

EL GOBIERNO CORPORATIVO Y LOS INVERSORES INSTITUCIONALES



Preparando la Temporada de Juntas 2020

Georgeson



CUATRECASAS



EL GOBIERNO CORPORATIVO Y LOS INVERSORES INSTITUCIONALES

Preparando la Temporada de Juntas 2020

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 31 de agosto de 2019 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 84 años de experiencia, la organización de sus juntas de accionistas, la consultoría en materia de gobierno corporativo y el asesoramiento en fusiones y adquisiciones, lo que le ha permitido posicionarse como líder indiscutible en los mercados en los que opera. En 2019 ha vuelto a ser el primer operador del mercado español en la gestión de juntas de accionistas.

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

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

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

MADRID

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

Stefano Marini
CEO, Emerging Markets & Latin America
s.marini@georgeson.com

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

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

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

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

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

CUATRECASAS

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

Contamos con 16 oficinas en la Península Ibérica y 12 oficinas internacionales, así como 20 *desks* internacionales que trabajan de forma integrada para ofrecer el equipo que mejor se adapte a los requerimientos de nuestros clientes.

Representamos a empresas líderes en sus sectores, asesorándolas en sus inversiones en los principales mercados, y ofrecemos el asesoramiento más sofisticado, ya sea de forma recurrente o en complejas operaciones y procedimientos judiciales.

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

Por segundo año consecutivo, hemos sido reconocidos como la "Firma más innovadora de Europa continental" en los premios FT Innovative Lawyers (2018 y 2019). Asimismo, Cuatrecasas ha sido reconocida como Mejor Despacho de España en los premios Forbes Abogados 2019.

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

MADRID

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

Juan Aguayo
Socio
juan.aguayo@cuatrecasas.com

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

Javier Juste
Consejero
javier.juste@cuatrecasas.com

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

José Luis Rodríguez
Socio
jose.luis.rodriguez@cuatrecasas.com

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

BARCELONA

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

Gerard Correig
Socio
gerard.correig@cuatrecasas.com

Ana Mª Gamazo
Socia
anamaria.gamazo@cuatrecasas.com

Pere Kirchner
Socio
p.kirchner@cuatrecasas.com

NEW YORK

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

Antonio Baena
Socio
antonio.baena@cuatrecasas.com

Esta guía ha sido coordinada por **Coro Fernández-Rañada**, abogada del Área de Conocimiento e Innovación. (coro.ranada@cuatrecasas.com).

PRESENTACIÓN

Georgeson y Cuatrecasas han analizado el comportamiento de los inversores institucionales extranjeros en las empresas del Ibex-35 y del Top 40 del Mercado Continuo durante la última temporada de juntas, con el fin de ayudar a las sociedades cotizadas españolas a preparar su próxima junta general y anticiparse a las demandas de inversores y *proxy advisors*. Hemos mantenido la estructura de la última edición del informe y analizado los principales temas en materia de gobierno corporativo de la *Proxy Season 2019*. Además, este año, hemos incluido una guía práctica, en el Capítulo 5 del informe, destinada a facilitar a las compañías el conocimiento de las distintas disposiciones que afectan a la composición y estructura del consejo de las sociedades cotizadas. Hemos distinguido entre aquellas disposiciones que son de obligado cumplimiento y las que resultan recomendables porque se consideran buenas prácticas de gobierno corporativo o porque facilitan el apoyo de los inversores institucionales extranjeros y los asesores de voto (*proxy advisors*).

El alcance del estudio es el mismo que el del año pasado y abarca las empresas que conforman el Ibex-35 y el Top 40 del Mercado Continuo. Dentro de este Top 40 incluimos a aquellas compañías del Mercado Continuo con mayor volumen de capitalización o que, a nuestro entender, otorgan gran 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 2019 (julio 2019). Con respecto al año 2018, se incluye en el estudio a Ence y a MásMóvil, y se excluye a DIA y a Técnicas Reunidas. Al igual que en otras ediciones, no se toma en cuenta a ArcelorMittal por su naturaleza diversa frente al resto de las empresas que conforman este índice. Entre otros, por su sometimiento a otro ordenamiento jurídico en materia de gobierno corporativo al no estar domiciliada en España.

Empresas del Ibex-35 analizadas en la Temporada de Juntas 2019	Empresas del Ibex-35 analizadas en la Temporada de Juntas 2018
Acciona	Acciona
Acerinox	Acerinox
ACS	ACS
AENA	AENA
Amadeus	Amadeus
Banco de Sabadell	Banco de Sabadell
Banco Santander	Banco Santander
Bankia	Bankia
Bankinter	Bankinter

Empresas del Ibex-35 analizadas en la Temporada de Juntas 2019	Empresas del Ibex-35 analizadas en la Temporada de Juntas 2018
BBVA	BBVA
CaixaBank	CaixaBank
Cellnex	Cellnex
CIE Automotive	CIE Automotive
-	DIA
Enagás	Enagás
Ence	-
Endesa	Endesa
Ferrovial	Ferrovial
Naturgy Energy Group	Naturgy Energy Group
Grifols	Grifols
IAG	IAG
Iberdrola	Iberdrola
Inditex	Inditex
Indra	Indra
Colonial	Colonial
Mapfre	Mapfre
MasMovil	-
Mediaset	Mediaset
Melia Hotels	Melia Hotels
Merlin Properties	Merlin Properties
REC	REC
Repsol	Repsol
Siemens Gamesa	Siemens Gamesa
-	Técnicas Reunidas
Telefónica	Telefónica
Viscofan	Viscofan

La siguiente tabla identifica las 40 empresas que se han tenido en cuenta para realizar el estudio sobre el **Top 40 del Mercado Continuo**. Respecto al año 2018, se incluyen en el análisis a Aedas Homes, Audax Renovables, Gestamp, Prosegur Cash, Solaria, Técnicas Reunidas y Unicaja Banco. Se excluyen Airbus Group, Ence, Europac, GAM, NH Hotel, Realia y Sniace.

Empresas del Mercado Continuo analizadas en la Temporada JGA 2019	Empresas del Mercado Continuo analizadas en la Temporada JGA 2018
Abengoa	Abengoa
Aedas Homes	-
Alantra Partners	Alantra Partners
Almirall	Almirall
Applus	Applus
Atresmedia	Atresmedia
Audax Renovables	-
BME	BME
Codere	Codere
C.F. Alba	C.F. Alba
C. y A. de Ferrocarriles	C. y A. de Ferrocarriles
Catalana Occidente	Catalana Occidente
Duro Felguera	Duro Felguera
Ebro Foods	Ebro Foods
Euskaltel	Euskaltel
Faes Farma	Faes Farma
FCC	FCC
Fluidra	Fluidra
G. E. San Jose	G. E. San Jose
Gestamp	-
Lar España	Lar España
Liberbank	Liberbank
Logista	Logista
Obrascón Huarte Lain	Obrascón Huarte Lain

Empresas del Mercado Continuo analizadas en la Temporada JGA 2019	Empresas del Mercado Continuo analizadas en la Temporada JGA 2018
Pharma Mar	Pharma Mar
Prisa	Prisa
Prosegur	Prosegur
Prosegur Cash	-
Quabit	Quabit
Rovi	Rovi
Sacyr Vallehermoso	Sacyr Vallehermoso
Solaria	-
Talgo	Talgo
Técnicas Reunidas	-
Tubacex	Tubacex
Tubos Reunidos	Tubos Reunidos
Unicaja Banco	-
Vidrala	Vidrala
Vocento	Vocento
Zardoya Otis	Zardoya Otis



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

Proxy advisor de referencia	
Ibex-35	ISS y Glass Lewis
Top 40 del Mercado Continuo	ISS

Finalmente, tras analizar las políticas de voto de los 100 inversores institucionales extranjeros con mayor presencia en el accionariado de las empresas cotizadas españolas (el **“Top 100 de los Inversores Institucionales”**), hemos estudiado el comportamiento de aquellos que son más activos en el ámbito del gobierno corporativo (el **“Top 70 de los Inversores Institucionales”**).

Top 70 de los Inversores Institucionales	
1. Actiam	16. Bnp Paribas Asset Management
2. Ag2r La Mondiale Gestion D'actifs	17. British Columbia Investment Management
3. Allianceberstein	18. California Public Employees' Retirement System
4. Allianz Global Investors	19. Candriam Belgium Sa
5. Amundi Pioneer	20. Capital Research Global Investors
6. Apg Asset Management	21. Charles Schwab Investment Management
7. Aqr Capital Management Group Lp	22. Columbia Threadneedle Management
8. Artemis Investment Management Llp	23. CPP Investment Board
9. Artisan Partners	24. Degroof Petercam
10. Aviva Investors	25. Deka Investments
11. Axa Investment Management	26. Dimensional Fund Advisors
12. Baillie Gifford	27. Deutsche Asset & Wealth Management
13. Bank Of New York Mellon Corporation	28. Eaton Vance Corporation
14. Blackrock Group	29. Fidelity Investments
15. Bmo Global Asset Management	30. Fidelity International

Top 70 de los Inversores Institucionales	
31. First Trust Advisors	51. NNIP Investment Partners B.Vz
32. Florida Retirement System	52. Norges Bank Investment Management
33. Franklin Templeton Management Limited	53. Northern Trust Global Investments
34. Generali Investments Group	54. Nuveen Ostrum Asset Management
35. Geoeede Capital Management Llc	55. Ostrum Asset Management (Natixis)
36. Goldman Sachs Asset Management	56. Parametric
37. HSBC Global Asset Management	57. PGGM Vermogensbeheer
38. Invesco Asset Management Limited	58. Pictet Group
39. Investec Asset Management	59. Principal Global Investors
40. J.P. Morgan Asset Management Uk	60. Robeco
41. Janus Henderson	61. Schroders
42. La Banque Postale Asset Management	62. Sjunde Ap-Fonden
43. Lazard A.M.	63. Standard Life Aberdeen
44. Legal & General Investment Mgmt	64. State Street Global Advisors
45. Lyxor	65. T. Rowe Price
46. M&G Investments	66. UBS Global Asset Management
47. Mackenzie	67. Union Investments
48. MFS Investment Management	68. Vanguard Group
49. Mirova	69. Wcm Investment Management
50. Morgan Stanley Investment Management	70. Wellington Management

