han obtenido el mayor nivel de votos favorables tanto en las compañías del Ibex-35 (97,58% de nivel de apoyo medio) como en las del Top 40 del Mercado Continuo (97,86% de nivel de apoyo medio). Este año, destaca el menor nivel de apoyo a los consejeros independientes con respecto al 2022 tanto en las compañías del Ibex-35 como del Top 40 del Mercado Continuo.
 - Al igual que en años anteriores, se mantiene la tendencia creciente de la presencia de mujeres en los consejos de administración de las compañías españolas.
- Por último, en materia de **modificación del capital social**, el porcentaje medio de votos en contra en las propuestas de aumento de capital se ha mantenido estable tanto en las compañías del Ibex-35 como en las del Top 40 del Mercado Continuo, con un ligero aumento en ambos casos.

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





2

Análisis de la Temporada de Juntas de 2023 en el IBEX-35 y en el Top 40 del Mercado Continuo

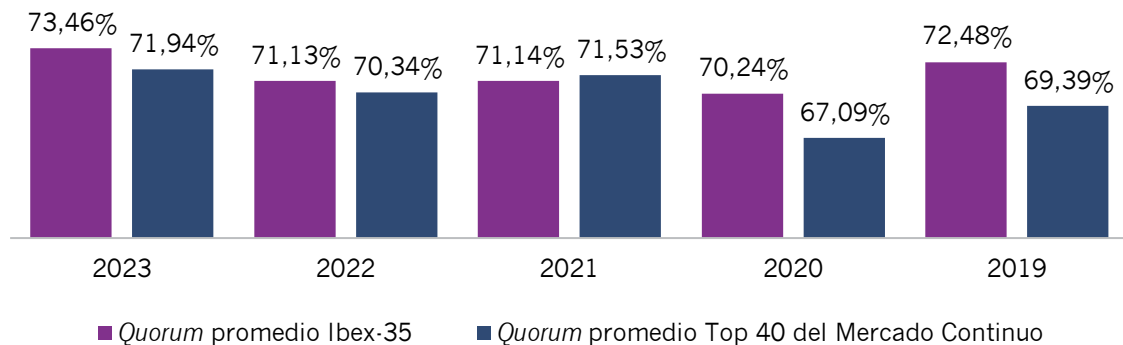
2 ANÁLISIS DE LA TEMPORADA DE JUNTAS DE 2023 EN EL IBEX-35 Y EN EL TOP 40 DEL MERCADO CONTINUO

2.1. NIVEL DE PARTICIPACIÓN

En la Temporada de Juntas 2023, el *quorum*⁵ medio de las compañías del Ibex-35 y del Top 40 del Mercado Continuo se incrementa con respecto a 2022. El *quorum* medio crece en más de dos puntos en las compañías del Ibex-35 (situándose en 73,46%) y en un punto y medio en las compañías del Top 40 del Mercado Continuo, situándose en 71,94%.

Si tenemos en cuenta los datos históricos, este ha sido el nivel más alto de participación de los últimos 5 años tanto en las compañías del Ibex-35 como del Top 40 del Mercado Continuo. Las compañías que han experimentado un mayor incremento en el *quorum* han sido aquellas en las que los inversores institucionales activos en gobierno corporativo han aumentado su participación en el capital social de manera sustancial.

Ibex-35 y Top 40 del Mercado Continuo:
evolución del promedio del *quorum* 2019-2023



Los siguientes gráficos reflejan el nivel de participación en la Temporada de Juntas 2023 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 compañía.⁶

Con este análisis se pretende mostrar la importancia que tiene el voto del capital flotante en las compañías de capital atomizado. La movilización del voto del capital flotante depende, entre otros, de:

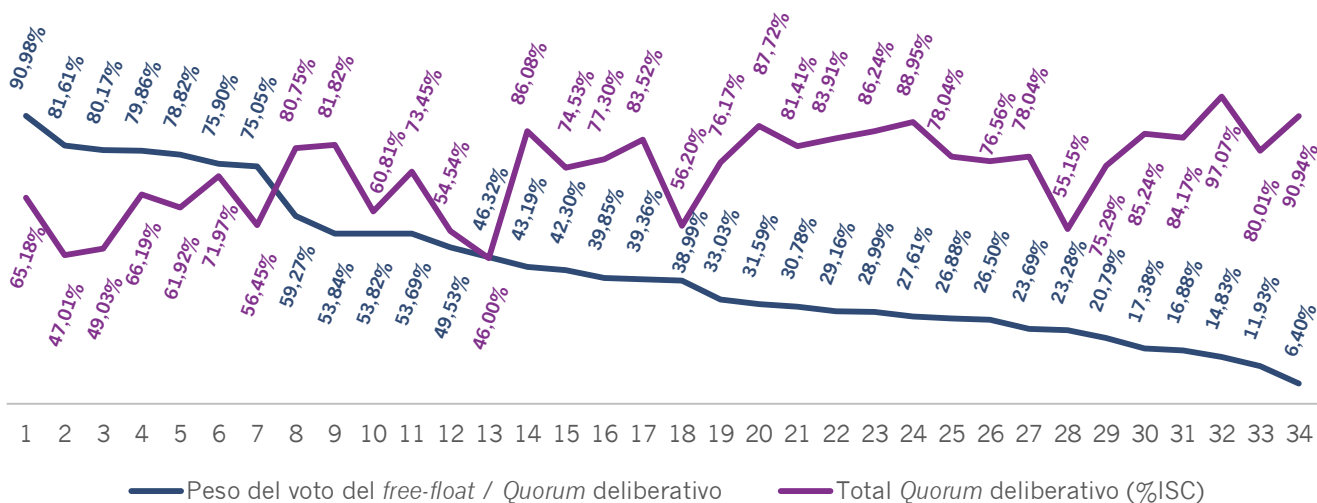
- i) Las iniciativas llevadas a cabo por las compañías para mejorar la relación con sus inversores. En este sentido, debemos recalcar la importancia de desarrollar actividades que fomenten la comunicación entre ambas partes (p.ej., *engagements* o *roadshows*).
- ii) La política de voto de los inversores, que determinará su proactividad a la hora de votar o no en las juntas.

5 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.

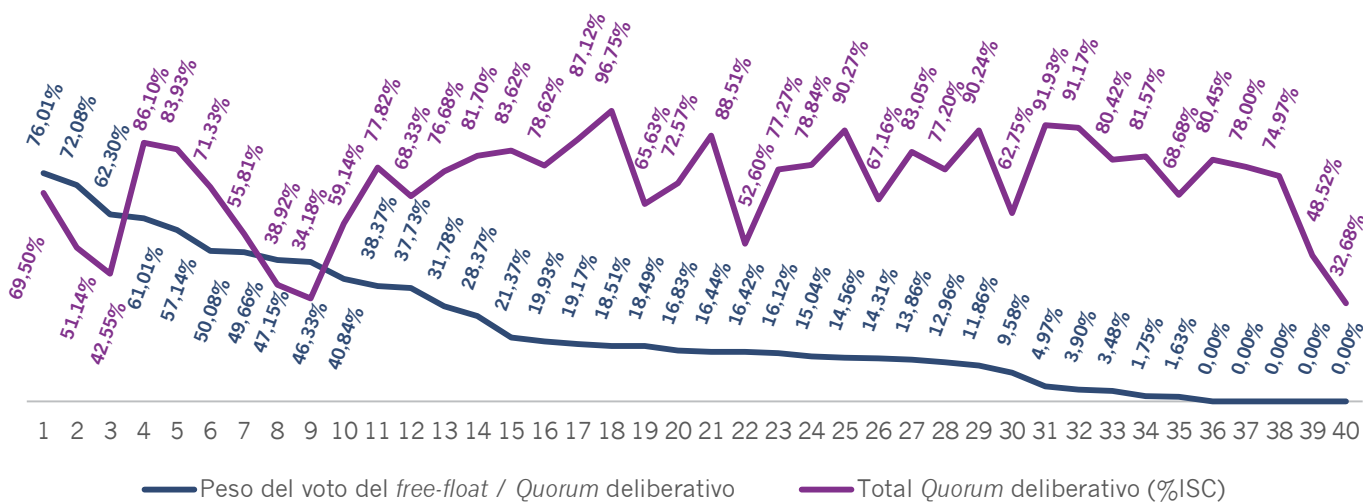
6 La metodología seguida para el cálculo del capital flotante ha sido la siguiente:

- i. Se ha tomado como punto de partida la información que las compañías divulgan en el Informe Anual de Gobierno Corporativo (IAGC).
- ii. Se ha asumido que todo lo que no forma parte del capital flotante es núcleo duro.
- iii. 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.
- iv. 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, hemos entendido que este ha votado con una posición parcial y que el capital flotante no ha participado.

Ibex-35: participación en la junta 2023



Top 40 del Mercado Continuo: participación en la junta 2023



Los gráficos reflejan cómo en algunas compañías (por ejemplo, la número 1 del gráfico del Ibex-35) el *quorum* (65,18%) está compuesto casi en su totalidad (90,98%) por inversores que forman parte del *free-float*. Por el contrario, en otras compañías con un porcentaje similar de *quorum* (por ejemplo, la número 10 del gráfico del Ibex-35 con un 60,81%) la participación del *free-float* (53,82%) ha sido mucho menor y el *quorum* ha estado compuesto, en su mayoría, por su núcleo duro. Otros ejemplos de este tipo de compañías serían los números 4 y 21 del gráfico del Top 40 del Mercado Continuo, que tienen un *quorum* similar (del 86,10% y 88,51%, respectivamente), a pesar de tener una movilización del *free-float* muy dispar (del 61,01% y del 16,44%, respectivamente).

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.

En febrero 2023, la CNMV aprobó un [Código de Buenas Prácticas de Inversores](#) con el objetivo de promover una mayor implicación de los accionistas en la vida de las sociedades en las que invierten. Se espera que este código tenga una repercusión positiva a la hora de incentivar el voto entre los inversores institucionales domésticos, que continúan siendo menos activos que los inversores institucionales internacionales en materia de gobierno corporativo.

2.2 CUESTIONES MÁS CONFLICTIVAS

Retribución del consejo

Los asuntos retributivos han vuelto a ser uno de los asuntos que han suscitado mayor escrutinio por parte de los inversores institucionales y los principales *proxy advisors* en las juntas de accionistas de las compañías cotizadas.

En la Temporada de Juntas 2023 ha crecido ligeramente el número de propuestas con más de un 10% de voto en contra en las compañías del Ibex-35 (38 propuestas en 2023 frente a 32 propuestas en 2022). Por el contrario, en las compañías del Top 40 del Mercado Continuo se ha mantenido la tendencia decreciente en el número de propuestas con más del 10% de voto en contra (23 propuestas en 2023 frente a 28 propuestas en 2022 y 38 en 2021).

Tal y como ocurrió en la pasada temporada de juntas, la mayor parte de las propuestas que han recibido una oposición relevante se referían a la aprobación del IARC. En el Ibex 35, 18 de las 34 compañías analizadas han tenido un nivel de disidencia por encima del 10%. En el Top 40 del Mercado Continuo la oposición ha sido menor y solo 11 de las compañías analizadas han obtenido un nivel de disidencia superior al 10%.

Si bien las compañías españolas han mejorado sus modelos retributivos a través de la implementación de planes adecuados que responden a las necesidades y expectativas del mercado, deberán continuar trabajando para afrontar los grandes retos que se plantean en este ámbito.

Reelección, nombramiento y ratificación de consejeros

Al igual que el año pasado, la reelección, nombramiento y ratificación de consejeros ha suscitado gran controversia entre los inversores institucionales. En el Ibex-35 el número de propuestas con más de 10% de voto en contra ha aumentado respecto a los últimos dos años (29 propuestas en 2023 frente a 23 en 2022 y 18 en 2021), si bien ha de advertirse que este incremento se debe, principalmente, a que el número de propuestas ha sido mayor en la Temporada de Juntas de 2023 que en los años anteriores. Por el contrario, en el Top 40 del Mercado Continuo, el número de propuestas con más de 10% de voto ha disminuido considerablemente (16 propuestas en 2023 frente a 29 en 2022).

Adicionalmente, la penalización a los consejeros por no haber abordado correctamente el alto nivel de disidencia recibido en la junta anterior —esto es, por falta de *accountability*— es cada vez mayor.



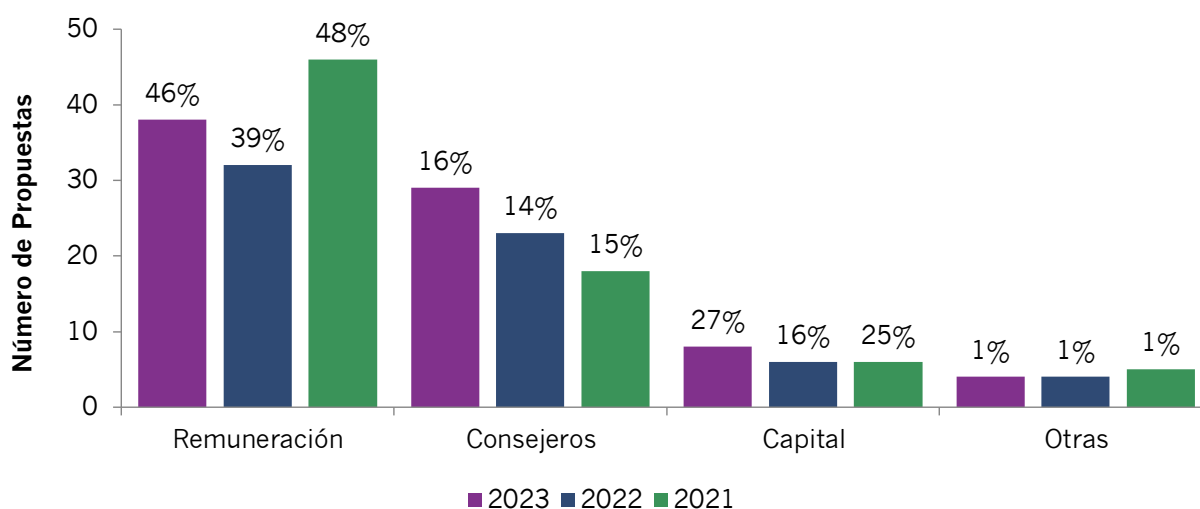
Ibex-35

En la Temporada de Juntas 2023, un total de 79 propuestas obtuvieron más del 10% de oposición⁷, lo que implica un aumento con respecto al año anterior (65 propuestas en 2022).

Si analizamos las temáticas de las propuestas presentadas, la oposición ha aumentado, proporcionalmente, en todas ellas siendo, una vez más, las relativas a la retribución del consejo las que han recibido mayor proporción de voto en contra (un 46% de ellas han recibido más del 10% de voto en contra en 2023 frente a un 39% en 2022).

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 la correspondiente 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 del 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 2023.

Top 40 del Mercado Continuo

En la Temporada de Juntas 2023 un total de 46 propuestas recibieron más del 10% de oposición, número muy inferior al del año anterior (70 propuestas). Esta disminución se explica, principalmente, porque el número de propuestas que se han sometido a la aprobación de junta este año ha sido menor (530 en 2023 frente a las 628 del 2022), si bien proporcionalmente el porcentaje de oposición sobre el total de propuestas ha sido inferior este año (8% en 2023 en comparación con un 11% en 2022).