EL GOBIERNO CORPORATIVO Y LOS INVERSORES INSTITUCIONALES

ÍNDICE

1. VISIÓN GENERAL DE LA TEMPORADA DE JUNTAS 2019 EN ESPAÑA	15	3. COMPORTAMIENTO DE LOS PRINCIPALES INVERSORES INSTITUCIONALES EXTRANJEROS	42
2. ANÁLISIS DE LA TEMPORADA DE JUNTAS 2019 EN EL IBEX-35 Y EN EL TOP 40 DEL MERCADO CONTINUO	19	3.1 EL TOP 100 DE LOS INVERSORES INSTITUCIONALES Y SU COMPORTAMIENTO EN LAS JUNTAS DE ACCIONISTAS	42
2.1. NIVEL DE PARTICIPACIÓN	19	3.2 ANÁLISIS DEL TOP 70 DE LOS INVERSORES INSTITUCIONALES Y DE SUS POLÍTICAS DE VOTO	45
2.2. CUESTIONES MÁS CONFLICTIVAS	21	3.2.1 Demandas de los inversores institucionales en la estructura del consejo de administración	46
2.2.1. Consejo de administración	24	<ul style="list-style-type: none"> • Duración del cargo. Mención especial al caso de los consejeros independientes. • Estructura y composición de las comisiones del consejo. 	
<ul style="list-style-type: none"> • Evolución de la separación de cargos de presidente y primer ejecutivo en los últimos 3 años. Tipología de presidente en las empresas del Ibex-35 y del Top 40 del Mercado Continuo. • 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. • Evolución de la diversidad de género en los consejeros del Ibex-35 y del Top 40 del Mercado Continuo. • Resultados en las votaciones sobre nombramiento, ratificación y reelección de consejeros y consejeras. Evolución en los últimos tres años. • Recomendaciones de voto de los <i>proxy advisors</i> por tipo de consejero. • Matriz de competencias. 		3.2.2 Demandas de los inversores institucionales en las ampliaciones de capital	48
2.2.2. Remuneración de los consejeros y altos directivos	35	3.2.3 Disponibilidad de <i>engagement</i> por parte de las compañías y la involucración de su consejo	49
<ul style="list-style-type: none"> • Resultados en las votaciones en materia de retribución. Evolución en los últimos tres años de las votaciones del IAR. • Influencia de los <i>proxy advisors</i>. 		4. ¿CÓMO PREPARAR LA TEMPORADA DE JUNTAS 2020?	51
2.2.3. Modificación del capital social	38	5 GUÍA PRÁCTICA SOBRE LA COMPOSICIÓN Y ESTRUCTURA DEL CONSEJO	54
2.2.4. Información no financiera	40	5.1 INTRODUCCIÓN	54
		5.2 ESTRUCTURA Y COMPOSICIÓN DEL CONSEJO Y SUS COMISIONES	56
		5.3 LA CUALIFICACIÓN DE LOS CONSEJEROS Y DEL CONSEJO EN SU CONJUNTO	62
		5.4 TRANSPARENCIA Y PROFESIONALIZACIÓN DE LOS PROCESOS DE SELECCIÓN Y EVALUACIÓN	63

La diversidad en el consejo continua siendo clave para los inversores y los proxy advisors.

Algunos inversores, que tradicionalmente no votaban en las juntas en España, han ampliado su perímetro de votación y han reforzado sus proxy voting teams.

La transparencia en el ámbito de la retribución debe seguir mejorando.

España se ha situado a la vanguardia a nivel europeo en cuanto a divulgación de información no financiera y diversidad.

Debería existir una “matriz de competencias” del consejo y ser conocida por el mercado.

Impacto de las crisis reputacionales en la calidad del voto en las juntas.

1

VISIÓN GENERAL DE LA TEMPORADA DE JUNTAS 2019 EN ESPAÑA

La Temporada de Juntas 2019 en España ha estado marcada por la nueva Ley 11/2018, de 28 de diciembre, que procede del Real Decreto-Ley 18/2017 y modifica el Código de Comercio, la Ley de Sociedades de Capital y la de Auditoría de Cuentas, en materia de información no financiera y diversidad (la “**Ley 11/2018**”). Gracias a esta Ley, España se ha situado a la vanguardia a nivel europeo en cuanto a divulgación de información no financiera y diversidad, lo que ha supuesto que:

- Por primera vez, se haya presentado el informe sobre la información no financiera como un punto separado del orden del día para su aprobación en la junta. España ha sido el primer país de la Unión Europea que ha incluido este requerimiento. Las compañías del Ibex-35¹ obtuvieron un nivel de apoyo medio al informe sobre la información no financiera de un 98,84%. Únicamente una compañía obtuvo la recomendación de voto en contra por parte de ISS.
- Las sociedades han proporcionado información detallada sobre su política de diversidad y su implantación en el consejo de administración y el comité de dirección.

Un año más, los tres grandes asuntos que han centrado el interés de los inversores en la Temporada de Juntas 2019 han sido: (i) los nombramientos y la reelección de consejeros, (ii) las remuneraciones y (iii) las ampliaciones de capital. En este último caso, motivado por las variaciones de las políticas de voto de muchos inversores, haciéndolas más estrictas en lo que respecta a la dilución de capital, así como por el cambio en la política del *proxy advisor* ISS, que ha endurecido los criterios cuantitativos para emitir una recomendación favorable en las ampliaciones de capital. En concreto, el importe de los aumentos de capital no podrá ser superior al 50%, cuando se reconozcan derechos de preferencia (anteriormente, el umbral era del 100%) o al 10%, cuando se excluyan los derechos de suscripción preferentes (anteriormente, el umbral era del 20%).

Como hecho destacable, desde Georgeson hemos observado que, en las temporadas de juntas más recientes, algunos inversores, que tradicionalmente no votaban en las juntas en España, han ampliado su perímetro de votación y han reforzado sus *proxy voting teams*. Entre estos inversores destacan Lyxor, Generali, Davy y Resona. Asimismo, algunos inversores (por ejemplo, Legal & General) han modificado sus políticas de implicación (*engagement*) con los emisores y solicitan que un miembro del consejo de administración se involucre en dichas actividades y que estas se lleven a cabo fuera de la temporada de juntas.

La Temporada de Juntas 2019 ha estado también caracterizada por el impacto en la calidad del voto que han tenido las crisis reputacionales de las compañías

¹ Dos compañías del Ibex-35 no sometieron a la junta la aprobación de este punto.

cotizadas españolas; así, hemos visto como inversores y *proxy advisors* han penalizado la reelección de consejeros y/o la gestión social de aquellas compañías que hayan podido tener, a juicio de estos, una gestión deficiente en casos que pueden afectar a la imagen y reputación de las compañías.

La diversidad, entendida en su sentido más amplio, ha seguido estando en el foco de los inversores institucionales y *proxy advisors*. Inversores europeos como Legal & General, State Street Global Advisors o AVIVA Investors continúan siendo los más estrictos a la hora de establecer criterios mínimos de presencia de mujeres en el consejo que, en algunos casos, se sitúan en el 40%. Aquellas compañías que no han cumplido con dicho porcentaje han visto penalizadas la reelección de los consejeros miembros de la comisión de nombramientos. La diversidad en la cualificación y conocimientos de los consejeros (*skills*) ha sido otro de los aspectos más relevantes en esta Temporada de Juntas. Uno de los requerimientos más comunes de los inversores a las compañías durante las actividades de *engagement* es el de la existencia de una matriz de competencias; aunque a día de hoy son pocas las empresas del Ibex-35 y del Top 40 del Mercado Continuo que hacen público este documento.

Por último, en el ámbito de las retribuciones, los inversores han seguido poniendo el foco en la mejora de la transparencia de las métricas de desempeño financieras y no financieras, los pagos por terminación de contrato, los pagos discrecionales y el detalle en la divulgación del cumplimiento de los objetivos de desempeño.

A continuación, destacamos los aspectos más relevantes de la Temporada de Juntas 2019 tras el análisis de la información llevado a cabo por Georgeson:

- El nivel medio de participación (*quorum*) de las compañías del Ibex-35 ha descendido ligeramente respecto a 2018 (-0,3 puntos) mientras que el del Top 40 del Mercado Continuo ha aumentado poco más de punto y medio.
- En el Ibex-35, un total de 51 propuestas obtuvieron en 2019 más del 10% de oposición. En el Top 40 del Mercado Continuo, un total de 60 propuestas obtuvieron en 2019 más del 10% de oposición.
- Por tipología, las propuestas más penalizadas (con más del 10% de oposición) han sido las relacionadas con los aumentos de capital en el Ibex-35 (el 37% de esta categoría de propuestas) y con la remuneración de consejeros y alta dirección en el Top 40 del Mercado Continuo (el 24 % de este tipo de propuestas).
- El mayor número de recomendaciones de voto no favorables del *proxy advisor* de referencia (ISS) afectaron al nombramiento, ratificación y reelección de consejeros (23 propuestas en el Ibex-35 y 51 en el Top 40 del Mercado Continuo).
- Los presidentes independientes siguen siendo una minoría en las compañías cotizadas españolas, aunque se aprecia un ligero aumento respecto al ejercicio 2018.
- El número de compañías con un porcentaje de independencia igual o superior al 50% es mayor en el Ibex35 que en las empresas del Top 40 del Mercado Continuo.
- La presencia de mujeres en los consejos del Ibex-35 y del Top 40 del Mercado Continuo sigue mostrando una tendencia creciente, si bien es cierto que aún no se ha alcanzado el umbral del 30% recomendado por el Código de Buen Gobierno.
- Sólo 5 compañías del Ibex-35 hacen pública la matriz de competencias del consejo.
- El grado de apoyo al Informe Anual sobre Remuneraciones ("IAR") ha sido inferior al año 2018 en el caso de las compañías del Ibex-35 y similar en las del Top 40 del Mercado Continuo.
- El porcentaje de votos en contra en las propuestas relativas a ampliaciones de capital y emisión de instrumentos convertibles ha aumentado considerablemente en el Ibex-35 y se mantiene constante en el Top 40 del Mercado Continuo.
- El promedio de votos a favor del informe de información no financiera fue del 98,84%, en las empresas del Ibex-35. ISS fue el único *proxy advisor* que recomendó votar en contra en una compañía.

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





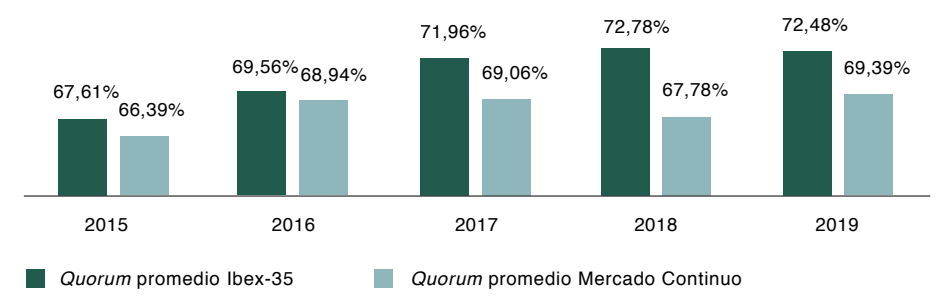
2 ANÁLISIS DE LA TEMPORADA DE JUNTAS 2019 EN EL IBEX-35 Y EN EL TOP 40 DEL MERCADO CONTINUO

2.1. NIVEL DE PARTICIPACIÓN

En la Temporada de Juntas 2019, el *quorum*² medio de las compañías del Ibex-35 ha descendido ligeramente respecto a 2018 (-0,3 puntos), situándose en 72,48%; en contraste con el *quorum* medio del Top 40 del Mercado Continuo, que presenta un aumento de poco más de punto y medio, situándose en 69,39%.

Si analizamos la evolución de los últimos cinco años, ha habido un aumento gradual en la participación de los accionistas en las juntas: el *quorum* medio de las compañías del Ibex-35 ha aumentado en 4,87 puntos, mientras que, en las compañías del Top 40 del Mercado Continuo, ha aumentado en 3 puntos. Históricamente, el nivel medio de participación de los accionistas en las juntas es mayor en las compañías del Ibex-35 que en las del Top 40 del Mercado Continuo. Este hecho podría explicarse porque en las compañías del Ibex-35 la presencia en el capital de inversores activos en las juntas y en temas de gobierno corporativo suele ser mayor.

Ibex-35 y Mercado Continuo: Evolución del promedio del *quorum* 2015 - 2019



Los gráficos de la siguiente página reflejan el nivel de participación en la Temporada de Juntas 2019 en las empresas del Ibex-35 y del Top 40 del Mercado Continuo, detallando, de manera decreciente, el peso que tiene el *free-float*³ en el *quorum* total para cada compañía. Para calcularlo, se ha excluido del voto total, la participación del núcleo duro⁴, asumiendo que el voto de esta categoría de inversor está garantizado por su relación con la compañía.

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

3 El cálculo del free-float de cada compañía y su proporción sobre el quorum, se ha realizado con la información pública disponible en el momento de celebración de la junta ordinaria de cada sociedad.

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

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

Los gráficos reflejan como en algunas compañías (por ejemplo, la número 1 del gráfico del Ibex-35) el *quorum* está compuesto casi en su totalidad por inversores que forman parte del *free-float*. Por el contrario, otras compañías que han tenido un porcentaje similar de quorum (por ejemplo, la número 22 del gráfico del Ibex-35), no han contado con una participación alta del *free-float* y el *quorum* está compuesto, principalmente, por su núcleo duro. Esto demuestra que el *quorum* es un número que no es representativo de la movilización del capital de una compañía, ya que este está directamente condicionado por la estructura accionarial de cada compañía. Otros ejemplos de este tipo de compañías serían los números 1 y 25 del gráfico de las 40 compañías del Mercado Continuo, que tienen un *quorum* similar, a pesar de tener una movilización del *free-float* diferente.

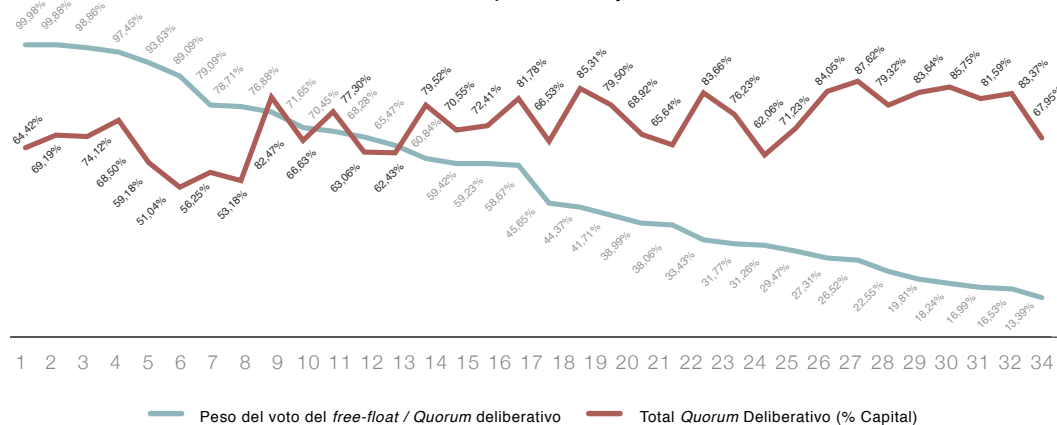
2.2 CUESTIONES MÁS CONFLICTIVAS

Al igual que el año pasado, durante esta Temporada de Juntas 2019, tanto en el Ibex-35 como en el Top 40 del Mercado Continuo, el tema que ha suscitado mayor controversia entre los grandes inversores institucionales y el *proxy advisor* de referencia (ISS) ha sido el relativo al nombramiento, ratificación y reelección de los consejeros, seguido por los aspectos relativos a la retribución del consejo y las propuestas de ampliaciones y reducciones de capital.

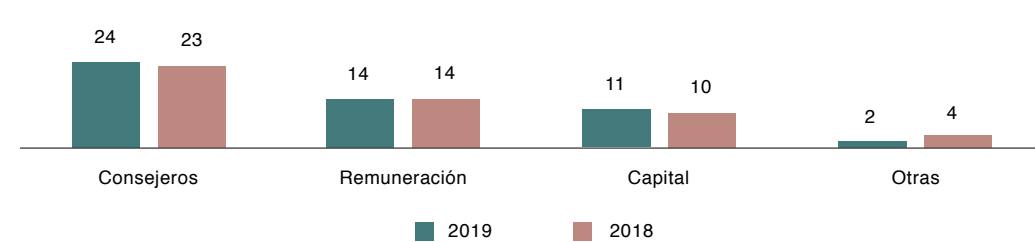
El número de propuestas que han sido votadas en contra es mayor en las compañías del Top 40 del Mercado Continuo que en las compañías del Ibex-35. El motivo puede ser que, generalmente, las compañías del Ibex-35 son más rigurosas en el seguimiento de los mejores estándares de gobierno corporativo que las compañías de menor capitalización.

En el Ibex-35, un total de 51 propuestas obtuvieron en 2019 más del 10% de oposición. El número de propuestas es similar al del año pasado. Sin embargo, el número de compañías que recibió la oposición de más del 10% de los accionistas en al menos una de las propuestas sometidas a la aprobación de la junta, se ha reducido de 22 en 2018 a 20 compañías este año.