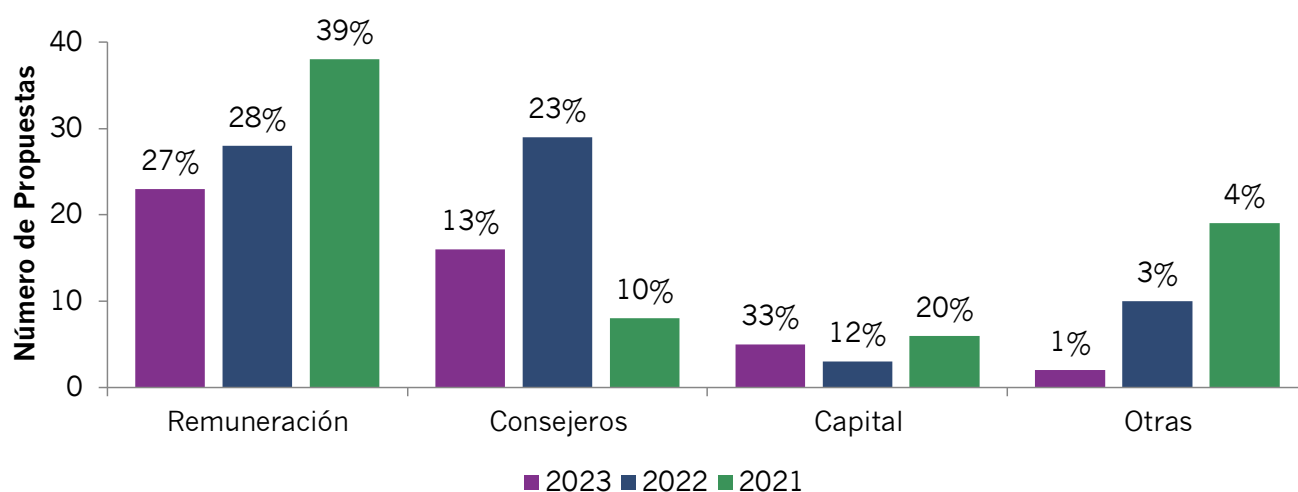
Este año, las propuestas relativas a aumentos de capital han sido las más penalizadas (un 33% de ellas han recibido más del 10% de voto en contra) triplicándose la oposición con respecto al año 2022. La penalización ha afectado principalmente a propuestas de autorización al consejo para aumentar capital hasta el 20% con exclusión de los derechos de suscripción preferente. El CBG señala que las compañías deberían hacer un uso limitado de estos supuestos de "capital autorizado". En la práctica, aunque el art. 506.1 LSC autoriza al consejo a acordar un aumento por un importe equivalente al 20% del capital en el momento de la autorización, ISS y algunos inversores institucionales extranjeros son más exigentes y fijan un umbral del 10%.

⁷ Incluye todos los puntos del orden del día que han recibido un porcentaje de voto menor al 90% del *quorum*.

Por el contrario, disminuye casi a la mitad la proporción de voto en contra en las propuestas relativas a la reelección, nombramiento y ratificación de consejeros, pasando de un 23% en 2022 a un 13% en 2023. Con respecto a las propuestas relativas a la retribución del consejo, se observa una ligera disminución en la proporción de voto en contra con respecto al año anterior (un 27% de ellas han recibido más del 10% de voto en contra frente al 28% en el 2022).

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 la correspondiente 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 2023.

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, este *proxy advisor* ha emitido un total de 36 recomendaciones no favorables, en línea con el año anterior (37 recomendaciones negativas).

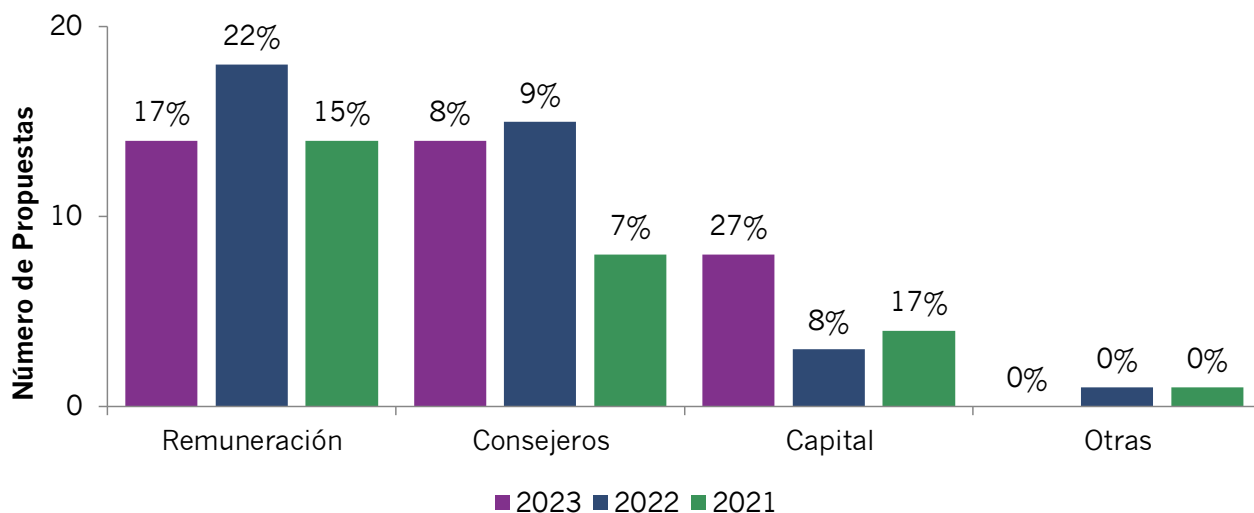
Tanto en el Ibex-35 como en el Top 40 del Mercado Continuo, en términos porcentuales, las propuestas de aumento y reducción de capital son las que han recibido la mayor proporción de recomendaciones de voto en contra (el 27% y 47% de las propuestas en esta materia, respectivamente).

En términos numéricos, en el Ibex-35, el mayor número de recomendaciones de voto no favorables se ha centrado en la retribución del consejo y en la reelección, nombramiento y ratificación de consejeros con 14 recomendaciones, respectivamente (el 17% de sus recomendaciones de voto en temas de retribución de consejo y el 8% de sus recomendaciones sobre reelección, nombramiento y ratificación de consejeros). Esto supone una ligera disminución en ambos casos con respecto al año anterior: 18 y 15 recomendaciones de voto en contra respectivamente.

En el Top 40 del Mercado Continuo, el mayor número de recomendaciones de voto no favorables se ha centrado en la reelección, ratificación y nombramiento de consejeros, con un total de 31 recomendaciones en contra (25% de sus recomendaciones sobre reelección, nombramiento y ratificación de consejeros). Esto supone una considerable disminución con respecto al año anterior: 44 recomendaciones en contra en 2022 (34% de sus recomendaciones sobre reelección, nombramiento y ratificación de consejeros).

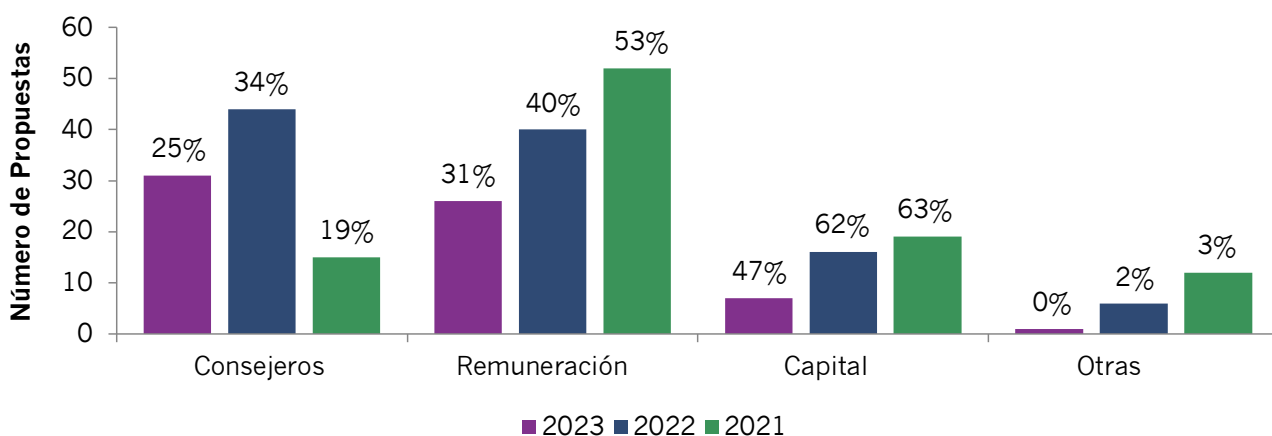
En el siguiente gráfico se muestra el número de recomendaciones en contra de ISS por materia, indicando el porcentaje que representan sobre el total de las recomendaciones de voto de este asesor en cada materia.

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 para 2023.

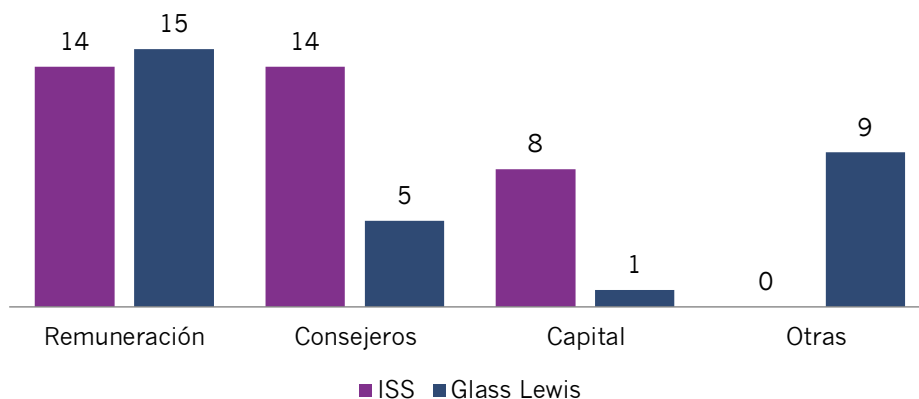
Top 40 del Mercado Continuo: número de propuestas con recomendaciones en contra de ISS y proporción sobre el total de recomendaciones por categoría



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 para 2023.

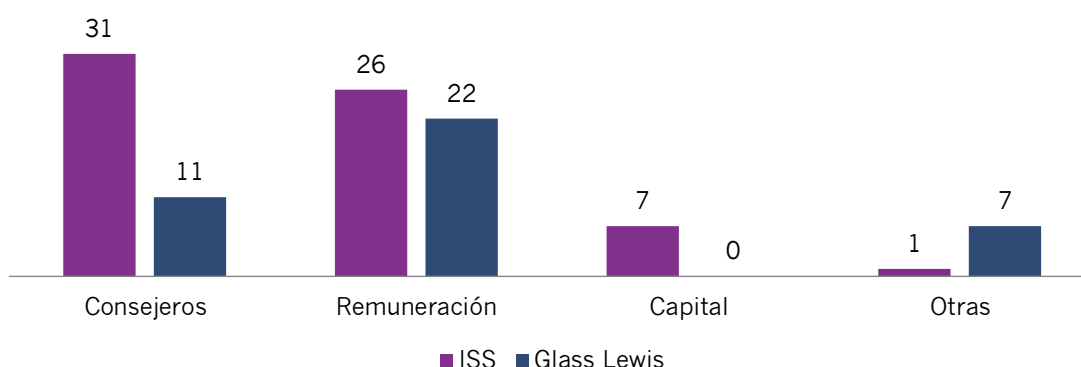
Si comparamos las recomendaciones de voto de ISS y Glass Lewis en el Ibex-35, Glass Lewis ha emitido un menor número de recomendaciones no favorables (30) en la Temporada de Juntas 2023. Esta circunstancia también se dio en los años anteriores.

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



En el Top 40 del Mercado Continuo, ISS ha emitido un total de 65 recomendaciones contrarias frente a las 40 de Glass Lewis.

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



2.2.1 Consejo de administración

En relación con la estructura de los consejos de administración, los aspectos clave han vuelto a ser la independencia, la diversidad y la rendición de cuentas de los consejeros. Específicamente:

- 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*) incluso cuando no sea legalmente exigible porque el presidente no tenga carácter ejecutivo⁸, y (iv) un 100% de independencia en las comisiones clave; auditoría, nombramiento y retribuciones.

⁸ De acuerdo con el art. 529 septies LSC, "En caso de que el presidente tenga la condición de consejero ejecutivo, el consejo de administración, con la abstención de los consejeros ejecutivos, deberá nombrar necesariamente a un consejero coordinador entre los consejeros independientes...".

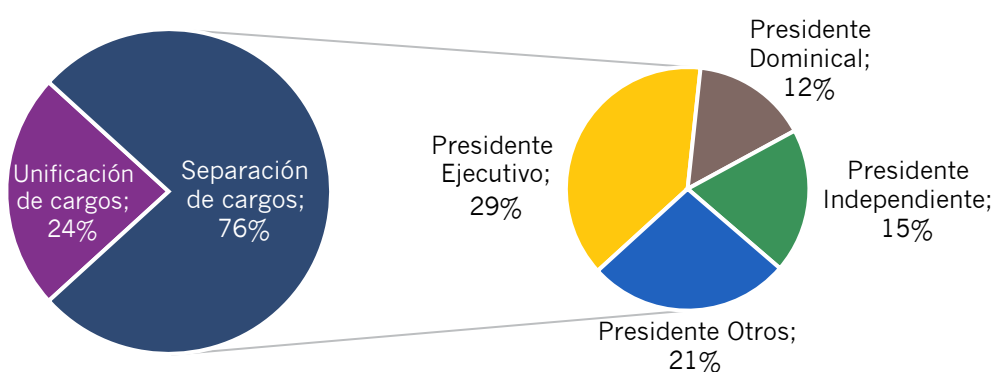
- Una **composición diversa** del consejo, donde la perspectiva de diversidad de género ha sido especialmente relevante para los inversores institucionales y *proxy advisors* en esta temporada de juntas. La razón es que el CBG recomendaba que el umbral de mujeres alcanzase el 40% antes de finalizar el 2022 (Recomendación 15) lo que motivó a Glass Lewis, por ejemplo, a incrementar en sus políticas específicas de voto para el mercado español el umbral de diversidad de género al 40%.
- Una mayor exigencia al órgano de administración en su **responsabilidad y rendición de cuentas (accountability)**. En esta temporada de juntas algunos consejeros han vuelto a ser penalizados por ciertas prácticas llevadas a cabo por la compañía como, por ejemplo, la falta de respuesta a las preocupaciones de los inversores en materia retributiva o la falta de diversidad e independencia en el consejo. Tanto los *proxy advisors* como los inversores institucionales incluyen cada vez mayor detalle sobre este ejercicio de *accountability* en sus políticas de voto. En algunas ocasiones llegan a especificar cuáles de los cargos del consejo serán considerados responsables de determinadas prácticas y, por tanto, quiénes pueden ser objeto de penalización en la junta.

A continuación se analiza 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

La tipología de presidente en las empresas del Ibex-35 se mantiene invariable con respecto al año anterior y, a julio de 2023, ocho de las 34 compañías del Ibex-35 analizadas (el 24% de la muestra) tenían los cargos de presidente y consejero delegado unificados. Las 26 compañías restantes contaban con un presidente del consejo y un consejero delegado distinto, si bien en diez de ellas el presidente desempeñaba funciones ejecutivas. No obstante, de acuerdo con los estándares internacionales, aunque el presidente sea un consejero ejecutivo se entiende que la existencia de un consejero delegado sirve como medida de contrapeso. En concreto, se considera que la presencia de un consejero delegado, con facultades y funciones diferenciadas de las del presidente del consejo, evita una excesiva concentración de poder.

Ibex-35: unificación vs. separación de cargos entre el presidente y consejero delegado 2023

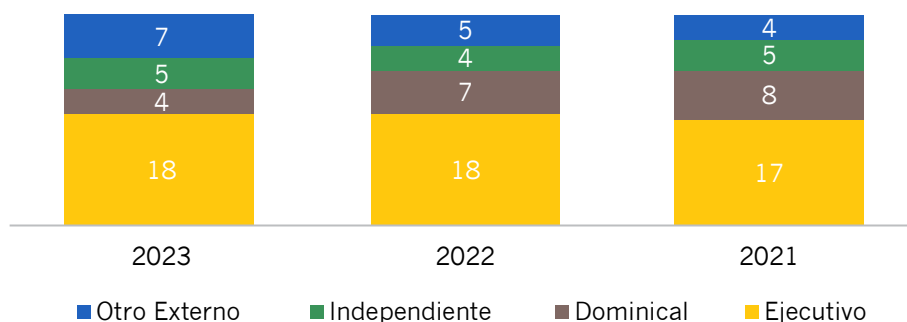


En la Temporada de Juntas 2023 se sometió a votación la reelección de dos consejeros delegados que, a su vez, eran presidentes del consejo⁹. Una de las propuestas recibió una recomendación de voto en contra por parte de ISS. Por su parte, Glass Lewis recomendó a los inversores votar a favor de ambas propuestas. En las respectivas juntas de accionistas ambas propuestas recibieron un porcentaje de voto favorable superior al 90%.

9 Datos recopilados a partir de la información publicada por las compañías en sus propuestas de acuerdo.

En cuanto a la tipología de los presidentes de los consejos del Ibex-35, poco más de la mitad son consejeros ejecutivos (53%). Únicamente un 15% de los presidentes son consejeros independientes.

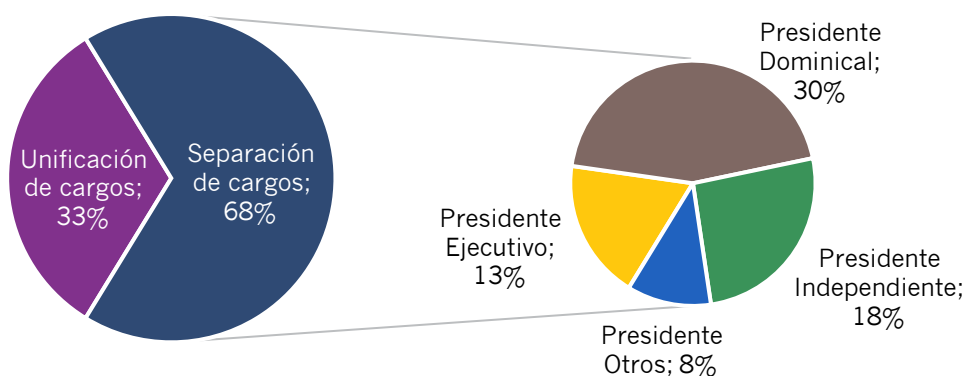
Ibex-35: presidentes del consejo según su tipología



En el Top 40 del Mercado Continuo, tal y como se ha observado en años anteriores, el número de empresas con los cargos de presidente y consejero delegado unificados es mayor que en las compañías del Ibex-35. De las empresas contempladas en el análisis:

- 13 tienen los cargos unificados (el 33% de la muestra).
- De las 27 empresas que tienen los cargos separados (el 68% de la muestra), cinco tienen presidentes ejecutivos.

Top 40 Mercado Continuo: unificación vs. separación de cargos entre el presidente y consejero delegado 2023



En la Temporada de Juntas 2023, en el Top 40 del Mercado Continuo se sometió a votación la reelección de dos consejeros que tienen los cargos de presidente y consejero delegado unificados¹⁰. En las dos compañías se recibió una recomendación contraria por parte de ISS. Por el contrario, Glass Lewis emitió recomendaciones positivas para las dos reelecciones. El respaldo a estas propuestas en sus respectivas juntas de accionistas fue del 89,94% y del 93,22%.

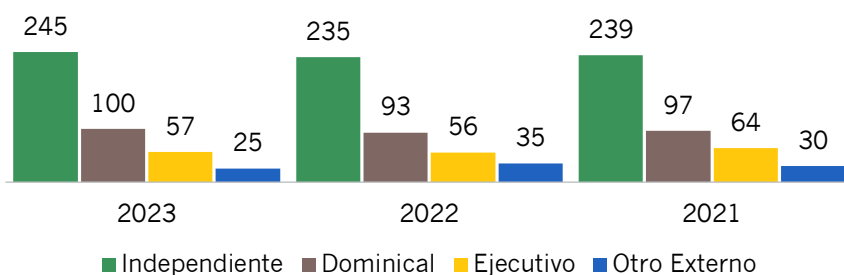
¹⁰ Datos recopilados a partir de la información publicada por las compañías en sus propuestas de acuerdo.

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

Al igual que en años anteriores, la independencia en los consejos de administración continúa siendo uno de los aspectos de mayor preocupación para los inversores institucionales y *proxy advisors*. 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 CBG en su Recomendación 17.

En las compañías del Ibex-35, en 2023, 245 de los 427 consejeros eran independientes, lo que representa más de la mitad del total de consejeros, siguiendo la tendencia de los años anteriores.

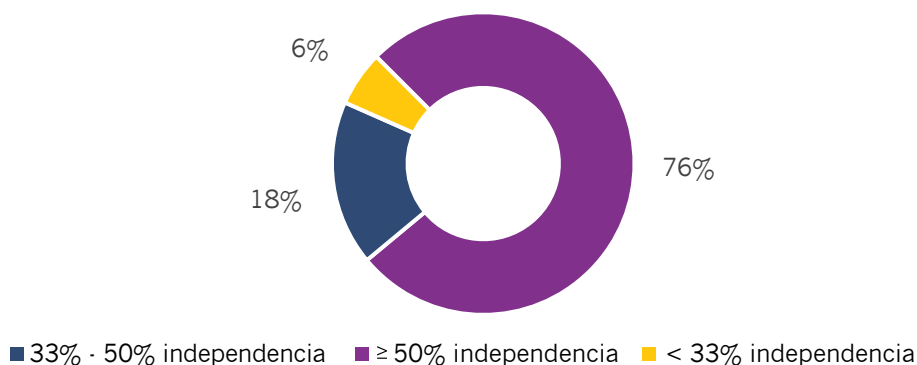
Ibex-35: evolución de la estructura de los consejos de administración



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

- 26 compañías, que representan un 76% de las sociedades analizadas, tienen más de un 50% de independencia en sus consejos. Este umbral es superior al del año pasado, donde el porcentaje fue del 68%.
- Seis compañías, que representan el 18% de las sociedades analizadas, tienen un nivel de independencia entre el 33% y el 50%. Este porcentaje disminuye con respecto al año anterior.
- Dos compañías, que representan el 6% de las sociedades analizadas, no alcanzan un umbral de independencia del 33%, manteniéndose la tendencia del año pasado.

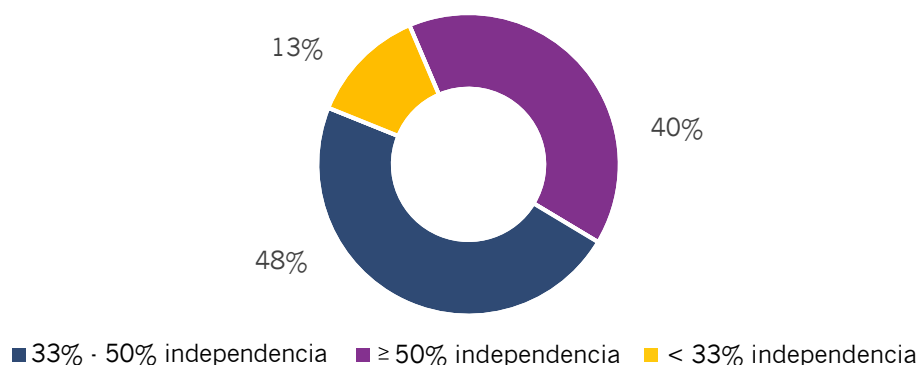
Ibex-35: independencia en los consejos de administración



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

- 16 compañías, que representan un 40% de las sociedades analizadas, tienen más de un 50% de independencia en sus consejos. Este umbral se reduce en tres puntos con respecto al año anterior.
- 19 compañías, que representan el 48% de la muestra, tienen un nivel de independencia entre el 33% y el 50%, lo que representa un incremento con respecto al año pasado.
- Cinco compañías que representan el 13% de la muestra, no alcanza un umbral de independencia del 33%. Esto supone una disminución de siete puntos porcentuales respecto del ejercicio 2022.

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



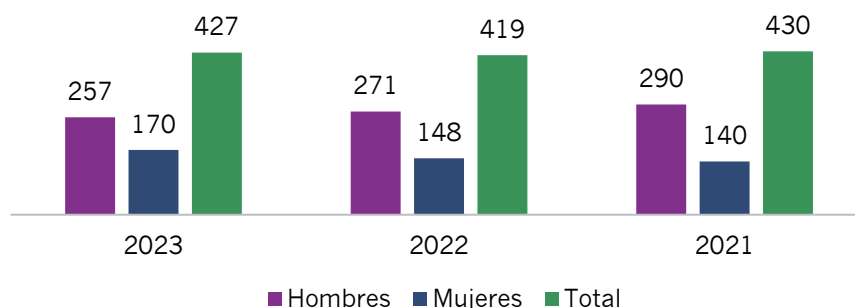
Evolución de la diversidad de género en los consejos del Ibex-35 y del Top 40 del Mercado Continuo

Diversidad

La diversidad dentro del consejo de administración es un tema en el que los inversores institucionales hacen cada vez más hincapié, siendo un asunto relevante, en las reuniones que estos mantienen con las compañías cotizadas. Como hemos mencionado anteriormente, la Recomendación 15 CBG aconseja que los consejos de administración estén formados por, al menos, un 40% de mujeres, lo que ha constituido un reto para muchas compañías cotizadas durante esta Temporada de Juntas 2023.

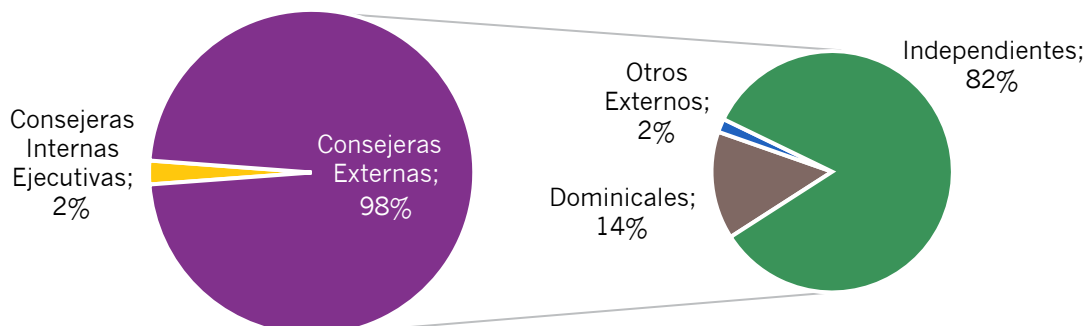
Al igual que en años anteriores, se mantiene la tendencia creciente en la presencia de mujeres en los consejos de administración del Ibex-35. En julio 2021 había un total de 140 mujeres que representaban un 33% de los consejeros, en julio 2022, 148 mujeres que representaban un 35% y, en julio 2023, 170 mujeres que representan un 40%. En la fecha en la que se elabora este informe, solamente dos compañías del Ibex-35 tienen un porcentaje de mujeres en el consejo inferior al 30%.

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



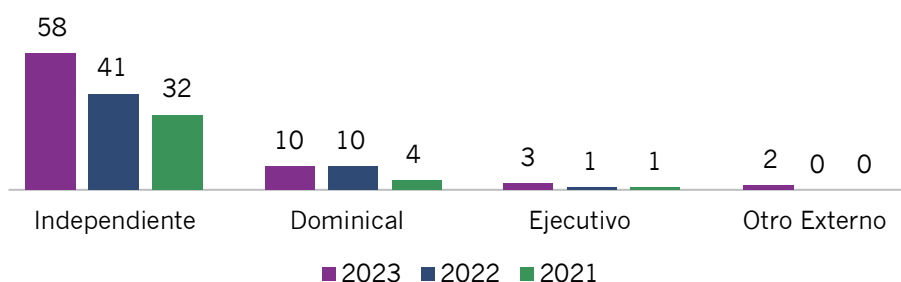
Como podemos observar en el siguiente gráfico, de las 170 consejeras del Ibex-35, un 98% son consejeras externas, en su mayoría (un 82%) independientes.

Ibex-35: categoría consejeras tras la Temporada de Juntas 2023



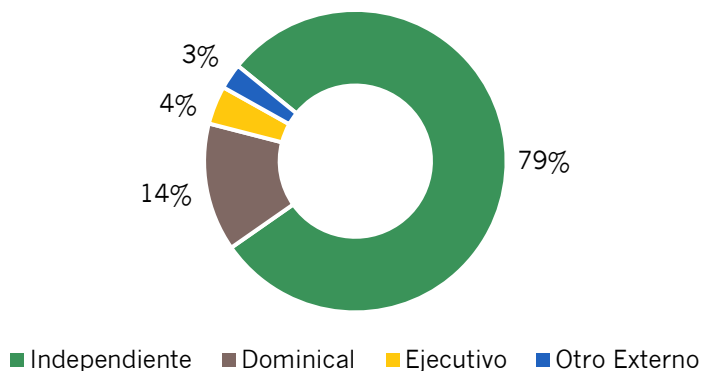
En el Ibex-35, durante la Temporada de Juntas 2023, se sometió a votación el nombramiento, ratificación o reelección de 167 consejeros, de los cuales 73 eran mujeres (44%). El promedio de votos a favor del nombramiento, ratificación y reelección de consejeras en 2023 fue de un 96,18%, superior al del 2022, que había sido de un 95,98%.

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



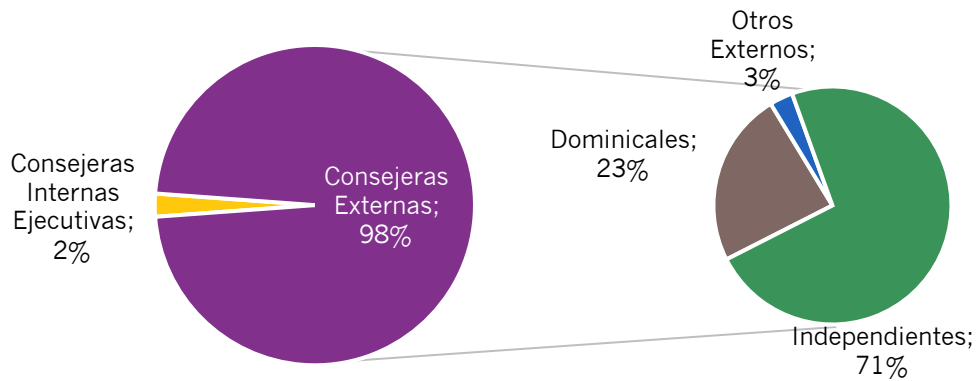
Al igual que en el 2022, un 79% de las consejeras propuestas por las compañías del Ibex-35 fueron clasificadas como independientes. Si analizamos la tipología de los consejeros sometidos a nombramiento, ratificación y reelección, el número de consejeros independientes fue mucho menor que el de consejeras independientes. En concreto, de los 94 consejeros propuestos en 2023, 44 (un 47%) fueron consejeros independientes, porcentaje superior al del año anterior (40%).

Ibex-35: tipo de consejeras sometidas a nombramiento, reelección y ratificación en 2023



En los consejos de administración del Top 40 del Mercado Continuo hay 129 mujeres, que representan el 34% del número total de consejeros. De ellas, un 98% son consejeras externas, de las cuales un 71% 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 (23%) que en los del Ibex-35 (14%). Esta diferencia se explica por la distinta estructura accionarial de las compañías del Ibex-35 y del Top 40 del Mercado Continuo.

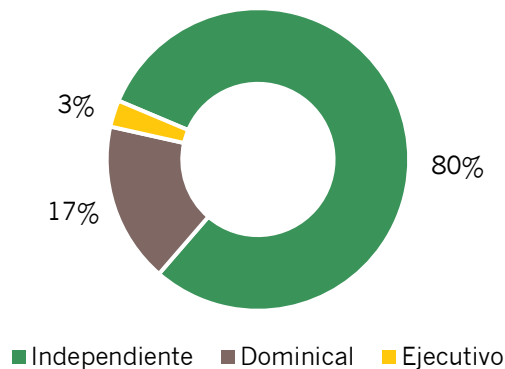
Top 40 del Mercado Continuo: categoría consejeras tras la Temporada de Juntas 2023



Durante la Temporada de Juntas 2023, en el Top 40 del Mercado Continuo se ha sometido a votación el nombramiento, ratificación o reelección de 97 consejeros, de los cuales 35 eran mujeres (36%), porcentaje similar al del año anterior. El promedio de votos a favor fue de un 96,72%.

Este año, un 80% de las consejeras propuestas han sido clasificadas como independientes, un 17% dominicales y un 3% ejecutivas.

Top 40 del Mercado Continuo: tipo de consejeras sometidas a nombramiento, reelección y ratificación en 2023



Independencia de las comisiones

La independencia en el consejo y en sus comisiones delegadas es un aspecto clave para los inversores institucionales y *proxy advisors*.