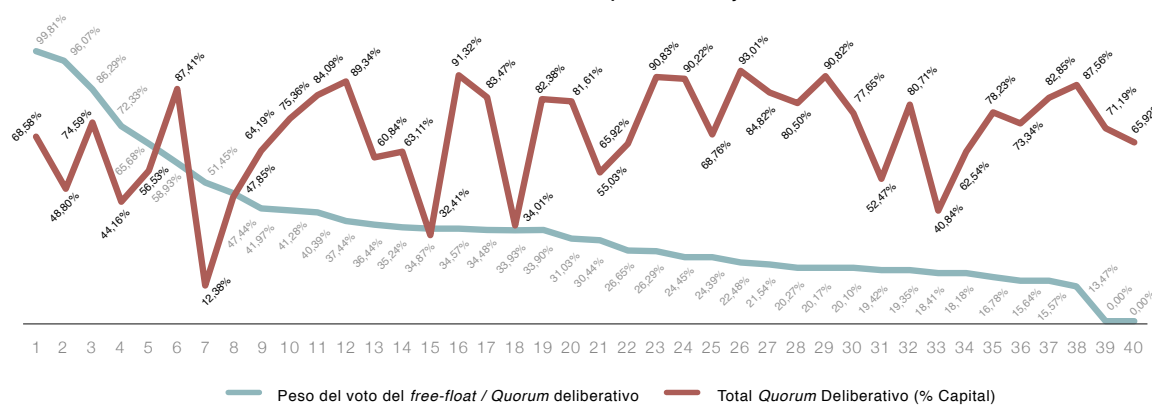
Ibex-35: Participación en la junta 2019



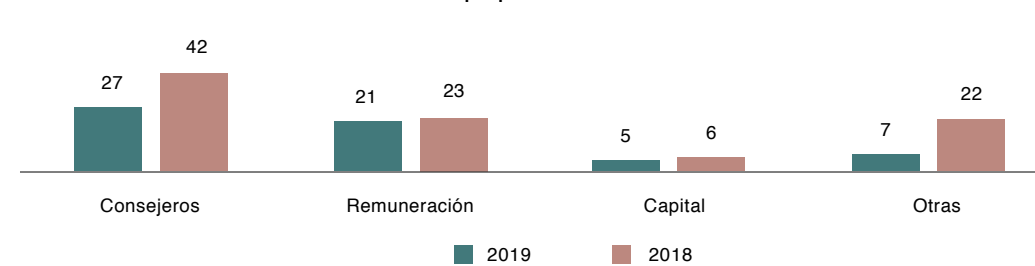
Ibex-35: N° de propuestas con más de 10% de voto en contra



Mercado Continuo: Participación en la junta 2019



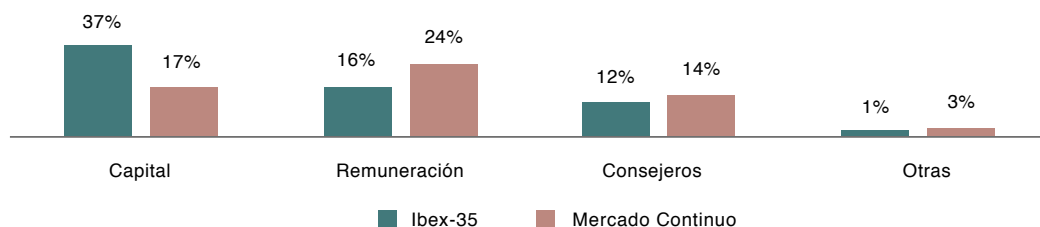
Mercado Continuo: N° de propuestas con más de 10% de voto en contra



En cuanto a la proporción de propuestas más penalizadas por los accionistas (con más de 10% de voto en contra) en el Ibex-35 han sido en relación con el total de propuestas de su categoría, las relacionadas con aumentos de capital y emisión de instrumentos convertibles (37% de las propuestas penalizadas), mientras que, en el Top 40 del Mercado Continuo, han sido las relacionadas con la remuneración de los consejeros y la alta dirección (24% de las propuestas penalizadas). En relación con estas materias, podemos destacar lo siguiente:

- Muchos inversores entienden que el límite cuantitativo de las ampliaciones de capital debe ser inferior al considerado estándar en el mercado español. Algunas de las propuestas que han recibido mayor oposición en las compañías del Ibex-35 han sido ampliaciones de capital con un importe limitado al 50% del capital suscrito, cuando se reconocía el derecho de suscripción preferente, o al 20% del capital suscrito, cuando se excluía este derecho.
- La mayor parte de las propuestas que han recibido una oposición relevante en las juntas del Top 40 del Mercado Continuo se referían a la aprobación, con carácter consultivo, del IAR correspondiente al ejercicio 2018. En la mayor parte de los casos, se percibe que los inversores exigen una mayor transparencia en el nivel de información que facilitan las compañías, respecto de la definición de métricas, su ponderación y nivel de cumplimiento. Este nivel de transparencia suele ser mucho más elevado en las compañías de mayor capitalización que en las compañías del Mercado Continuo.

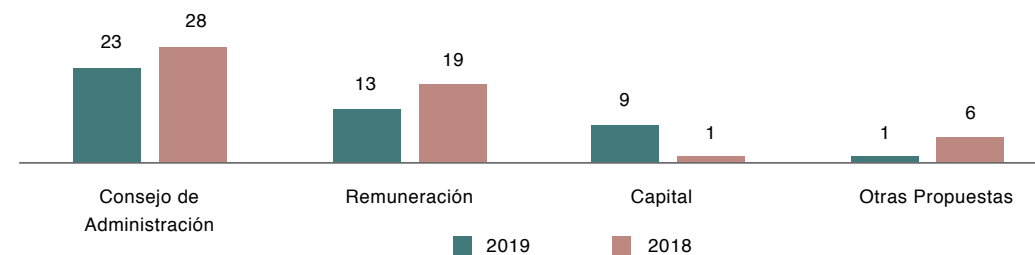
Proporción de propuestas con más de 10% de voto en contra en relación al total de propuestas por categoría



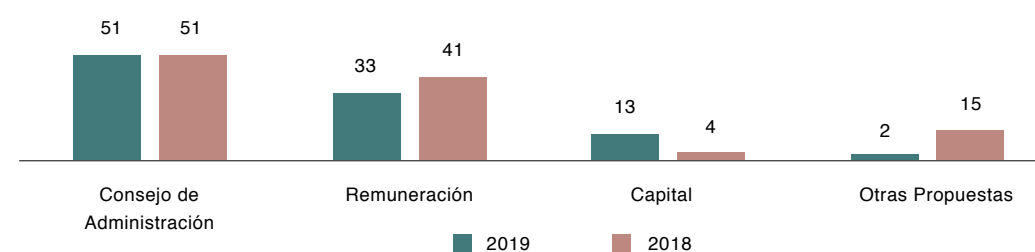
Si analizamos las recomendaciones de voto del *proxy advisor* de referencia (ISS) para las empresas del Ibex-35 y del Top 40 del Mercado Continuo, tanto en 2019 como en 2018 el mayor número de recomendaciones de voto no favorables se centraron en el nombramiento, ratificación y reelección de consejeros (23 propuestas para las empresas del Ibex-35 y 51 recomendaciones para las del Mercado Continuo). El principal motivo para este tipo de recomendación ha sido el carácter “no independiente” de los consejeros sometidos a votación. Al igual que en la temporada de juntas pasada, estas recomendaciones de voto no favorable han influido más en los resultados de las juntas de aquellas empresas en las que la presencia de inversión extranjera es mayor.

Como conclusión, podemos afirmar que la gran diferencia en el número de recomendaciones negativas por parte de ISS, entre las compañías del Ibex-35 y del Mercado Continuo, se debe a que las compañías de mayor capitalización están más alineadas con los mejores estándares internacionales de gobierno corporativo.

ISS: N° de recomendaciones de voto no favorables para empresas del Ibex-35

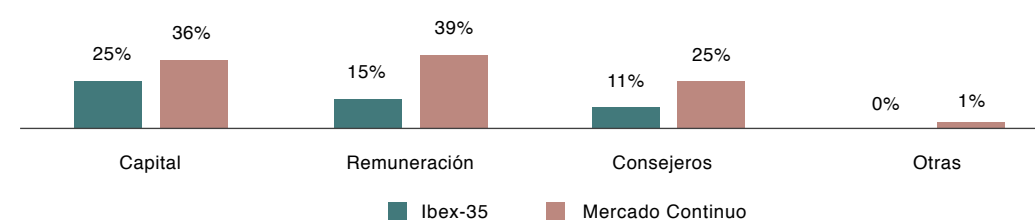


ISS: N° de recomendaciones de voto no favorables para empresas del Mercado Continuo



Por categoría, en la Temporada de Juntas 2019, las propuestas que han recibido una mayor proporción de recomendaciones de voto en contra de los asesores de voto han sido: las relacionadas con aumentos y reducciones de capital en el Ibex 35 (25% de las propuestas penalizadas) y las relacionadas con la remuneración de los consejeros y la alta dirección en el Mercado Continuo (39% de las propuestas penalizadas).

ISS: Ratio de propuestas que han recibido una recomendación no favorable en relación al total de propuestas por categoría



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

2.2.1. CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN

Un año más, los aspectos relativos al consejo de administración han sido los que más controversia han generado por parte de inversores institucionales y *proxy advisors*.

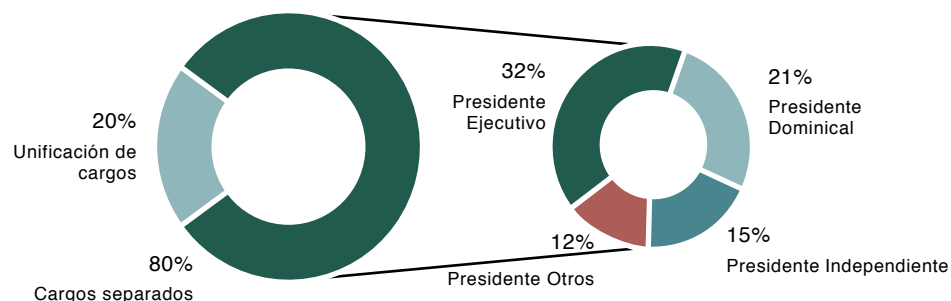
La presencia de mujeres en los consejos de administración sigue siendo uno de los aspectos que mayor escrutinio genera entre los inversores institucionales extranjeros y *proxy advisors*. En algunos casos, penalizan el nombramiento y/o reelección de los consejeros miembros de la comisión de nombramientos, cuando no se alcanzan los umbrales estipulados en sus políticas de voto.

Como comentaremos más adelante, durante esta Temporada de Juntas uno de los temas más demandados por los inversores institucionales y *proxy advisors* ha sido que las empresas cuenten con una matriz de competencias del consejo. Esta matriz debe mostrar los perfiles y habilidades del consejo; y puede ser utilizada, además, para analizar aquellas áreas que necesiten un refuerzo y, de esta forma, en el caso de un nuevo nombramiento, ayudar a definir correctamente el perfil del candidato.

Evolución de la separación de cargos de presidente y primer ejecutivo en los últimos 3 años. Tipología de presidente en las empresas del Ibex-35 y del Top 40 del Mercado Continuo

Las peculiaridades del mercado español hacen que la figura del presidente ejecutivo sea aún bastante común en las compañías cotizadas españolas. El ordenamiento jurídico español permite que el primer ejecutivo de la compañía sea, a su vez, el presidente del consejo pero, como medida de contrapeso, cuando esto suceda, se deberá nombrar a un consejero coordinador de entre los consejeros independientes (*lead independent director*).

Ibex-35: Unificación vs. separación de cargos entre el presidente y consejero delegado 2019

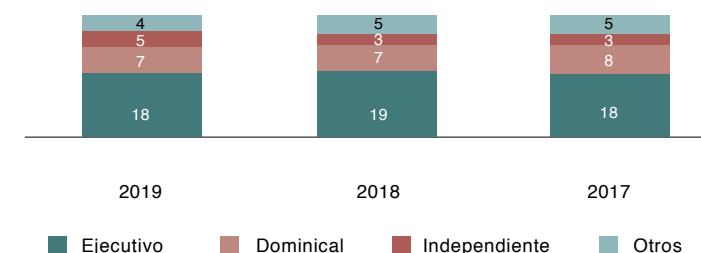


En agosto de 2019, al igual que el año anterior, había siete compañías del Ibex-35 que tenían los cargos unificados; las 27 compañías restantes contaban con un presidente del consejo y un consejero delegado. Sin embargo, a pesar de esta separación formal de los cargos, en 11 de estas 27 compañías, el presidente tenía la condición de ejecutivo. No obstante, de acuerdo con los estándares internacionales, la presencia de un consejero delegado, con facultades y funciones diferenciadas de las del presidente del consejo sirve como una medida de contrapeso para evitar la concentración de poder.

Dentro del Top 70 de los Inversores Institucionales analizados por Georgeson, 54 de ellos (77%) indican en sus políticas de voto que los cargos de consejero delegado y presidente del consejo deben estar separados. No obstante, un 51 % de estos inversores especifican en sus políticas que en el caso de unificación de cargos aceptarían medidas de contrapeso; y consideran la unificación de cargos como una característica específica del mercado español. Adicionalmente, un 35% de los inversores indica que aceptaría la unificación de cargos de manera temporal o excepcional, lo que otorga un margen a las compañías para que puedan tomar medidas.

Si analizamos la tipología de los presidentes de los consejos de las empresas del Ibex-35 observamos que la mayoría son consejeros ejecutivos (53%). Sin embargo, apreciamos como el número de presidentes ejecutivos disminuye en uno respecto a 2018.

Ibex-35: Presidentes del consejo según su tipología



Los presidentes independientes, siguen siendo minoría en los consejos de administración, aunque se aprecia un ligero aumento respecto a los años anteriores. Cada vez más inversores establecen en sus políticas de voto que la presidencia del consejo de administración debe recaer sobre un consejero independiente. De los Top 70 Inversores Institucionales analizados, 23 de ellos (32,9%) indican en sus políticas que sería preferible que el presidente del consejo tuviese la categoría de consejero independiente.

En la Temporada de Juntas de 2019 se ha sometido a votación la ratificación y reelección de dos consejeros delegados que son a su vez presidentes del consejo. Las dos propuestas recibieron recomendaciones de voto contrarias por parte de ISS. Sin embargo, Glass Lewis recomendó votar a favor en ambos casos. El promedio de voto en contra de las dos resoluciones fue de un 10,50%.

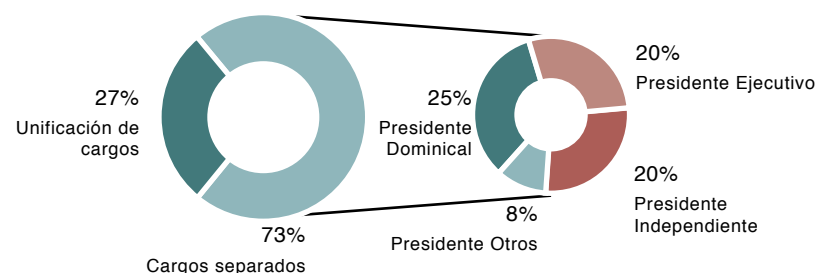
En el Top 40 del Mercado Continuo, como en años anteriores, el número de empresas con los cargos unificados es mayor que en las compañías del Ibex-35. De las empresas contempladas en el análisis:

- 11 tienen los cargos unificados.

- De las 29 empresas que tienen los cargos separados (que representan un 73%), 8 tienen presidentes ejecutivos⁵.

En la Temporada de Juntas 2019, en el Top 40 del Mercado Continuo se ha sometido a votación la reelección de un consejero que tiene los cargos de presidente y consejero delegado unificados, recibiendo una recomendación contraria por parte de ISS, y un voto en contra del 26,25%.

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



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

La independencia en los consejos de administración sigue siendo uno de los aspectos de mayor preocupación para los inversores institucionales y *proxy advisors*, quienes generalmente establecen como umbral mínimo el 50%. Como excepción, cuando se trate de una compañía controlada o con una capitalización bursátil muy pequeña, dicho umbral se reduce a un tercio (33%). En esta misma línea se manifiesta el Código de Buen Gobierno en su Recomendación 17.⁶

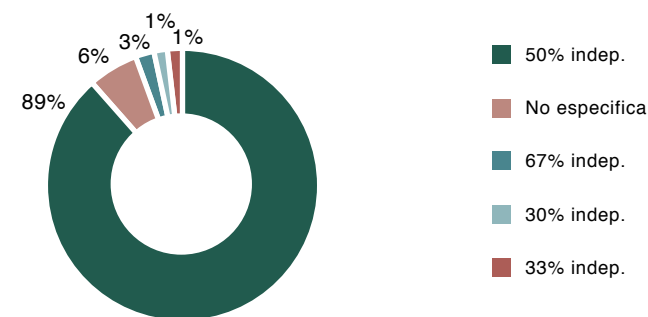
Tras analizar las políticas de voto del Top 70 de los Inversores Institucionales, observamos que:

- El 89% de los inversores indica que el nivel mínimo de independencia debe ser de un 50%.
- El 42% de estos inversores especifica en sus políticas que, para aquellas compañías que estén controladas, el umbral mínimo de independencia se establecerá en un 30%.
- Dos de los inversores analizados exigen un porcentaje mayor de independencia, estableciendo el umbral mínimo en un 67%.

5 Cuatro de las empresas del Top 40 del Mercado Continuo indican que no tienen un consejero delegado y tres de ellas cuentan únicamente con la figura de presidente independiente.

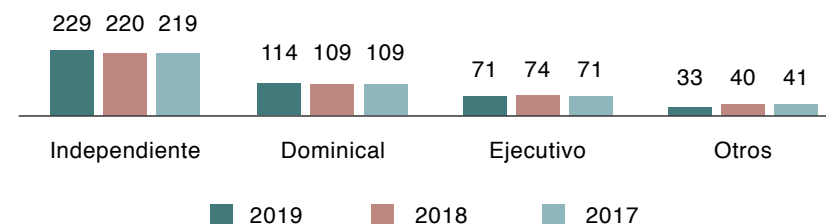
6. La Recomendación 17 del Código de Buen Gobierno aconseja que el número de consejeros independientes represente, al menos, la mitad del total de consejeros. Cuando la sociedad no sea de elevada capitalización o cuando, aun siéndolo, cuente con un accionista o varios actuando concertadamente, que controlen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

Proporción mínima de consejeros independientes exigida por el Top 70 de los Inversores Institucionales



En las compañías del Ibex-35, un año más, el número de consejeros independientes se ha incrementado respecto a los años previos, pasando de 219 consejeros en 2017 a 229 en 2019.

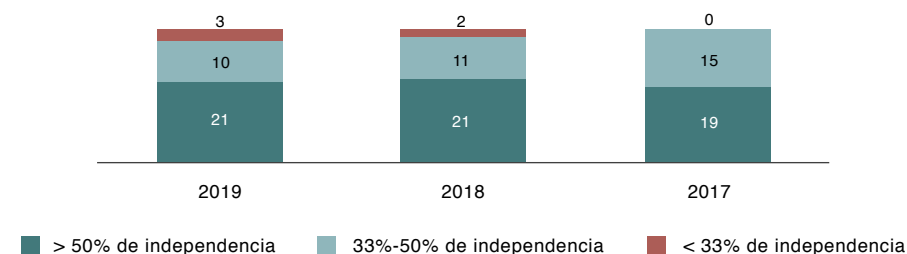
Ibex-35: Evolución de la estructura de los Consejos de Administración



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

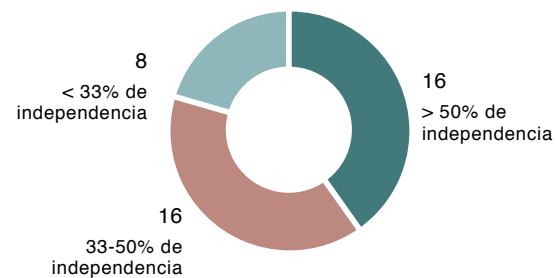
- 21 compañías, que representan un 61,8% de las sociedades analizadas, tienen más de un 50% de independencia en sus consejos. Si comparamos estos datos con los del año 2017, hay 2 compañías más que superan este umbral.
- 10 compañías, que representan el 29,4% del índice, tienen un nivel de independencia entre el 33% y el 50%.
- 3 compañías, que representan el 8,8% del Ibex-35, no alcanza un umbral de independencia del 33%.