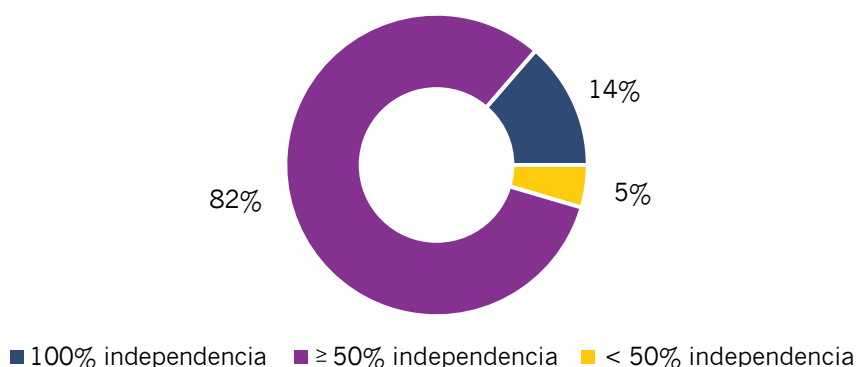
Existe un consenso entre la comunidad de inversores institucionales extranjeros de exigir una mayoría de independientes en las comisiones clave (nombramientos, retribuciones y auditoría). Inversores como Amundi o Vanguard indican en sus políticas que la comisión de nombramientos y retribuciones debería estar compuesta en su mayoría por consejeros no ejecutivos. Otros inversores, con políticas más estrictas, exigen que las comisiones clave estén únicamente compuestas por consejeros independientes. Por ejemplo, BlackRock indica en sus políticas de voto que la comisión de auditoría debería estar compuesta exclusivamente por consejeros independientes, incluso en mercados donde no se exige legalmente.

El CBG aconseja que las sociedades del Ibex-35 separen la comisión de nombramientos de la comisión de retribuciones (Recomendación 46) y que las dos estén compuestas por una mayoría de consejeros independientes (Recomendación 47).

De las 34 compañías del Ibex-35 que forman parte de este estudio, 22 compañías (un 35%) han separado estas comisiones. De ellas, seis son entidades financieras que, por ley, deben tener dos comisiones diferentes de nombramientos y de retribuciones.

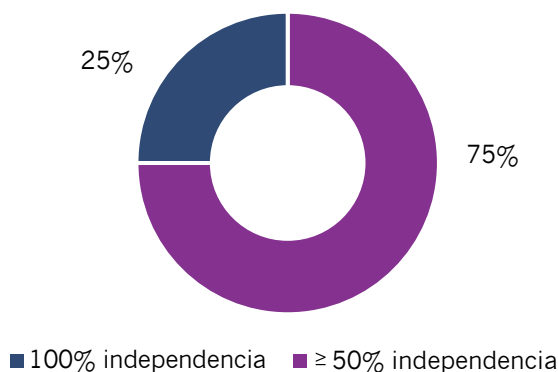
De las 22 compañías del Ibex-35 que no han separado la comisión de retribuciones de la comisión de nombramientos, una no cuenta con el umbral mínimo del 50% de independencia requerido por el mercado mientras que tres de ellas (14%) cuentan con un 100% de independencia.

Compañías del Ibex-35 con comisiones de nombramientos y retribuciones unificadas

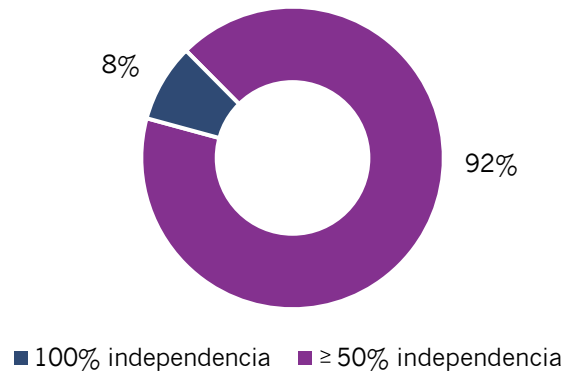


En las compañías que separan las comisiones de nombramientos y retribuciones, se observa un mayor nivel de independencia en la comisión de retribuciones: tres compañías (25%) tienen un 100% de independientes en la comisión de retribuciones mientras que únicamente una compañía (8%) tiene un 100% de independientes en la comisión de nombramientos.

Ibex-35: Independencia en la comisión de retribuciones

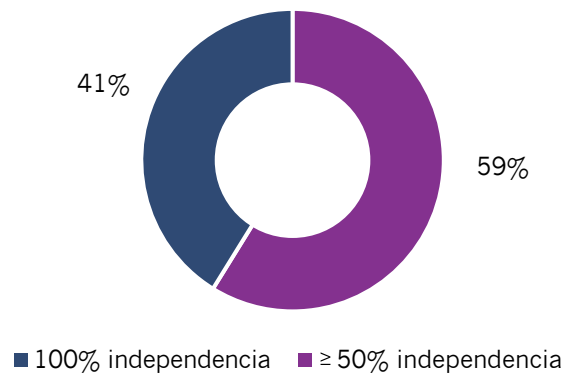


Ibex-35: independencia en la comisión de nombramientos



Por el contrario, en la comisión de auditoría, son 14 las compañías del Ibex-35 que tienen un 100% de independencia, en línea con las exigencias del mercado.

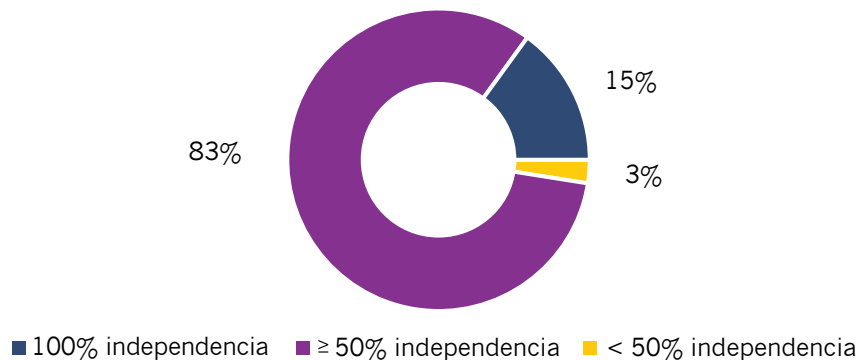
Ibex-35: independencia en la comisión de auditoría



La Recomendación 46 CBG se dirige solo a “compañías de elevada capitalización” (esto es, a las sociedades del Ibex-35). En la práctica, todas las compañías del Top 40 del Mercado Continuo que hemos analizado cuentan con una sola comisión de nombramientos y retribuciones.

En relación con el nivel de independencia en las comisiones, una de las compañías cuenta con un porcentaje de independencia inferior al 50% tanto en la comisión de nombramientos y retribuciones como en la comisión de auditoría, y seis compañías cuentan con un nivel de independencia del 100%, en ambas comisiones.

Top 40 del Mercado Continuo: independencia en la comisión de nombramientos y retribuciones



Top 40 del Mercado Continuo:
independencia en la comisión de auditoría



■ 100% independencia ■ ≥ 50% independencia ■ < 50% independencia



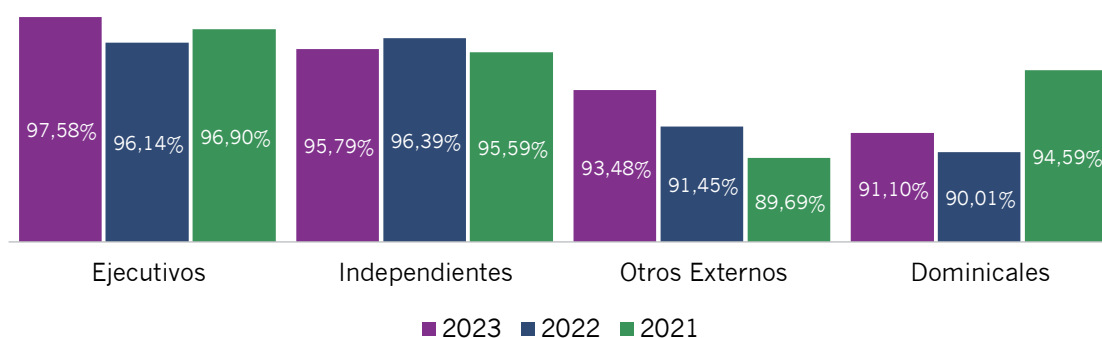
2.2.2 Resultados de las votaciones en propuestas vinculadas al consejo de administración y evolución en los últimos tres años

A continuación se presenta el nivel de apoyo histórico otorgado a las propuestas de nombramiento, ratificación y reelección de consejeros y consejeras en las empresas del Ibex-35 y del Top 40 del Mercado Continuo, distinguiendo por categorías de consejero.

Durante la Temporada de Juntas 2023, los consejeros ejecutivos son los que han obtenido el mayor nivel de votos favorables en las compañías del Ibex-35 y del Top 40 del Mercado Continuo. Si comparamos estos resultados con los del año anterior, resalta el menor respaldo a los consejeros clasificados como “independientes” por parte de los inversores institucionales. Esta disminución en el nivel de apoyo a los consejeros independientes se explica, fundamentalmente, por el elevado porcentaje de voto en contra que ha tenido una compañía del Ibex-35 en la ratificación de sus consejeros independientes.

Por el contrario, se observa un considerable aumento en el nivel de apoyo a los consejeros clasificados como dominicales y “otros externos” con respecto al año 2022.

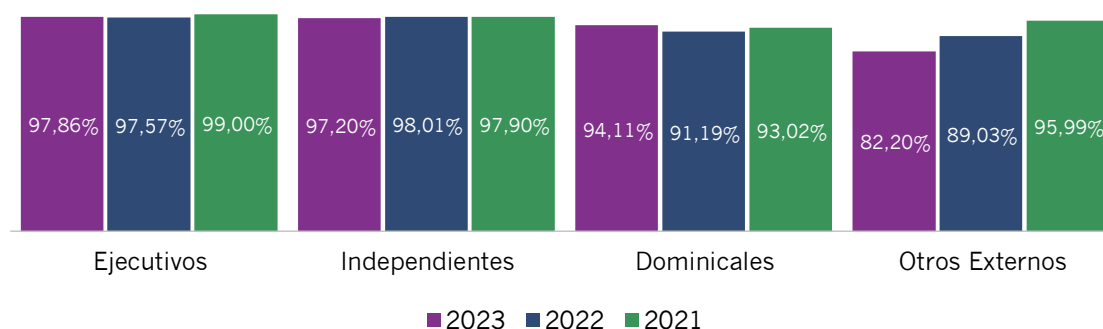
Ibex-35: nivel de apoyo medio por tipo de consejero



Nota: A efectos aclaratorios, se ha ordenado, de mayor a menor, en función del nivel de apoyo medio por tipo de consejero para el 2023.

En el Top 40 del Mercado Continuo, se aprecia un considerable aumento en el nivel de apoyo promedio de los consejeros dominicales. Los consejeros denominados “otros externos” son los que menor apoyo han recibido durante la Temporada de Juntas 2023, en línea con los años anteriores.

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 2023.

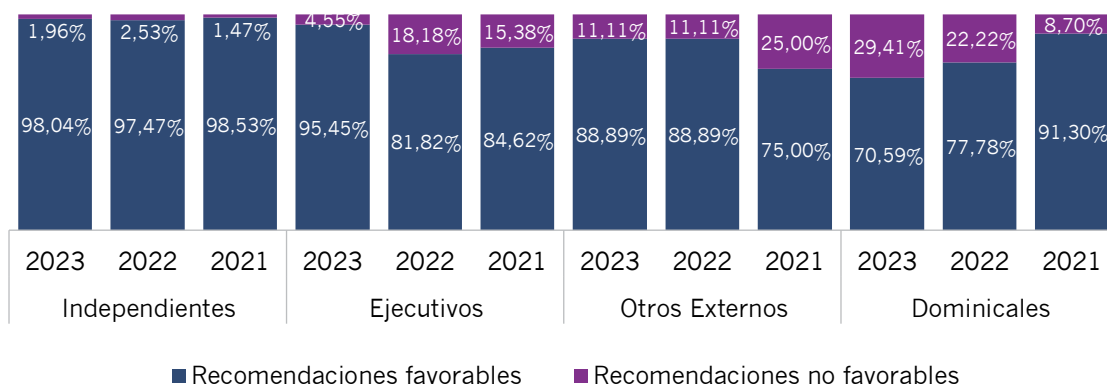
Recomendaciones de los proxy advisors por tipo de consejero

Durante la Temporada de Juntas 2023, ISS emitió un total de 14 recomendaciones en contra del nombramiento, ratificación o reelección de consejeros de un total de 167 resoluciones para las compañías del Ibex-35. Esto representa el 8% de las resoluciones de esta categoría, porcentaje inferior al del año 2022 (10%).

En el siguiente gráfico se refleja la distribución de recomendaciones de voto por tipo de consejero en los últimos 3 años y se aprecia:

- Una considerable reducción en las recomendaciones en contra de los consejeros ejecutivos (de 13,64 puntos porcentuales con respecto al año anterior).
- Un repunte de las recomendaciones en contra de los consejeros dominicales (29,41%) respecto a 2021 (8,70%). No obstante, este incremento sigue siendo notablemente inferior al del ejercicio 2020 (57,14%), 2019 (30,77%) y 2018 (35,71%). En el año 2022, el porcentaje de recomendaciones en contra fue del 22,22%.
- Una ligera reducción en las recomendaciones en contra de los consejeros independientes (de 0,57 puntos porcentuales con respecto al año 2022).
- Una estabilidad en el porcentaje de recomendaciones en contra de los consejeros con la categoría “otros externos”, que fue del 11,11% tanto en 2023 como en 2022.

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

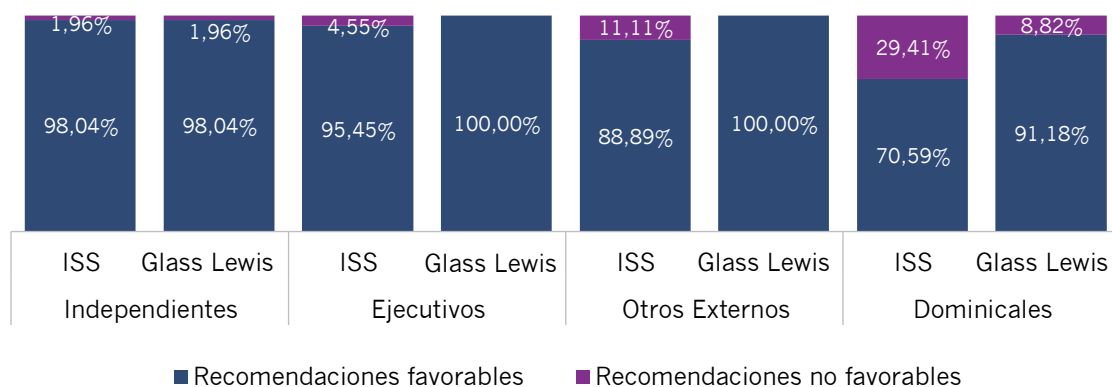


Nota: A efectos aclaratorios, se ha ordenado, de mayor a menor, en función del nivel medio de recomendación favorable del proxy advisor por tipo de consejero para el 2023.



Por su parte, el *proxy advisor* Glass Lewis emitió cinco recomendaciones en contra en materia de consejo durante la Temporada de Juntas 2023 en línea con el año anterior.

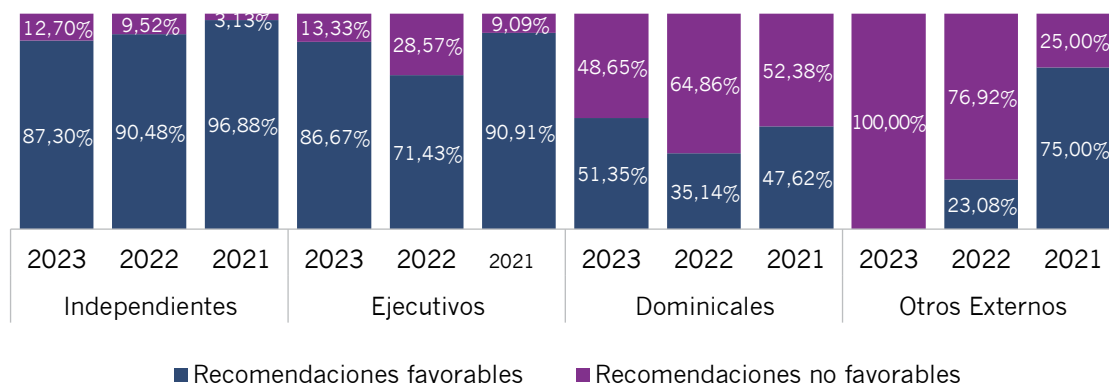
Ibex-35: recomendaciones de voto por *proxy advisor* por tipo de consejero



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 2023.