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



En el Top 40 del Mercado Continuo 16 compañías (un 40%) tienen un porcentaje de independencia superior al 50%. De las 24 empresas que tienen un porcentaje de independencia por debajo del 50%, nueve son empresas controladas. Por lo tanto, habría 15 empresas que no cumplen con los requisitos mínimos de independencia, que generalmente exigen los inversores institucionales extranjeros y sus asesores de voto.

Mercado Continuo: Independencia en los consejos de administración

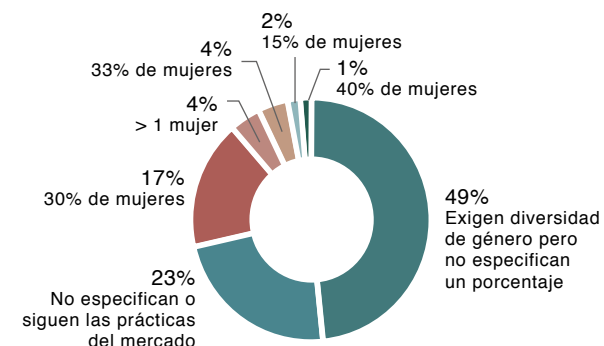


Evolución de la diversidad de género en los consejeros del Ibex-35 y del Top 40 del Mercado Continuo

En la Temporada de Juntas 2019 los asuntos relativos a la diversidad y, en concreto, a la diversidad de género, han vuelto a estar en el foco de los inversores institucionales y *proxy advisors*. Tras analizar los consejos de administración de las empresas del Ibex-35 observamos que tan solo 14 compañías han alcanzado el umbral del 30% de mujeres en el consejo. El Código de Buen Gobierno (Recomendación 14) aconseja que las mujeres representen al menos un 30% de los miembros del consejo en el año 2020. Todavía hay 26 empresas que, a fecha del análisis, no han alcanzado el umbral del 30% que recomienda el Código. En nueve de estas empresas, el porcentaje de mujeres no alcanza a representar el 20%, si bien, todas las compañías cuentan con, al menos, la presencia de una mujer en su consejo.

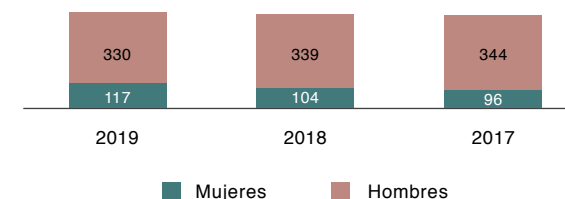
Tras analizar las políticas del Top 70 de los Inversores Institucionales observamos que un 77% de los inversores indican en sus políticas que debería existir diversidad de género en los consejos de administración. De ellos, 20 establecen cuotas específicas respecto del número de mujeres que debería haber en los consejos de administración. Destacamos al inversor francés La Banque Postale que indica en sus políticas que votará en contra del nombramiento o la reelección de un candidato si se trata de un hombre y la tasa de mujeres es inferior al 40%.

Top 70 Inversores Institucionales: Proporción mínima de mujeres en el consejo



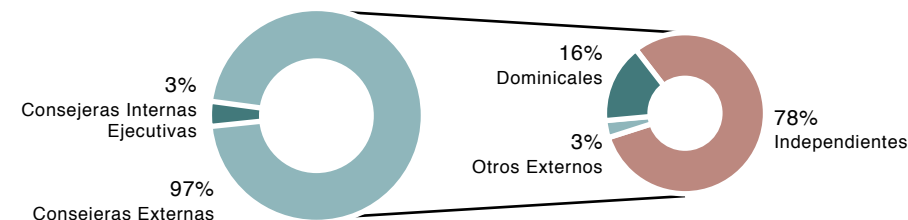
En las empresas del Ibex-35 la presencia de mujeres en los consejos de administración sigue una tendencia creciente; en agosto de 2019 el porcentaje de mujeres en los consejos de administración representaban un 26,2%, con un total de 117 mujeres.

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



Como podemos observar en el siguiente gráfico, de las 117 consejeras en las empresas del Ibex-35, un 97% son consejeras externas, en su mayoría (un 78%) independientes.

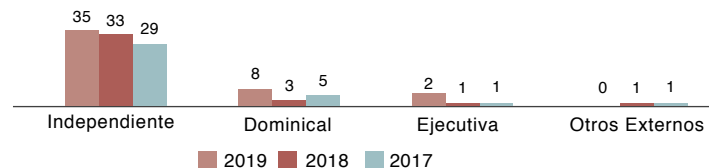
Ibex-35: Categoría consejeras tras la Temporada de Juntas 2019



En la Temporada de Juntas 2019 la diversidad del consejo y, en concreto, la diversidad de género ha vuelto a ser clave para los inversores.

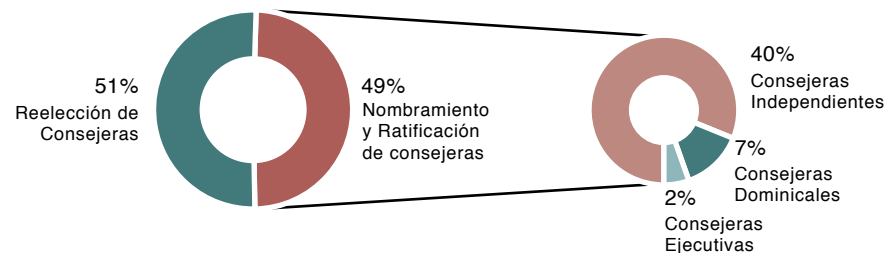
En la Temporada de Juntas 2019 en el Ibex-35 se ha sometido a votación el nombramiento, ratificación o reelección de 45 mujeres. Se mantiene la tendencia de años anteriores y crece el número de propuestas que, en 2019, ha sido de siete consejeras más que en 2018. El promedio de votos a favor del nombramiento, ratificación y reelección de consejeras en 2019 ha sido de un 96,25%.

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



Si analizamos el tipo de propuesta, observamos que el 51% se refería a la reelección de consejeras y un 49% a nuevos nombramientos o ratificaciones de consejeras.

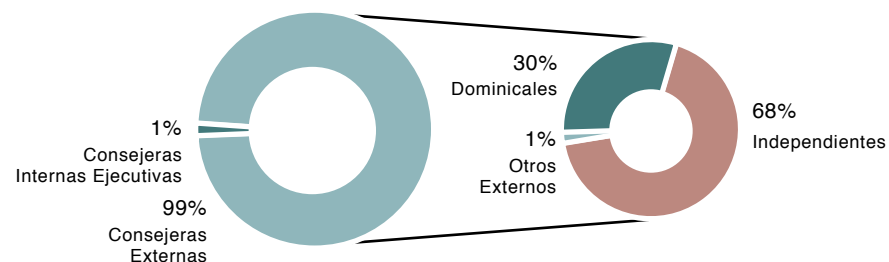
Ibex-35: Tipo de propuesta para las consejeras sometidas a votación en las JGA 2019



En el Ibex-35, un 78% de las consejeras propuestas son clasificadas como independientes. Si comparamos esta cifra con la de nombramiento, ratificación y reelección de consejeros, el número disminuye considerablemente. De 119 consejeros propuestos, solo 49 (un 41%) son consejeros independientes.

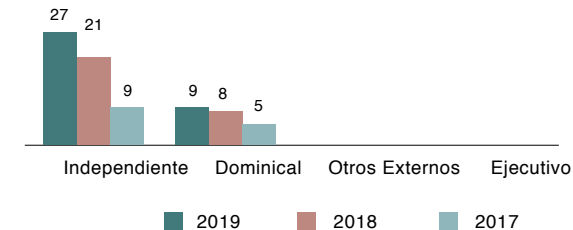
En los consejos de administración del Top 40 del Mercado Continuo, las proporciones cambian con respecto a las compañías del Ibex-35. De los 404 consejeros del Top 40 del Mercado Continuo, 88 son mujeres, lo que representa el 21,8% del número total de consejeros. De ellas, un 99% son consejeras externas, de las cuales un 68% son independientes.

Mercado Continuo: Categoría consejeras tras la Temporada de Juntas 2019



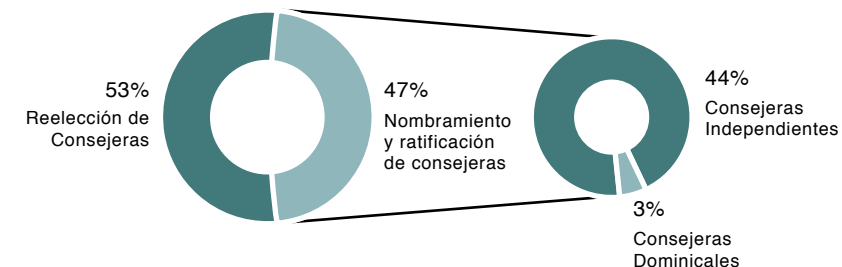
En la Temporada de Juntas 2019 del Top 40 del Mercado Continuo se ha propuesto el nombramiento, ratificación o reelección de 36 mujeres, 27 de ellas independientes.

Mercado Continuo: Tipo de consejeras sometidas a nombramiento, reelección y ratificación en las JGA 2019



Si analizamos el tipo de propuesta sometida a votación, observamos que un 53% se referían a la reelección de consejeras, y un 47% a nuevos nombramientos o ratificaciones de consejeras.

Mercado Continuo: Tipo de propuesta para las consejeras sometidas a votación en las JGA 2019

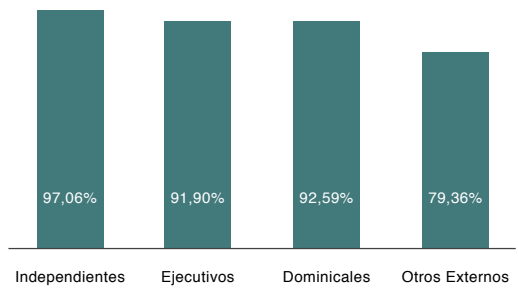


Resultados en las votaciones sobre nombramiento, ratificación y reelección de consejeros. Evolución en los últimos tres años

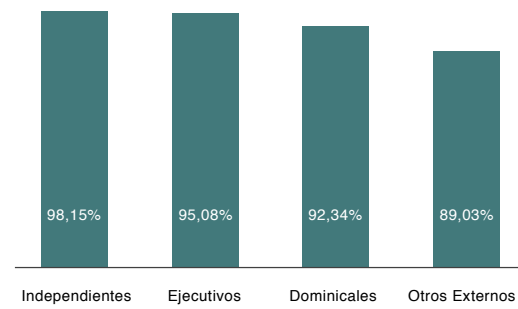
Los siguientes gráficos reflejan los niveles de apoyo, en los últimos dos años, a las propuestas de nombramiento, ratificación y reelección de consejeros y consejeras en las empresas del Ibex-35 y del Top 40 del Mercado Continuo, divididas por nivel de apoyo y por categoría de consejero.

En las empresas del Ibex-35, los consejeros independientes son los que han obtenido el mayor nivel de votos favorables. Si comparamos los resultados de 2019 con los del año anterior, observamos un descenso en el nivel de aprobación en todas las categorías. Destaca la notable disminución en el nivel de apoyo a los consejeros clasificados como "otros externos". Esto se debe a que, en la junta de una compañía en particular, cuatro consejeros clasificados como "otros externos" obtuvieron, en todos los casos, un porcentaje de voto favorable menor al 62%.

Ibex-35: Nivel de apoyo medio por tipo de Consejero 2019

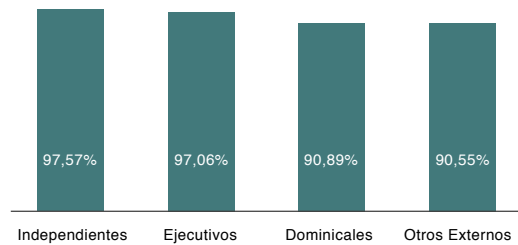


Ibex-35: Nivel de apoyo medio por tipo de Consejero 2018

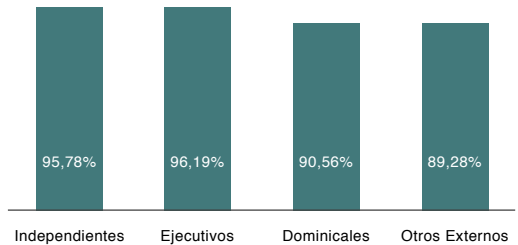


En el Top 40 del Mercado Continuo, si comparamos las cifras de 2019 y 2018, se aprecia un aumento en el nivel de apoyo promedio a los consejeros en todas las categorías. Los consejeros independientes son los que mayor apoyo han recibido.

Mercado Continuo: Nivel de apoyo medio por tipo de Consejero 2019



Mercado Continuo: Nivel de apoyo medio por tipo de Consejero 2018



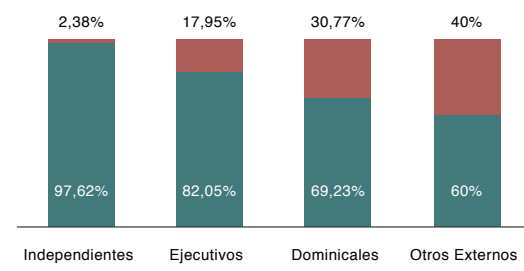
Recomendaciones de voto de los proxy advisors por tipo de consejero

A continuación se analizan las recomendaciones de voto de ISS y Glass Lewis por tipo de consejero para las empresas del Ibex-35. Como en años anteriores, los consejeros independientes son los que más apoyo reciben por parte de los proxy advisors.

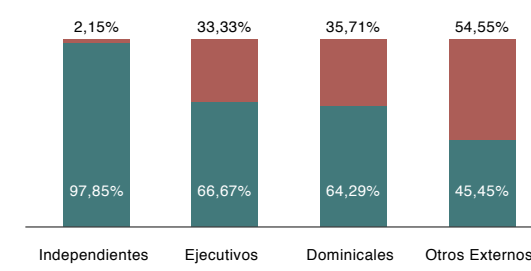
Durante la Temporada de Juntas 2019, ISS emitió un total de 23 recomendaciones contrarias al nombramiento, ratificación o reelección de consejeros de un total de 164 resoluciones en materia de consejo; es decir, el 14% de las resoluciones recibieron recomendaciones contrarias, siendo inferior a las resoluciones contrarias en el año 2018. Los consejeros calificados como ejecutivos fueron los que recibieron mayor número de resoluciones contrarias.

Por otro lado, en la Temporada de Juntas 2019, Glass Lewis emitió siete recomendaciones no favorables en materia de consejo, de un total de 164 resoluciones en esta materia. Esto representa tan solo un 4% de estas recomendaciones, siendo superior al número de recomendaciones contrarias en 2018.

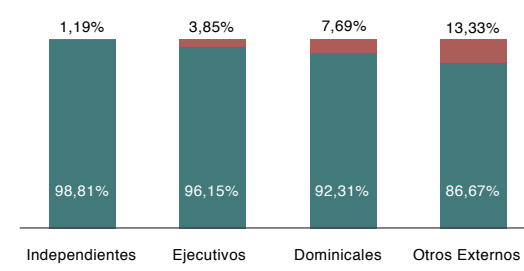
Ibex-35: Recomendaciones de voto de ISS por tipo de consejero 2019



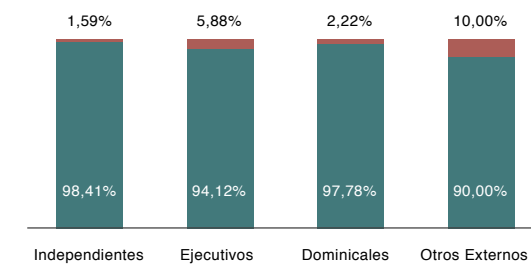
Ibex-35: Recomendaciones de voto de ISS por tipo de consejero 2018



Ibex-35: Recomendaciones de voto de Glass Lewis por tipo de consejero 2019



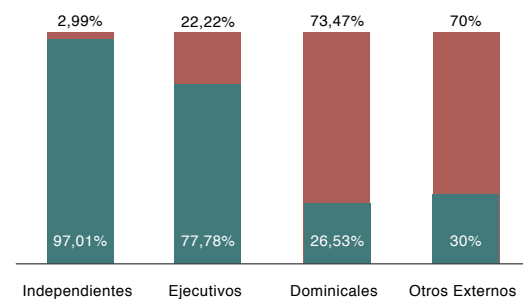
Ibex-35: Recomendaciones de voto de Glass Lewis por tipo de consejero 2018



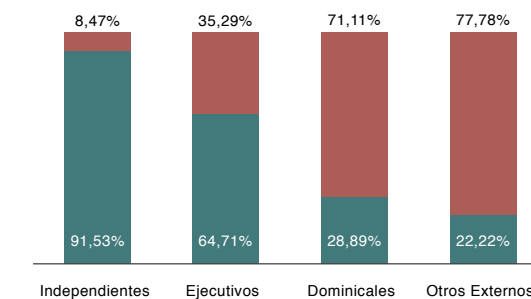
■ Recomendaciones favorables ■ Recomendaciones no favorables

A continuación, se analiza la evolución de las recomendaciones de voto de ISS por tipo de consejero para las empresas del Top 40 del Mercado Continuo entre 2018 y 2019. Como se observa en los siguientes gráficos, en todas las categorías de consejeros, salvo en los dominicales, se produce un aumento en el porcentaje de recomendaciones de voto favorable. En la Temporada de Juntas 2019 se sometieron a votación 144 resoluciones relativas al nombramiento, ratificación o reelección de consejeros. De ellas, 49 recibieron una recomendación de voto en contra por parte de ISS, lo que representa el 34% de estas resoluciones. 36 de estas resoluciones no favorables se referían a consejeros dominicales.

Mercado Continuo: Recomendaciones de voto de ISS por tipo de consejero 2019



Mercado Continuo: Recomendaciones de voto de ISS por tipo de consejero 2018



■ Recomendaciones favorables ■ Recomendaciones no favorables

Si evaluamos las 23 propuestas del Ibex-35 en materia de consejo que han recibido una recomendación no favorable por parte de ISS o Glass Lewis, observamos que el nivel de voto en contra en 20 de ellas fue superior al 10%. Si hacemos este mismo análisis en el Top 40 del Mercado Continuo, de las 49 propuestas que recibieron una recomendación no favorable por parte de ISS, 24 de ellas recibieron un porcentaje de votos en contra superior al 10%.

Matriz de competencias

La diversidad en la composición y competencias del consejo de administración es una cuestión clave para el buen funcionamiento del órgano de administración, y es exigida como buena práctica corporativa por parte del mercado internacional.

Generalmente, las compañías cotizadas españolas siguen la Recomendación 18 del Código de Buen Gobierno y publican el *curriculum vitae* de los miembros del consejo en sus páginas web corporativas, dónde quedan reflejadas sus trayectorias profesionales y formación académica. Sin embargo, cada vez es más frecuente, tanto a nivel internacional como nacional, que algunas compañías publiquen una matriz de competencias en la que se desglosa de forma individual el perfil académico, profesional y las principales competencias de cada consejero. Esta matriz permite identificar los aspectos diferenciales que aporta cada uno de los miembros del consejo y se ha convertido en la *best practice* en esta materia.