El siguiente gráfico analiza 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 2023 se sometieron a votación 118 resoluciones relativas al nombramiento, ratificación o reelección de consejeros. De ellas, 31 recibieron una recomendación de voto en contra por parte de ISS, lo que representa el 26% de estas resoluciones. Más de la mitad de estas resoluciones no favorables afectaban a consejeros dominicales, en línea con el año anterior.

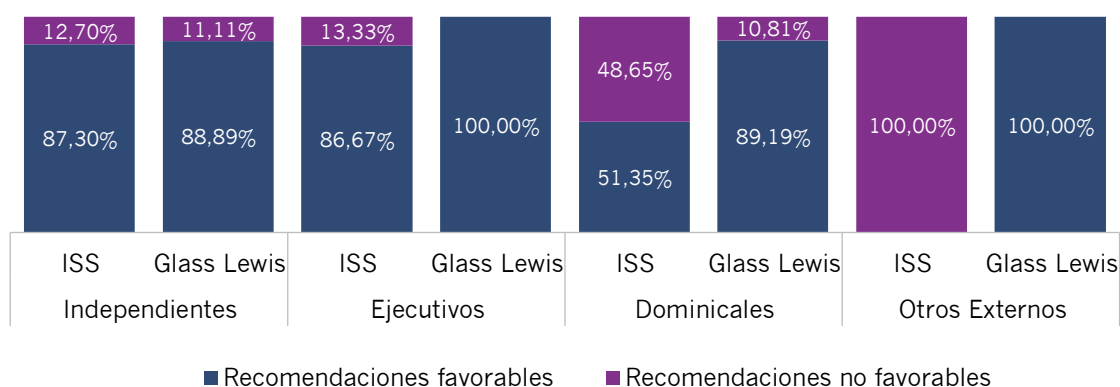
Top 40 Mercado Continuo: recomendaciones de voto de ISS por tipo de consejero



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 2023.

Por su parte, el *proxy advisor* Glass Lewis emitió 11 recomendaciones de voto en contra en materia de consejo durante la Temporada de Juntas 2023.

Top 40 Mercado Continuo: 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 2023.

En 2023 se presentaron tres propuestas de reelección, nombramiento y ratificación de consejeros clasificados como "otros externos". ISS emitió una recomendación negativa para las tres propuestas mientras que Glass Lewis recomendó votar a favor de todas ellas. Esto se debió principalmente a que el nivel de independencia que exige ISS en el consejo de administración es más estricto que el que recomienda Glass Lewis en sus políticas para las compañías que no forman parte del Ibex-35 o para compañías controladas.

Si evaluamos las 14 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 11 de ellas fue superior al 10%. Si hacemos este mismo análisis en el Top 40 del Mercado Continuo, de las 31 propuestas que recibieron una recomendación no favorable por parte de ISS, 13 de ellas recibieron un porcentaje de votos en contra superior al 10%.

En el caso de Glass Lewis, de las 5 propuestas del Ibex-35 en materia de consejo que han recibido una recomendación no favorable, el nivel de voto en contra en 4 de ellas fue superior al 10%. Mientras que, en el Top 40 del Mercado Continuo, de las 11 propuestas que recibieron una recomendación no favorable por parte de Glass Lewis, 5 de ellas recibieron un porcentaje de votos en contra superior al 10%.

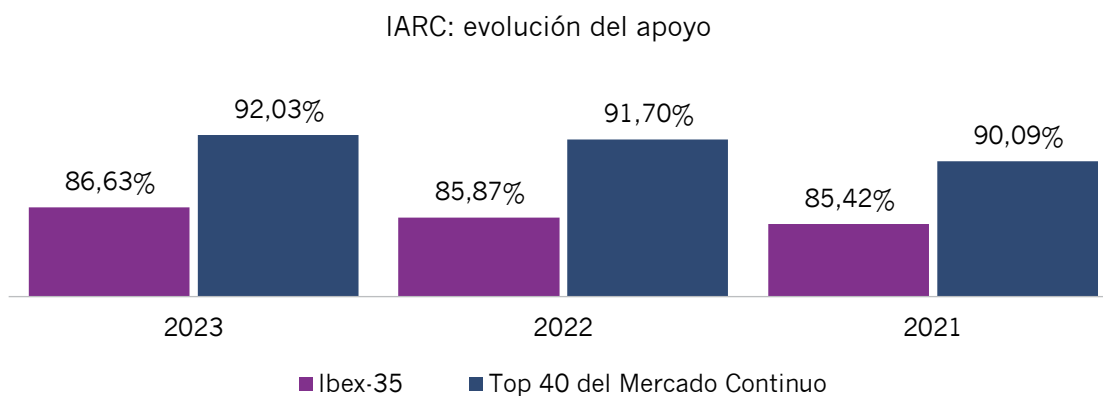
2.2.3. Remuneración de los consejeros y altos directivos

Como todos los años, la retribución del consejo ha vuelto a ser objeto de debate 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:

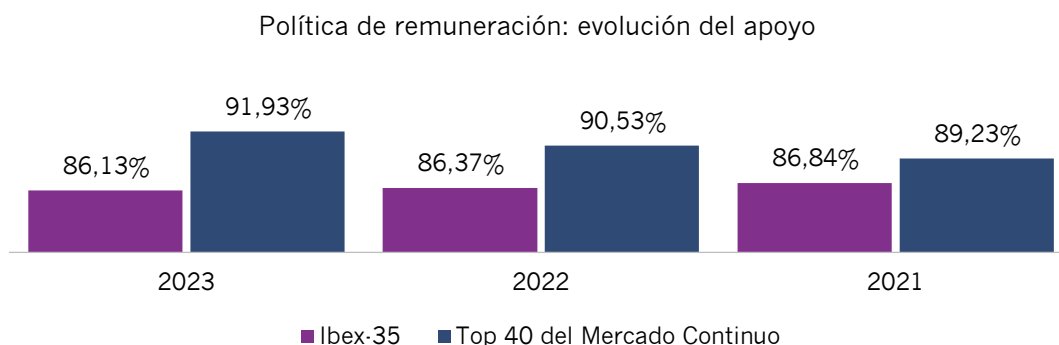
- Falta de alineación entre las retribuciones de los ejecutivos y el interés de los accionistas a largo plazo.
- Desproporción de las retribuciones de los ejecutivos si se tienen en cuenta las retribuciones en compañías comparables.
- Retribución variable anual no alineada con las expectativas del mercado en cuanto a tipo de métricas, pesos de estas métricas y condiciones de pago.
- Planes de incentivos a largo plazo no alineados con las demandas del mercado.
- Poca claridad en las condiciones de los contratos con ejecutivos. Por ejemplo, respecto de las cláusulas de recobro o de los pagos por terminación del contrato.
- Falta de inclusión de métricas ESG.
- 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 (*accountability*).

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

El apoyo medio al IARC sigue una tendencia creciente desde el año 2021 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.



Este año, 19 compañías del Ibex-35 y 23 compañías del Top 40 del Mercado Continuo sometieron a aprobación su política de remuneraciones. El apoyo medio a la política de remuneración se mantiene estable para las compañías del Ibex-35 y se incrementa en las compañías del Top 40 del Mercado Continuo.



Este incremento en el nivel de apoyo medio a las compañías españolas en materia retributiva va de la mano de una mejora en sus modelos retributivos.

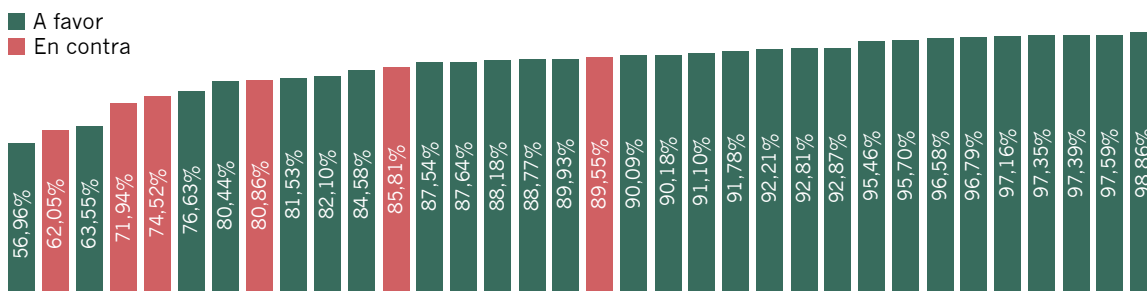
Influencia de los proxy advisors

Informe anual de Remuneraciones de los Consejeros (IARC)

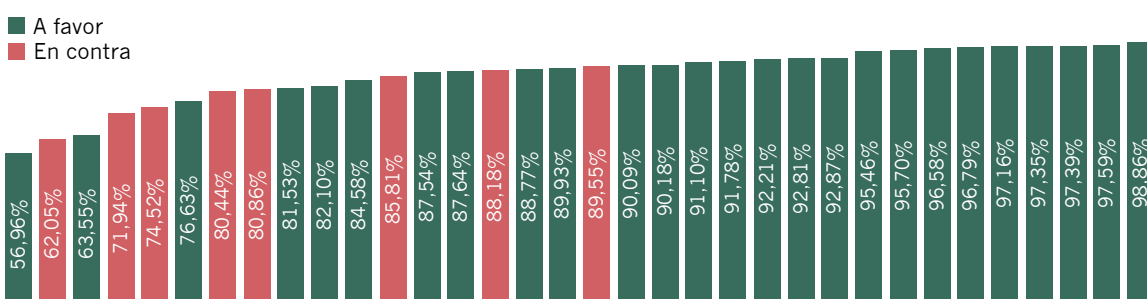
La compañía del Ibex-35 que obtuvo menor apoyo este año en su IARC recibió un 56,96% de votos a favor, mientras que la compañía que obtuvo el mejor resultado contó con el apoyo de 98,86% de los votos. Esto la situó en poco más de 12 puntos por encima de la media, que fue de 86,63% de votos a favor.

En esta temporada de juntas, 16 empresas recibieron más del 90% de votos a favor del IARC. Todas ellas habían obtenido recomendaciones favorables tanto por parte de ISS como de Glass Lewis.

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

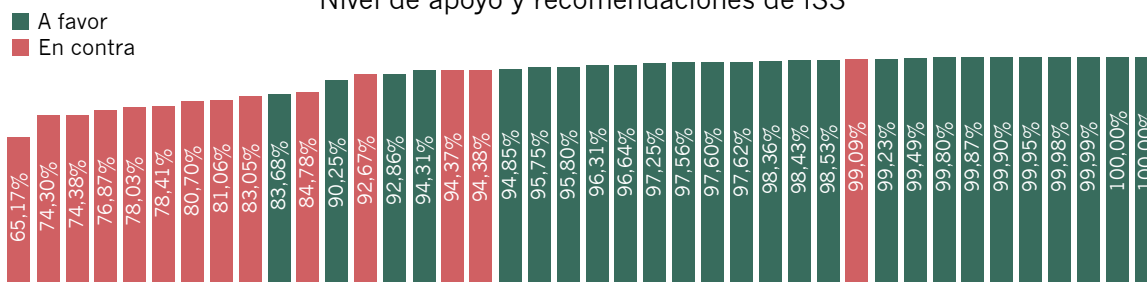


Ibex-35: IARC.
Nivel de apoyo y recomendaciones de Glass Lewis



En el Top 40 del Mercado Continuo, la compañía que obtuvo menor apoyo respecto del IARC recibió 65,17% 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 92,03% y 29 compañías recibieron 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



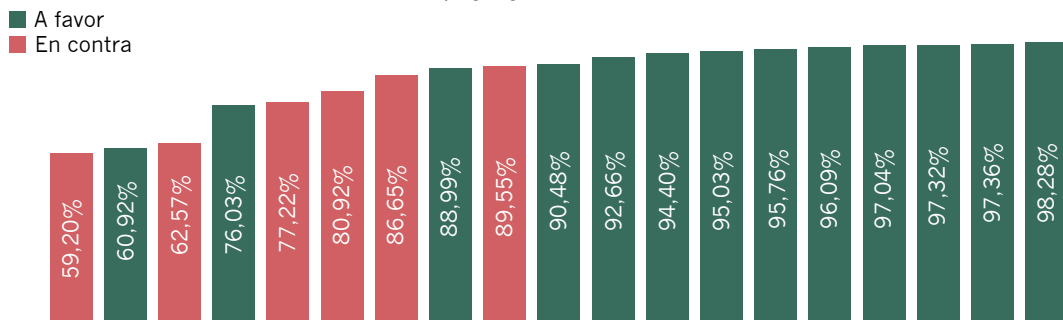
Política de Remuneraciones

En cuanto a las recomendaciones de voto por parte de los *proxy advisors* a la política de remuneraciones en las empresas del Ibex-35, este año ISS ha emitido un total de seis recomendaciones de voto en contra. Por su parte, Glass Lewis emitió un total de cuatro recomendaciones de voto en contra de este punto.

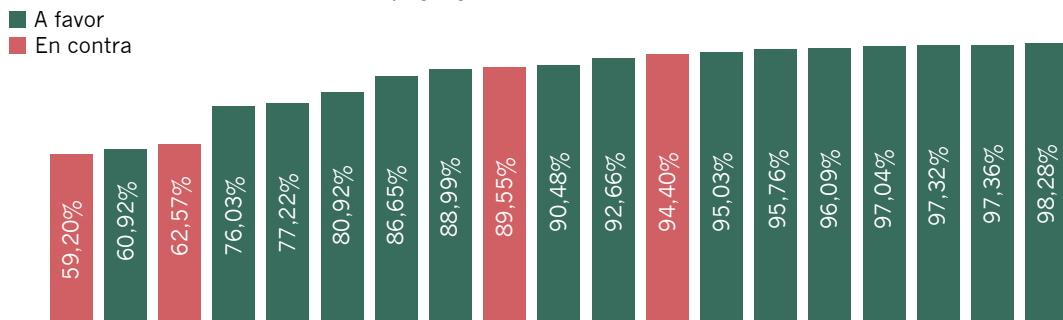
Diez de las 19 compañías que sometieron su política de remuneraciones a la aprobación de la junta obtuvieron más del 90% de votos a favor, siendo la media de votos favorables de un 86,13%.

De las nueve compañías que han obtenido un porcentaje de voto a favor menor del 90%, tres habían recibido una recomendación en contra tanto por parte de ISS como de Glass Lewis.

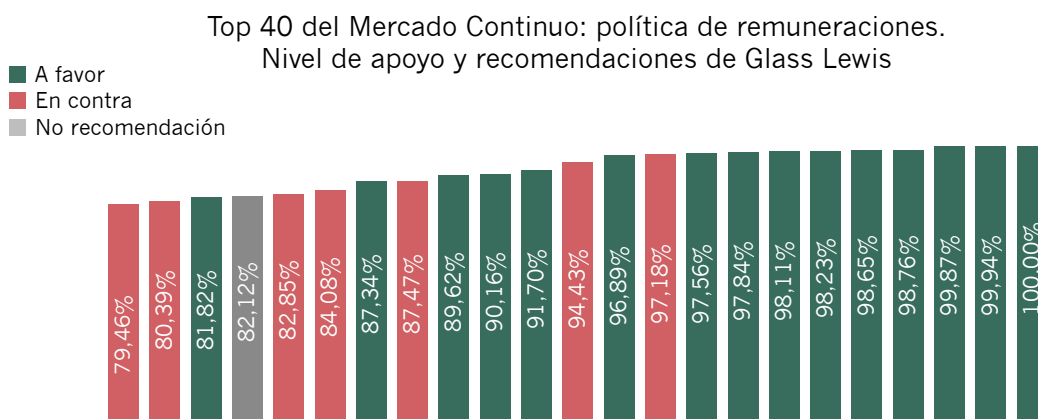
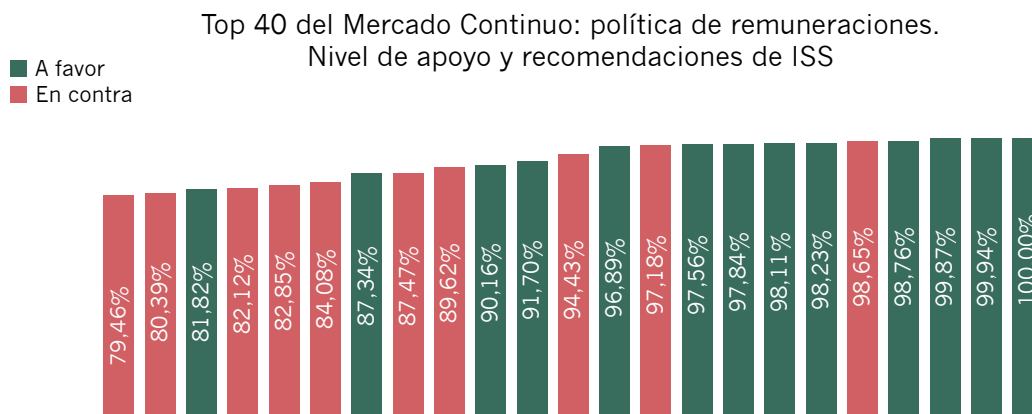
Ibex-35: política de remuneraciones.
Nivel de apoyo y recomendaciones de ISS



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

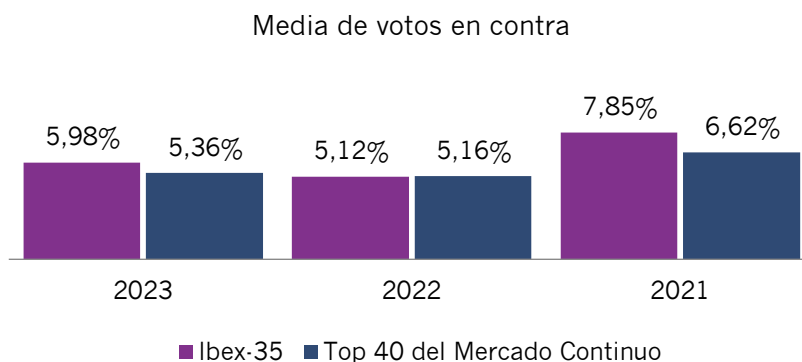


En el Top 40 del Mercado Continuo, 23 compañías sometieron este año su política de remuneraciones a la aprobación de la junta. De estas, 9 compañías recibieron un porcentaje de disidencia superior al 10% del *quorum*, siendo la media de votos favorables de un 91,93%. ISS recomendó a los inversores emitir un voto en contra de la política de remuneraciones en diez compañías y Glass Lewis en siete.



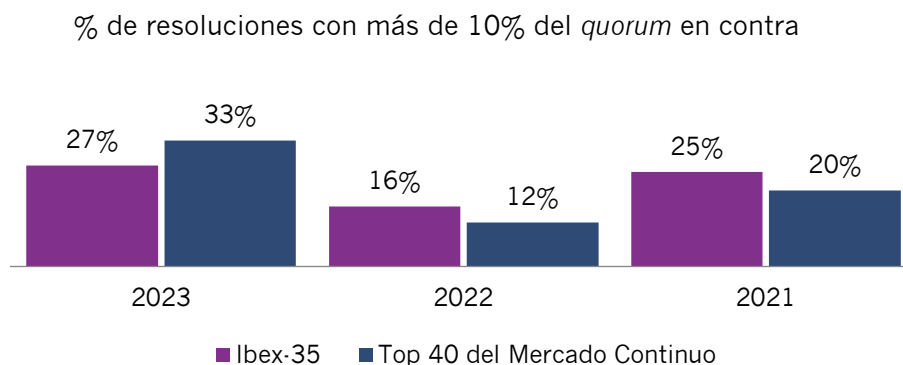
2.2.4 Modificación del capital social

En este apartado se analizan los resultados en las votaciones sobre modificación del capital social y su evolución en los últimos tres años. Tal y como muestra el siguiente gráfico, el porcentaje medio de votos en contra en las propuestas de aumento de capital se ha mantenido estable tanto en las compañías del Ibex-35 como en las del Top 40 del Mercado Continuo, con un ligero aumento en ambas respecto del ejercicio 2022.



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*, se aprecia que:

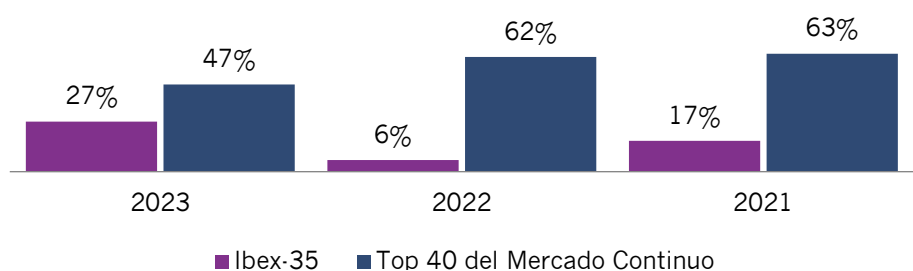
- El porcentaje de propuestas de ampliación de capital que ha recibido más del 10% de votos en contra ha aumentado este año en las empresas del Ibex-35 y, especialmente, en las del Top 40 del Mercado Continuo.
- De 15 propuestas presentadas en el Top 40 del Mercado Continuo, cinco recibieron un porcentaje de voto en contra mayor al 10%, mientras que, en el Ibex 35, fueron ocho propuestas de 30.



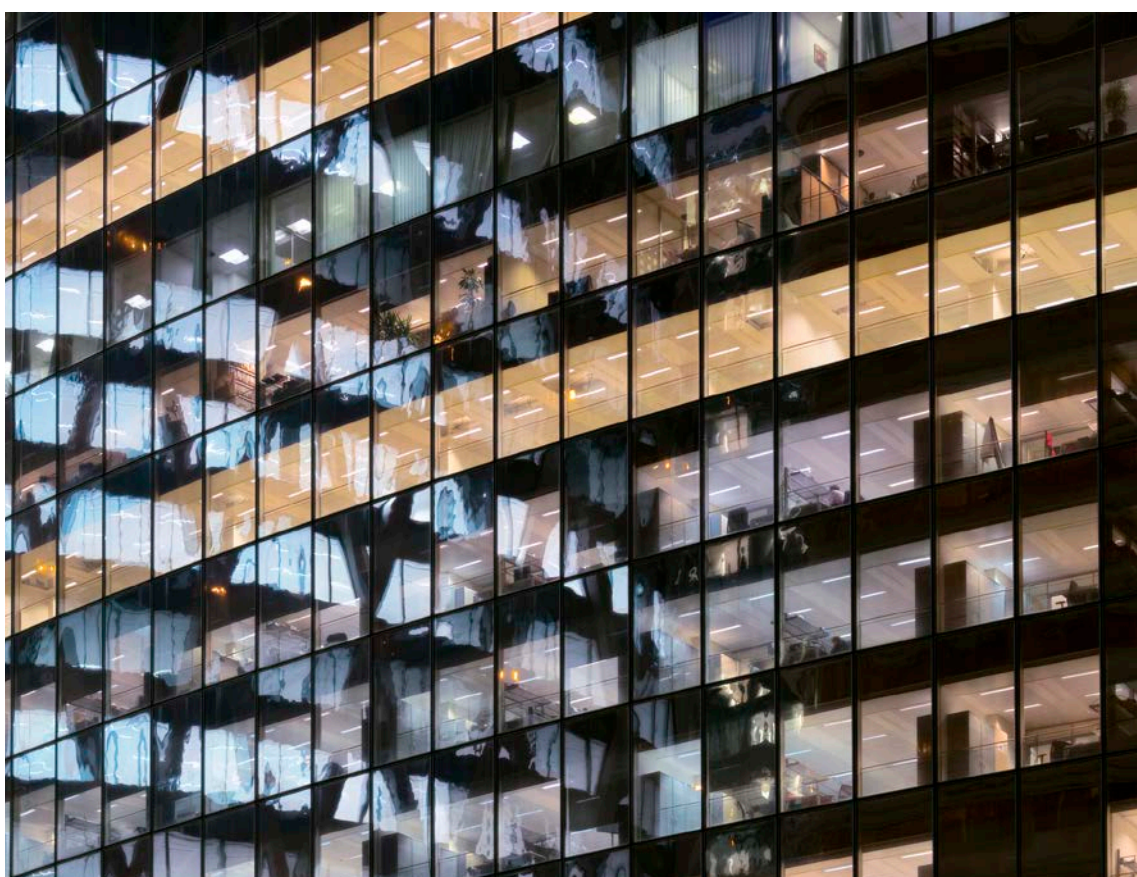
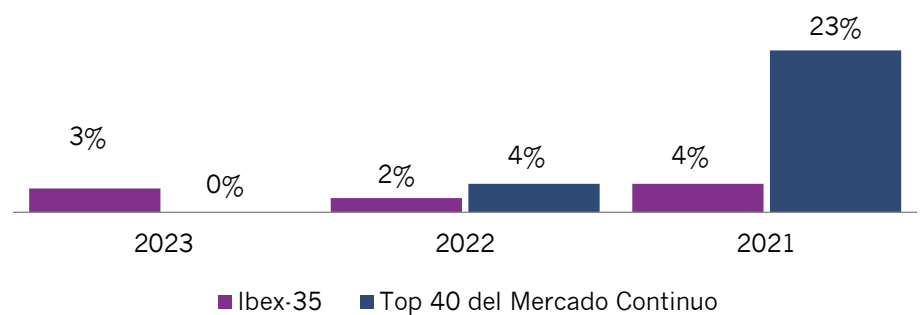
Si analizamos las recomendaciones de voto en contra por parte de ISS, este *proxy advisor* emitió ocho recomendaciones en contra sobre un total de 30 propuestas relativas a aumentos de capital para las compañías del Ibex-35. Por su parte, Glass Lewis emitió únicamente una recomendación en contra.

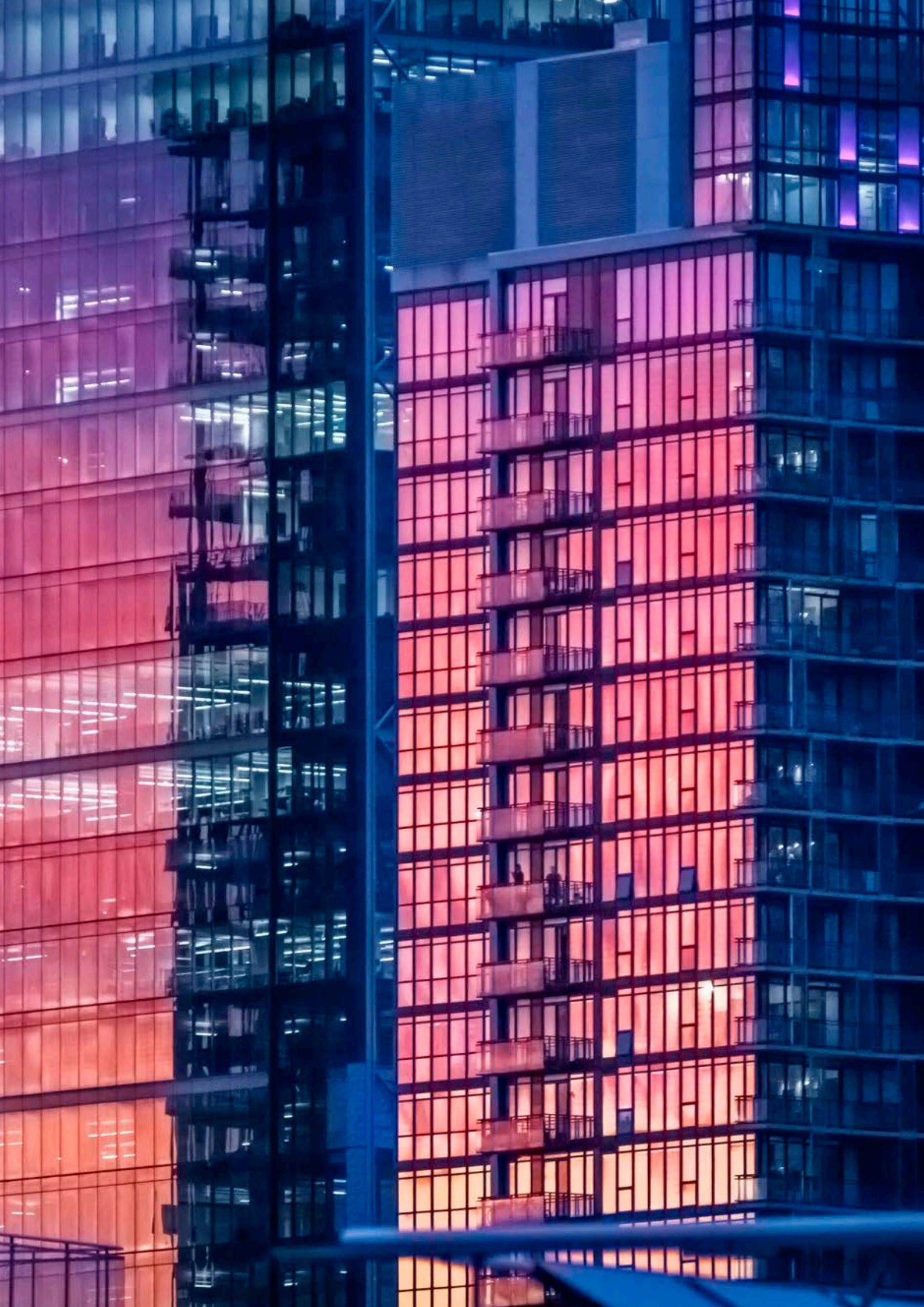
En las compañías del Top 40 del Mercado Continuo, ISS emitió un total de siete recomendaciones en contra sobre un total de 15 propuestas relativas a aumentos de capital mientras que Glass Lewis emitió ninguna recomendación contraria.

ISS: recomendaciones de voto no favorables



Glass Lewis: recomendaciones de voto no favorables





3

¿Cómo preparar la Temporada de Juntas 2024?

3 ¿CÓMO PREPARAR LA TEMPORADA DE JUNTAS 2024?

Nos encontramos en el último trimestre del año y las compañías cotizadas españolas están inmersas en el proceso de preparación de su *reporting* anual, a la vez que vislumbrando los nuevos retos que tendrá que afrontar en la próxima Temporada de Juntas 2024.

A continuación se enumeran una serie de aspectos que, desde nuestra perspectiva, deberían ser prioritarios para los consejos de administración:

3.1. ACCOUNTABILITY HACIA LOS CONSEJEROS

En la Temporada de Juntas 2023 se mantuvo la tendencia de emitir un “voto de castigo” en el nombramiento, reelección o ratificación de los consejeros —en especial, de los miembros de las comisiones de nombramientos y retribuciones— cuando la compañía había recibido un elevado nivel de disidencia en la junta 2022 y no adoptó un plan de acción para reducir la preocupación de los inversores institucionales y *proxy advisors*.

De cara a la Temporada de Juntas 2024, se recomienda a aquellas compañías que hayan recibido un nivel de disidencia superior al 20% en algún punto del orden del día —por ejemplo, en materia retributiva o cuando la estructura del consejo no sea adecuada por falta de independencia o diversidad— que adopten un plan de acción específico y lo den a conocer al mercado, con el objetivo de reducir el nivel de disidencia en la próxima junta y evitar la penalización en el nombramiento, reelección o ratificación de consejeros.

3.2. NECESIDAD DE MANTENER UN DIÁLOGO CON INVERSORES Y PROXY ADVISORS FUERA DE LA TEMPORADA DE JUNTAS

Las compañías son cada vez más conscientes de la importancia de escuchar a sus accionistas y, por ello, cada vez es más habitual que mantengan un diálogo fluido con sus inversores y los principales *proxy advisors* a lo largo de todo el año.

Las compañías deberían llevar a cabo un *engagement* que incorpore los temas ESG antes del comienzo de la temporada de juntas. En este último trimestre del año muchos equipos directivos se encuentran en pleno proceso de diálogo con sus principales accionistas y *proxy advisors*. Este proceso de *engagement* da la oportunidad a las compañías de (i) explicar todas aquellas mejoras acometidas durante el ejercicio y (ii) aportar información sobre las inquietudes de sus principales inversores institucionales y los retos que afrontarán en su próxima junta de accionistas.

3.3. DIVERSIDAD EN EL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN

El mercado espera que los consejos de administración sean cada vez más diversos, entendiendo la diversidad en su más amplia acepción (i.e., combinación de conocimientos y experiencia, edad, procedencia geográfica o género).

Tal y como apuntamos en el capítulo 2, el CBG recoge en su Recomendación 15 que los consejos de administración deberían haber estado compuestos por, al menos, un 40% de mujeres a finales de 2022. A punto de finalizar el ejercicio 2023, alcanzar este umbral sigue siendo uno de los grandes retos para muchas compañías cotizadas españolas.

Aunque en la última temporada de juntas hubo cierta flexibilidad del mercado al valorar el seguimiento de esta recomendación esperamos que, en 2024, tanto los inversores institucionales como los *proxy advisors* sean más exigentes. En este sentido, cuando una compañía no mejore sus umbrales de diversidad en el consejo o no justifique, de manera adecuada, los motivos por los que no ha alcanzado el umbral del 40% es previsible que los inversores institucionales y los *proxy advisors* puedan penalizar al presidente o a los miembros de la comisión de nombramientos, que se sometan a nombramiento, reelección o ratificación.

3.4. LA CRECIENTE RELEVANCIA DE LA MATRIZ DE COMPETENCIAS

Contar con una matriz de competencias completa y actualizada es una herramienta fundamental para el consejo a la hora de buscar nuevos perfiles, evaluar a sus consejeros y realizar la planificación de la sucesión de forma más precisa y eficaz.

En este contexto, el mercado está otorgando cada vez más relevancia a la existencia y publicación de una matriz de competencias que refleje las competencias, experiencias y habilidades que tiene cada miembro del consejo. Estos perfiles deben estar alineados con las necesidades de la compañía y deben dar respuesta a su plan estratégico.

En la Temporada de Juntas 2023, durante las actividades de *engagement* entre las sociedades cotizadas y los inversores y *proxy advisors*, estos últimos plantearon preguntas relacionadas con la matriz de competencias de las compañías. Entre otros, sobre su actualización y la adecuación de los perfiles de los actuales consejeros a las necesidades del consejo. En el caso de nuevos nombramientos, solicitaron explicaciones de cómo las capacidades del nuevo consejero habían ayudado a cubrir las carencias (*gaps*) del órgano de administración. Se espera que, en 2024, el mercado continúe dando relevancia a este asunto y no se descarta que pueda solicitar que la matriz de competencias sea pública e individualizada.

3.5. ELABORACIÓN DE UN PLAN DE SUCESIÓN

La elaboración de un plan de sucesión debe ser uno de los asuntos a abordar por los consejos de administración y la comisión de nombramientos al menos una vez al año. Su importancia radica en que la planificación previa garantiza la continuidad de la empresa, asegurando el equilibrio y la marcha habitual del negocio ante cualquier imprevisto que pueda surgir. Aun cuando no se reclama que el plan de sucesión sea público, sí se espera que, a nivel interno, el consejo de administración aborde y dé seguimiento a este asunto.

3.6. LA TRANSFORMACIÓN DIGITAL

La transformación digital está cambiando la forma en la que las empresas se relacionan con sus accionistas. Como ya pudimos ver en la pasada temporada de juntas, la celebración de las juntas de accionistas de manera híbrida se ha consolidado entre las compañías cotizadas españolas¹¹, y se espera que este modelo continúe en la próxima Temporada de Juntas 2024.

Otro ámbito relacionado con el uso de las nuevas tecnologías es la creciente importancia de la protección de datos y la ciberseguridad. Dado el mayor de riesgo de ciberataques, el pasado mes de julio de 2023, la CNMV difundió el [Código de Buen Gobierno de la Ciberseguridad](#) elaborado por el Foro Nacional de Ciberseguridad. El Código propone una serie de recomendaciones dirigidas a sustentar un modelo de buen gobierno de la ciberseguridad que facilite la gestión de la seguridad de las redes y los sistemas de información, y contribuya a mejorar el proceso de toma de decisiones en este ámbito principalmente por parte de los órganos de administración.

Dada la creciente importancia de esta materia, es cada vez más habitual encontrar a miembros del consejo de administración expertos en transformación digital, ciberseguridad e inteligencia artificial.

3.7. RETRIBUCIÓN DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN

Ante las mayores exigencias en materia de transparencia y divulgación por parte de inversores institucionales y *proxy advisors*, los asuntos retributivos continuarán siendo uno de los principales focos de preocupación en la próxima temporada de juntas.

Recientemente Georgeson publicó la [3ª edición del Observatorio de retribuciones de consejeros ejecutivos](#), donde se analiza la situación de las cotizadas españolas en materia retributiva, los retos a los que se enfrentan y los principales requerimientos de los inversores institucionales y *proxy advisors*. En este estudio, se proponen una serie de recomendaciones para ayudar a las compañías a alinear sus prácticas retributivas con las demandas del mercado e incrementar el nivel de apoyo en materia retributiva, entre las que destacamos:

11 El 94% de las compañías del Ibex-35 celebraron juntas híbridas en la Temporada de Juntas 2023.

- El uso de asesores externos independientes.
- La realización de una comparativa adecuada en el ámbito de la remuneración (*benchmark* retributivo). Se deberá definir en qué consiste la comparativa, identificar a las empresas comparables (*peers*) y explicar las principales conclusiones que resulten del análisis.
- Mejora del nivel de transparencia en el mix retributivo y pago de las retribuciones variables, divulgando el cumplimiento individualizado de cada una de las métricas.
- Inclusión de métricas ESG, tanto en la retribución variable anual como en la plurianual, con una ponderación razonable y relacionadas con la estrategia de la compañía.
- Alineación de los planes de incentivos a largo plazo con las expectativas del mercado:
 - Periodo de medición mínimo de 3 años.
 - Métricas retadoras y con una ponderación adecuada.
 - Inclusión de una métrica relativa, con pagos a partir de la mediana de comparación.
- Cláusulas contractuales de los consejeros ejecutivos acordes a las demandas del mercado:
 - Pagos por terminación de contrato limitados a un máximo de dos anualidades de la retribución total (fijo más variable anual).
 - Inclusión de cláusulas *clawback* para toda la retribución variable, indicando periodo y motivos de aplicación.
 - Planes de pensiones alineados con la mediana de la plantilla.
- Eliminación de la discrecionalidad excesiva otorgada a la comisión de retribuciones, evitando principalmente los pagos extraordinarios.

3.8. CAMBIO CLIMÁTICO

Las propuestas de *say on climate* han mostrado un crecimiento muy tímido en España en los últimos años —hasta 2022—, en contraste con el gran incremento en el número de propuestas de este tipo a nivel europeo —tres veces superior respecto a la Temporada de Juntas 2021—. Sin embargo, en la Temporada de Juntas 2023, la tendencia ha sido muy distinta: tanto en España como a nivel europeo, el número de propuestas de *say on climate* ha disminuido notablemente. Tal y como detalla el Informe [‘2023 European AGM Season review’](#) elaborado por Georgeson, el número de propuestas a nivel europeo disminuyó pasando de 36 propuestas en 2022 a 24 propuestas en 2023. En cierta medida, esta tendencia puede explicarse por el hecho de que las empresas estén optando por someter a votación estas propuestas cada tres años en lugar de anualmente.

Desde la perspectiva de mercado, aunque *a priori* los inversores institucionales son cada vez más exigentes en los asuntos relativos al cambio climático, existe variedad de opiniones y expectativas. Algunos inversores están cuestionando la conveniencia de someter a votación propuestas de *say on climate*, mientras que otros son partidarios de someter a votación este tipo de propuestas de manera anual, lo que se traduce en señales y resultados contradictorios para las compañías.

De cara a la Temporada de Juntas 2024, existe cierta incertidumbre desde la perspectiva del mercado ante la falta de un criterio común. En cualquier caso, es más probable que se presenten propuestas de *say on climate* en aquellas compañías en las que hayan invertido accionistas con un perfil activista. En el capítulo 4 incluimos una breve referencia a las implicaciones jurídicas de estas propuestas de voto.

3.9 CAMPAÑAS ACTIVISTAS

La estructura accionarial de las cotizadas españolas, con núcleos de control, hace difícil el asalto a las compañías. Sin embargo, en la Temporada de Juntas 2023, sí vimos cómo inversores institucionales, que habían tomado una participación en una compañía o que habían incrementado su inversión, emprendieron campañas para ganarse al núcleo duro de la compañía e intentar acometer cambios.

Las principales candidatas a sufrir el ataque de un inversor activista serán las compañías con problemas de ventas y baja rentabilidad, con valoraciones que presentan descuentos muy elevados y con un desempeño deficiente en bolsa durante los últimos años.

3.10 ENTRADA DE FONDOS SOBERANOS

De acuerdo con el informe “*Fondos de Inversión Soberanos 2023*” elaborado por el ICEX y el IE University, la inversión de este tipo de fondos ligados a los Estados alcanzó los 2.900 millones de euros en 2022, la mejor cifra en un ejercicio desde 2009. Desde enero de 2022, la inversión de los fondos soberanos en España alcanza la cifra de 5.000 millones de euros, un dato que se sitúa en los niveles récord de los últimos 14 años. El impacto que la toma de participación de este tipo de fondos suele tener en el *quorum* de asistencia en las juntas suele ser negativo ya que suelen ser vehículos que no votan activamente en las juntas de accionistas.





4

La gobernanza de la sostenibilidad

4

LA GOBERNANZA DE LA SOSTENIBILIDAD

4.1 INTRODUCCIÓN

La sostenibilidad ha pasado a tener un papel central en la gestión de las actividades empresariales que desarrollan las sociedades cotizadas y ha desplegado sus efectos en sus sistemas de gobernanza. En esta edición hemos querido incidir en la importancia de integrar la sostenibilidad —y, en particular, por su actualidad, la normativa sobre el informe de sostenibilidad y la debida diligencia en materia de sostenibilidad— en el gobierno corporativo de las compañías. La idea fundamental que queremos transmitir es que **la sostenibilidad no debe entenderse como una cuestión puramente regulatoria circunscrita a un área concreta de la empresa (un “silo de sostenibilidad”) sino que debería conllevar un cambio en la cultura corporativa, liderado por el consejo de administración.**

Además, hemos querido apuntar algunas de las cuestiones jurídicas que se están suscitando en torno a la gobernanza de la sostenibilidad, advirtiendo que, en la práctica, la mayor parte de ellas requerirán de un análisis detallado de las concretas circunstancias del caso.

4.2 LA SOSTENIBILIDAD: HACIA UNA NUEVA CULTURA CORPORATIVA

Estados Unidos y la Unión Europea están siguiendo estrategias distintas para alcanzar sus objetivos en el ámbito de la sostenibilidad. El primero está haciendo un mayor uso de los incentivos económicos (destacando la aprobación, en 2022, de la Ley de Reducción de la Inflación) mientras que la segunda está promoviendo la transformación a través de lo que ha llegado a denominarse como un “tsunami” regulatorio.

Esta **avalancha normativa, de marcado carácter técnico, está suponiendo un reto para el empresariado europeo** en el que, como en otras ocasiones, la regulación sectorial ha llevado a los agentes del mercado financiero a tomar la delantera. **Al afrontar este reto es importante entender que se trata de mucho más que de un cumplimiento de trámites enojosos.**

Pensemos, por ejemplo, en el informe de sostenibilidad que las sociedades cotizadas deberán presentar en 2025 respecto del ejercicio 2024. Más allá de la complejidad —que no es poca— de cumplimentar, por primera vez, un nuevo formato digital, con una taxonomía en continua evolución, con unos estándares de divulgación (ESRS/ISSB) recién aprobados y sin conocer, en la fecha en que redactamos esta guía, los términos en los que la Directiva CSRD quedará incorporada a nuestro ordenamiento jurídico, es necesario tomar conciencia de la trascendencia de este ejercicio de transparencia.

En el informe de sostenibilidad, que quedará integrado en una sección específica del informe de gestión, la sociedad trasladará al mercado su estrategia, implementación y medición de desempeño en el ámbito medioambiental, social y de gobernanza. Todo ello, en un formato digital y, previsiblemente, más homogéneo que facilitará la comparabilidad con sus empresas competidoras. Sin ánimo de ser exhaustivos, la calidad y veracidad de esa información podría afectar a:

- i) El comportamiento de los inversores institucionales presentes en el capital de la compañía, por ejemplo, en términos de permanencia en el capital y ejercicio del derecho de voto.
- ii) Las condiciones en las que la empresa podrá financiarse.
- iii) El nivel de apoyo en la aprobación de las propuestas de acuerdo que se presenten en la junta general de accionistas.
- iv) El posible ejercicio de un “voto de castigo” a las propuestas de nombramiento o reelección de determinados consejeros.
- v) La potencial responsabilidad de la sociedad y sus administradores, por ejemplo, ante la difusión de una información medioambiental incorrecta (“blanqueo ecológico”).
- vi) Las relaciones comerciales dentro de las cadenas de producción y distribución de las empresas afectadas por la futura Directiva CS3D.
- vii) El acceso a la licitación pública.
- viii) El sistema de retribución variable de los ejecutivos.

En síntesis, la información sobre sostenibilidad ha dejado de tener solo un efecto reputacional. La recopilación, gestión y control de los datos del informe de sostenibilidad requieren cambios en la gobernanza de las compañías, que deberían implantar políticas y procedimientos similares a los de la información financiera. Existe, si cabe, una dificultad añadida en el diseño e implementación de estos procedimientos ya que, de acuerdo con el principio de doble materialidad, las compañías tendrán que facilitar tanto datos internos como datos externos sobre los que tendrán un menor control.

Otra normativa que debería conllevar una revisión de los sistemas de gobernanza de la compañía es la propuesta de Directiva CS3D. Esta propuesta de directiva (que se encuentra en fase de negociación entre la Comisión, el Parlamento Europeo y el Consejo) establece un estándar de conducta para asegurar que las empresas cumplen con su deber de respetar los derechos humanos y el medioambiente en sus propias operaciones, las de sus filiales y sus cadenas de valor. En la práctica, **las compañías deberían revisar sus sistemas de gestión de impactos en los derechos humanos y el medioambiente. Y, en el caso de la cadena de suministro, más allá de la búsqueda de soluciones contractuales específicas con los proveedores o distribuidores, deberían llevar a cabo una evaluación de su sistema y gestión de producción y distribución.**

Por todo lo anterior, se requiere del liderazgo del consejo de administración para la implantación de una estrategia global de sostenibilidad en las empresas. Desde una perspectiva jurídica es necesario revisar y, en su caso, adaptar los sistemas de gobernanza de las sociedades cotizadas. A título de ejemplo, apuntamos algunos de los aspectos que deberían evaluar las compañías:

- i) Los códigos internos de conducta de sus actividades y, en su caso, las de sus filiales.
- ii) Los mapas de riesgos de la sociedad y su grupo.
- iii) La coordinación entre el consejo y sus comisiones delegadas.
- iv) Las matrices de competencias del consejo y los procesos para la selección y evaluación de consejeros.
- v) Los mecanismos para la recopilación, gestión y control de la información.
- vi) Los procedimientos para la gestión y mitigación de riesgos e impactos sobre los derechos humanos y el medioambiente.
- vii) El diseño de la política de remuneración y la fijación y medición de los indicadores claves de rendimiento (KPIs) vinculados a la sostenibilidad.

4.3 CUESTIONES JURÍDICAS EN TORNO A LA GOBERNANZA DE LA SOSTENIBILIDAD

Entre las cuestiones que se están suscitando en materia de gobernanza de la sostenibilidad destacamos:

- i) La importancia de la diversidad en el consejo y de la matriz de competencias.
- ii) La relevancia de la regla del juicio empresarial en la gestión de la sostenibilidad.
- iii) La competencia para la aprobación de las políticas de sostenibilidad y, en particular, del *say on climate*.
- iv) La responsabilidad de la sociedad y sus consejeros por la divulgación de información corporativa de sostenibilidad.
- v) La incidencia del reparto de las funciones de sostenibilidad entre el consejo de administración y sus comisiones.
- vi) El Derecho de grupos y la sostenibilidad.
- vii) La contratación y revisión de las pólizas de los Seguros D&O.
- viii) La revisión de los contratos en la cadena de suministros.

A continuación, profundizaremos en cada una de estas cuestiones.

4.3.1 La importancia de la diversidad en el consejo y de la matriz de competencias

En la última edición del Premio Manuel Olivencia al Buen Gobierno Corporativo, convocado por Cuatrecasas, se han analizado, de manera especial, la diversidad en la composición del consejo de las sociedades cotizadas en España y la función de la matriz de competencias.

De manera muy breve, si trasladamos algunas de las buenas prácticas identificadas en este estudio al ámbito de la sostenibilidad, las compañías deberían:

- Crear un mapa de la cualificación más oportuna para el consejo a partir de las necesidades primordiales detectadas por la comisión de nombramientos que, entre otros, debería evaluar los aspectos de sostenibilidad.

La composición del consejo debería ser plural y equilibrada por lo que no se pretende que cada consejero tenga una cualificación concreta asociada a todos los riesgos ESG que pueda experimentar la actividad empresarial. En las áreas no cubiertas —pensemos, por ejemplo, en aquellas que requieren un grado de especialización altamente específico (p.ej., determinadas cuestiones medioambientales o de derechos humanos)— el consejo simplemente debería acudir al auxilio de expertos internos o externos.

- Difundir la matriz de competencias al mercado. De esta manera, se facilita el análisis y comprensión de (a) la configuración del consejo y sus comisiones, así como de (b) los criterios de selección, evaluación, formación y sucesión de sus integrantes.

Además, la composición del consejo puede contribuir a la sostenibilidad no solo mediante la incorporación de una pluralidad de perfiles técnicos que ayuden a una mejor gestión de los impactos ESG sino, también, mediante la inclusión de miembros de colectivos concretos para promover, por ejemplo, la igualdad de género, racial o étnica.

4.3.2 La relevancia de la regla del juicio empresarial en la gestión de la sostenibilidad

De conformidad con la legislación vigente, la actuación de los consejeros en materia de sostenibilidad se enmarca en su deber de diligencia (art. 225 LSC). Además, el CBG recomienda a los consejeros que procuren “*conciliar el propio interés social con, según corresponda, los legítimos intereses de sus empleados, sus proveedores, sus clientes y los de los restantes grupos de interés que puedan verse afectados, así como el impacto de las actividades de la compañía en la comunidad en su conjunto y en el medio ambiente*” (Recomendación 12 CBG).

En un contexto tan complejo y cambiante como el de la sostenibilidad, la regla de la protección de la discrecionalidad empresarial recogida en el art. 226 LSC (*business judgment rule*) resulta cada vez más relevante para proteger a los consejeros de las sociedades cotizadas frente a las responsabilidades derivadas de sus decisiones estratégicas y de negocio. Especialmente, en la actuación de la sociedad en relación con el cambio climático donde ha crecido exponencialmente la litigación en los últimos años.

Recordemos que se trata de una suerte de “puerto seguro” que permite que las decisiones empresariales adoptadas por los consejeros, a pesar de sus eventuales resultados negativos para la sociedad, no sean consideradas antijurídicas si han sido adoptadas de buena fe, en ausencia de conflicto de intereses, con información suficiente y con arreglo a un procedimiento adecuado.

Este “puerto seguro” resulta de aplicación a las decisiones sujetas a discrecionalidad empresarial y, por lo tanto, no afectaría al deber de los consejeros de cumplir las obligaciones impuestas por las leyes, esto es, a su “deber de legalidad” como parte integrante del deber de diligencia.

Como consecuencia del “tsunami” regulatorio al que nos hemos referido antes y al mayor número de obligaciones legales, hay quien afirma que el ámbito de aplicación de la *business judgment rule* en cuestiones de sostenibilidad es cada vez más limitado. Sin embargo, el grado de indeterminación y el carácter abierto con el que están formuladas muchas de las nuevas normas de sostenibilidad parecen seguir concediendo un margen de discrecionalidad en la aplicación de estas leyes. Nótese, por ejemplo, la dificultad de cumplir simultáneamente con los más de veinte tratados internacionales previstos en el anexo de la propuesta de Directiva CS3D. Especialmente, si tenemos en cuenta que, al dirigirse inicialmente a Estados y no empresas, están formulados con un carácter abierto para recabar el mayor número de adhesiones posibles.

En la práctica, a efectos de la responsabilidad de los consejeros en la gestión de la sostenibilidad, resulta esencial distinguir cuándo estamos ante una obligación legal y cuándo ante una decisión estratégica o de negocio. Y, en este último supuesto y cuando la propia ley permita un ámbito de discrecionalidad, qué se debe hacer para cumplir con los requisitos previstos en el art. 226 LSC y poder beneficiarse de este “puerto seguro”.

4.3.3 La competencia para la aprobación de las políticas de sostenibilidad y, en particular, del *say on climate*

La aprobación de las políticas y estrategias generales de la sociedad y, en particular, la “*aprobación de la política de responsabilidad social corporativa*” (así se sigue denominando en la Ley de Sociedades de Capital) se integra expresamente entre las facultades indelegables del consejo de administración de las sociedades cotizadas (art. 529 ter 1 LSC).

Esto no impide que, en la práctica, las políticas generales de sostenibilidad o políticas sobre aspectos concretos de la sostenibilidad puedan someterse a la votación (consultiva o vinculante) de los accionistas. De hecho, en los últimos años han sido varias las iniciativas de *say on climate* encaminadas a que los accionistas se pronunciasen o votasen sobre la estrategia o desempeño de la compañía en materia de cambio climático.

Lo primero que hay que advertir es que, bajo la denominación *say on climate*, se han agrupado propuestas de acuerdo muy heterogéneas, tanto por su origen (p.ej., a iniciativa del propio consejo o de un fondo activista) como por su contenido (p.ej., desde meras declaraciones de intenciones a planes estratégicos con objetivos de cumplimiento concreto). La actuación requerida de los accionistas también ha sido muy distinta. En algunos casos, simplemente se les ha consultado sin que su respuesta fuese jurídicamente vinculante. En otros, se les ha pedido que votasen sobre materias de gestión que corresponden exclusivamente al consejo.

Como hemos apuntado anteriormente, la remisión obligatoria (en España, a través del mecanismo del art. 161 LSC) o voluntaria de una propuesta de clima a la junta es perfectamente factible, pero supone una alteración de la tradicional distribución de competencias entre la junta y el consejo. Por este motivo, determinados inversores institucionales y *proxy advisors* se han manifestado en contra de algunas propuestas de *say on climate*.

Por todo lo anterior, la idoneidad de someter una propuesta sobre clima a la junta de accionistas y el análisis de sus efectos jurídicos debe realizarse, caso a caso, atendiendo a las particularidades de cada supuesto.

4.3.4 La responsabilidad de la sociedad y sus consejeros por la divulgación de información corporativa de sostenibilidad

La información sobre sostenibilidad que divulgan las sociedades cotizadas y sus consejeros es cada vez mayor. Esta mayor transparencia obedece tanto al incremento de obligaciones legales como a la mayor motivación de las compañías para informar, voluntariamente, sobre temas medioambientales, sociales o de buena gobernanza.

Entre los “incentivos” que encuentran las sociedades cotizadas para facilitar *motu proprio* información ESG se incluyen el seguimiento de buenas prácticas de mercado, la respuesta a las exigencias de inversores institucionales que puedan tener una presencia relevante en su accionariado, la consideración de las políticas de voto publicadas por los *proxy advisors*, la voluntad de mejorar su imagen de marca o reputación, la necesidad de atraer y retener el capital humano a la empresa, o la intención de incorporarse a índices de sostenibilidad o de obtener una buena calificación por parte de las agencias de *rating*.

Con independencia de que la información se divulgue de manera obligatoria o voluntaria es importante entender que, a medida que aumenta la transparencia, aumenta el escrutinio público y, por consiguiente, el riesgo de responsabilidad de las sociedades y de los consejeros. En la práctica se debe:

- Evaluar el riesgo por la divulgación de información corporativa de sostenibilidad en función de las variantes que concurran en cada caso. Entre otras, el medio de difusión utilizado (no es lo mismo si la información se incluye en un folleto informativo, en el informe de sostenibilidad o en un descriptivo de la página web), el contenido de la manifestación (p.ej., si se trata de una mera declaración de intenciones o de la asunción de una concreta obligación) o el perfil de las personas que puedan verse afectadas (piénsese en la diferencia entre un inversor institucional o un grupo de consumidores).
- Adoptar medidas de gestión y mitigación de este riesgo legal. Por ejemplo, a través del establecimiento de mecanismos y procedimientos internos para asegurar que la información está debidamente contrastada, es completa y veraz.

4.3.5 La incidencia del reparto de las funciones de sostenibilidad entre el consejo de administración y sus comisiones

Dada la relevancia de las cuestiones de sostenibilidad, el CBG recomienda a las sociedades cotizadas que identifiquen y atribuyan funciones específicas en estas materias a una comisión especializada o que las repartan entre varias comisiones del consejo, “*que podrán ser la comisión de auditoría, la comisión de nombramientos y retribuciones, una comisión de sostenibilidad o responsabilidad social corporativa u otra comisión especializada*”, con el objetivo de impulsar una gestión de estos asuntos más intensa y comprometida (Recomendación 53 CBG).

En la práctica es frecuente que las sociedades planteen cómo afecta este reparto, obligatorio o voluntario, de competencias entre el consejo y sus comisiones delegadas a la posición individual de los consejeros. En los últimos meses, esta pregunta se ha suscitado, por ejemplo, respecto de la elaboración del nuevo informe de sostenibilidad donde ya hemos apuntado la conveniencia de implantar políticas y procedimientos similares a los previstos para la información financiera.

Tal y como advertíamos al principio de este capítulo, no podemos dar una respuesta a esta pregunta en abstracto pero sí advertir de la conveniencia de realizar este análisis en función de la estructura de gobierno de cada compañía.

4.3.6 El Derecho de grupos y la sostenibilidad

La sostenibilidad es una materia que está dando pie a analizar muchas de las cuestiones legales que, tradicionalmente, se han planteado en los grupos de sociedades. Sin ánimo de ser exhaustivos, entre las cuestiones que se han suscitado en los últimos meses, destacamos:

- El riesgo de calificación de la matriz como administradora de hecho de la sociedad filial por la toma de decisiones en el ámbito de la sostenibilidad.
- La potencial responsabilidad de la matriz por determinadas deudas o responsabilidades medioambientales de las filiales.

4.3.7 La contratación y revisión de las pólizas de los Seguros D&O

Las sociedades cotizadas contratan seguros de D&O cuya cobertura se extiende a las acciones de responsabilidad contra sus directivos y administradores por el incumplimiento de sus deberes en el ejercicio de su cargo. Es necesario examinar la redacción de las pólizas (incluidas las exclusiones de la cobertura) para determinar si protegen contra el riesgo de litigios relacionados con la sostenibilidad. En particular, el crecimiento exponencial de la litigación climática aconseja que esta labor sea realizada especialmente en relación con la eventual responsabilidad civil de administradores y directivos por daños medioambientales y relacionados con el cambio climático.

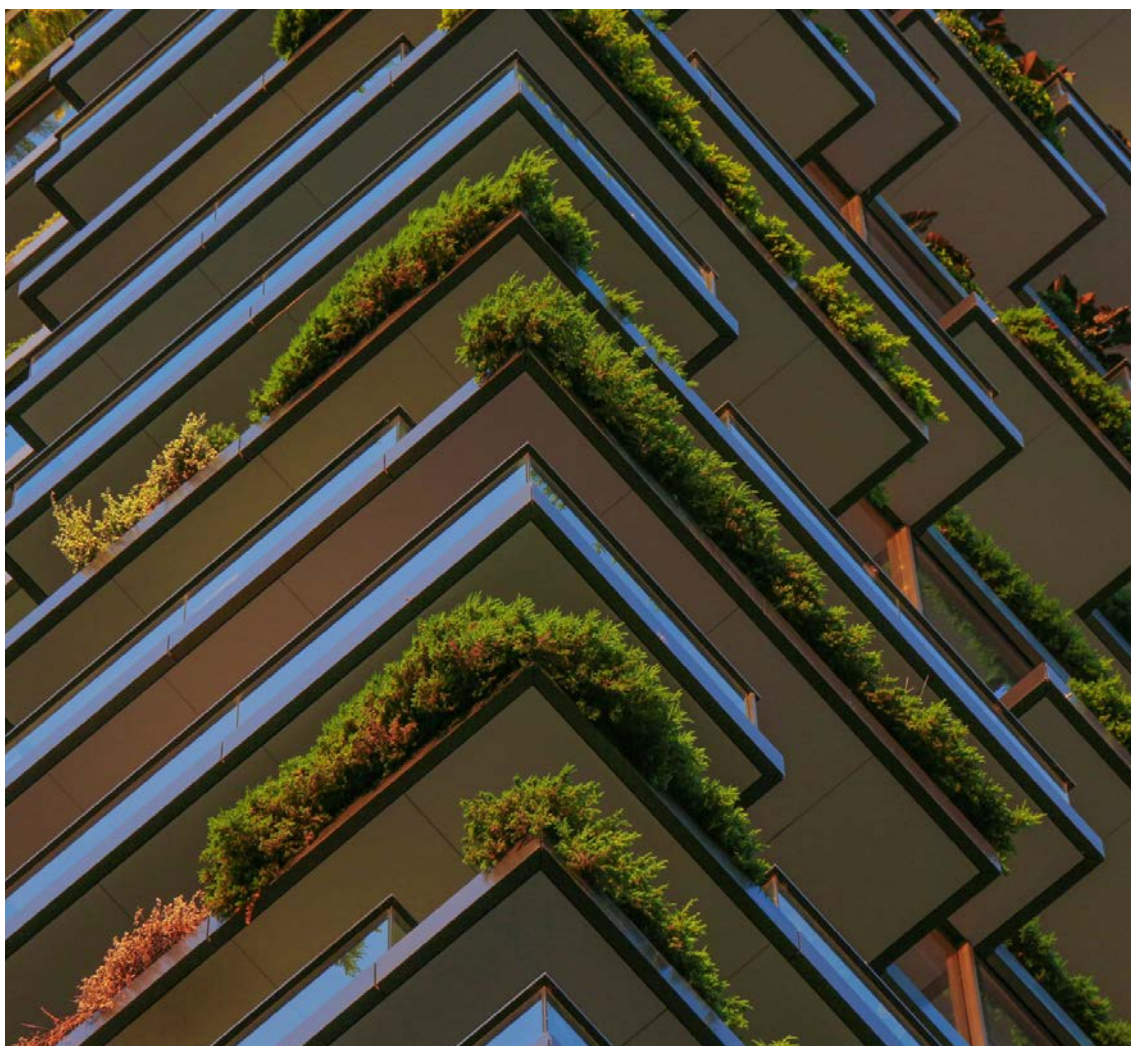
También es importante identificar y, en su caso, revisar los límites monetarios de la cobertura. Esto es especialmente importante cuando, como es habitual, una demanda se dirige contra todos los miembros del órgano de administración.

4.3.8 La revisión de los contratos en la cadena de suministro

El contrato es la herramienta jurídica que une a las distintas empresas que forman parte de la cadena de suministro. Por ello, se va a convertir en un elemento regulador trascendental para promover la sostenibilidad en la relación bilateral privada entre las empresas y a lo largo de toda la cadena de valor. Motivo por el cual hemos señalado que las compañías, más allá de la búsqueda de soluciones contractuales específicas con sus proveedores o distribuidores, deberían llevar a cabo una evaluación de su sistema y gestión de producción y distribución. Entre otros, las empresas deberían:

- Involucrar a aquellas otras con las que contratan en la redacción de las cláusulas contractuales con vistas a lograr el cumplimiento de sus propios códigos de conducta o planes de acción preventiva.
- Adoptar las medidas adecuadas para comprobar el cumplimiento del contrato por la contraparte.
- Prever aquellas circunstancias que incluyan la opción de poner fin a la relación comercial.

Para la redacción de estos contratos, códigos de conducta internos, medidas de aseguramiento y garantías contractuales las compañías van a necesitar de abogados contractualistas expertos que aseguren que las cláusulas empleadas sean justas, razonables y no discriminatorias y que tengan debidamente en cuenta el tipo de cadena de valor en cada caso (si son sociedades pertenecientes a un grupo o no) y el tamaño de la contraparte.



Georgeson



CUATRECASAS