Tras analizar las empresas del Ibex-35, observamos que hay cinco compañías que divulgan su matriz de competencias y una compañía que, aunque no cuenta con una matriz como tal, indica las habilidades en agregado de sus consejeros. Adicionalmente, hay tres compañías que hacen mención a la existencia de una matriz de competencias, aunque no la publican. El resto de las compañías del Ibex-35, no hacen referencia a si cuenta o no con una matriz de competencias.

La elaboración y publicación de la matriz en documentos corporativos forma ya parte de las demandas de los inversores institucionales. Concretamente, un total de 9 inversores hacen mención a esta práctica en sus políticas. Entre ellos encontramos a CaLPERS, Charles Schwab, CPP Investment Board, DWS Investment, PGGM Vermögensbeheer, Robeco, UBS Global Asset management, Vanguard Group y WCM investment Management.

2.2.2. REMUNERACIÓN DE LOS CONSEJEROS Y ALTOS DIRECTIVOS

Durante la Temporada de Juntas 2019, los aspectos relativos a la remuneración han sido nuevamente un elemento de alta relevancia e interés tanto para los inversores institucionales extranjeros como para los *proxy advisors*.

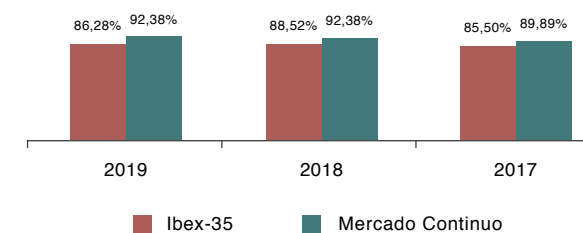
Tras analizar las recomendaciones no favorables de ISS y Glass Lewis y las explicaciones que publican algunos inversores institucionales para justificar su voto negativo, los motivos por los que se han penalizado propuestas de retribución en las empresas con un mayor nivel de *free-float* son los siguientes:

- El aumento relevante en el salario de los consejeros ejecutivos o en los bonus anuales, que la compañía no ha justificado de manera adecuada.
- Los pagos discrecionales sin estar asociados a resultados de desempeño excepcionales.
- Los pagos por terminación de contrato (*severance payments*) exceden del importe correspondiente a 24 meses de la retribución total.
- La remuneración excesiva en relación al desempeño de la sociedad.
- La falta de alineación de la remuneración de los consejeros ejecutivos con los intereses de los accionistas a largo plazo en comparación con las empresas similares que operan en el mismo sector (*peers*).
- Los planes de pensión resultan excesivos.

Resultados en las votaciones en materia de retribución. Evolución en los últimos tres años de las votaciones del IAR

Durante la Temporada de Juntas 2019, el apoyo medio al IAR ha sido inferior a 2018 en las compañías del Ibex-35 y similar en las del Top 40 del Mercado Continuo. Sin embargo, estos apoyos muestran ligeros ascensos respecto a 2017. El nivel de apoyo es menor en las empresas del Ibex-35 que en las del Top 40 del Mercado Continuo debido a que la presencia de inversores institucionales extranjeros en el capital de estas últimas es menor.

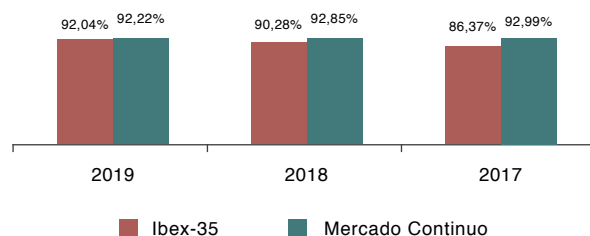
IAR: Evolución del apoyo



Los inversores demandan la elaboración y publicación de una matriz de competencias del consejo.

En la Temporada de Juntas 2019, 19 compañías del Ibex-35 sometieron a aprobación su política de remuneraciones. El apoyo medio a estas política fue significativamente superior al de otros años. Desde el año 2017, se ha producido un aumento de casi cinco puntos porcentuales. En el Top 40 del Mercado Continuo, fueron 18 las compañías que sometieron su política de remuneraciones a votación y el nivel de votos favorables se mantiene estable respecto a años anteriores.

Política de Remuneración: Evolución del apoyo

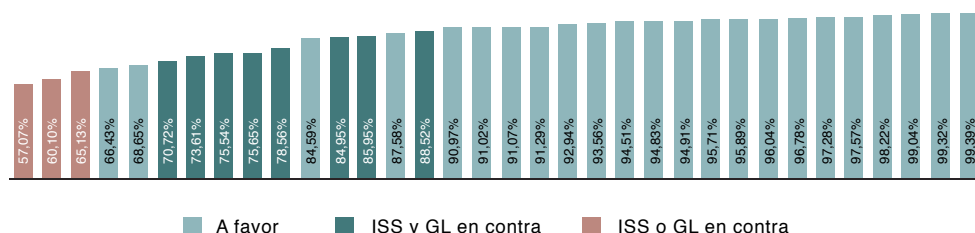


Influencia de los proxy advisors

Si analizamos el voto en cada una de las empresas del Ibex-35, la compañía que obtuvo menor apoyo recibió un 57,07% de votos a favor mientras que, la compañía que obtuvo el mejor resultado, contó con el apoyo del 99,39% de los votos. Esto la situó en más de 10 puntos por encima de la media, que fue de 86,28% de votos a favor.

Respecto a la votación del IAR, 19 empresas han recibido más del 90% de votos a favor y todas ellas habían recibido recomendaciones favorables por parte de los proxy advisors de referencia. Un total de 10 compañías tuvieron un voto en contra superior al 10% y todas habían recibido una recomendación negativa de, al menos, un proxy advisor. De ellas, ocho recibieron recomendaciones negativas tanto de ISS como de Glass Lewis.

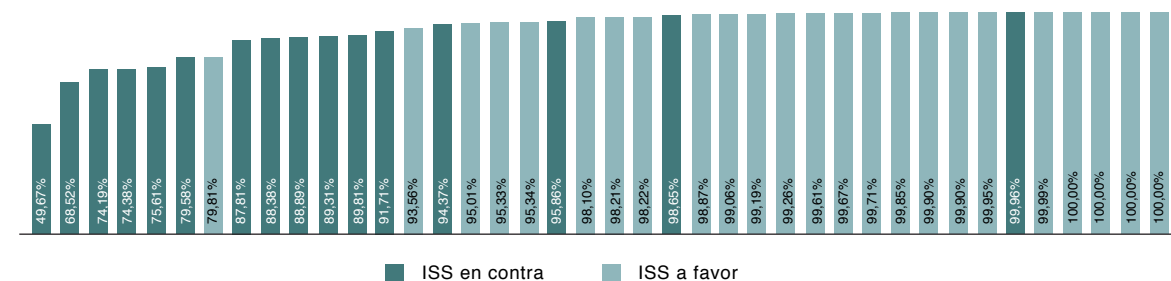
Ibex-35: IAR
Nivel de apoyo y recomendaciones de los proxy advisors



En el Top 40 del Mercado Continuo, la compañía que obtuvo el menor número de votos favorables tiene un porcentaje de apoyo de 49,67% mientras que, la compañía con mejores resultados, recibió un 100% de votos favorables. La media de votos favorables en el Top 40 del Mercado Continuo fue de 92,38% y 12 compañías recibieron un porcentaje de votos negativos superior al 10% del quorum.

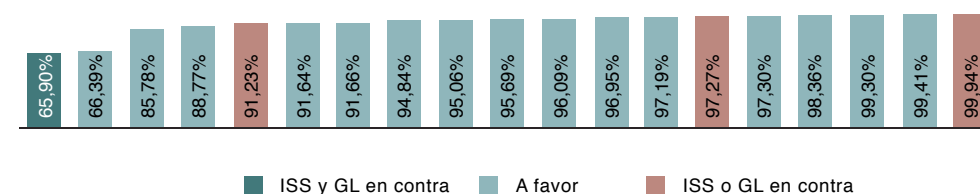
La influencia de las recomendaciones de ISS en los resultados de las juntas del Top 40 del Mercado Continuo es menor que en el Ibex-35. Este menor impacto de las recomendaciones de ISS se debe a que el nivel de free-float de estas compañías es más bajo que el de las empresas del Ibex-35 y, por consiguiente,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

Mercado Continuo: IAR
Nivel de apoyo y recomendaciones de los proxy advisors



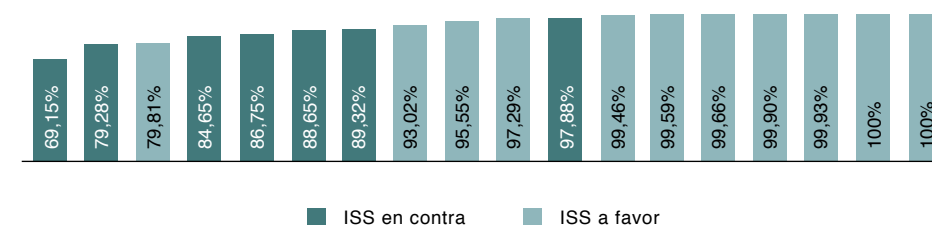
En 2019, los principales proxy advisors para las empresas del Ibex-35 emitieron recomendaciones no favorables para cuatro compañías, que también recibieron recomendaciones negativas en las propuestas del IAR.

Ibex-35: Política de remuneraciones
Nivel de apoyo y recomendaciones de los proxy advisors



En el Top 40 del Mercado Continuo, ISS recomendó a los inversores emitir un voto en contra de la política de remuneraciones en siete empresas y del IAR en dieciséis empresas.

Mercado Continuo: Política de remuneraciones
Nivel de apoyo y recomendaciones de los proxy advisors



2.2.3. MODIFICACIÓN DEL CAPITAL SOCIAL

En la Temporada de Juntas 2019, las propuestas más debatidas en las juntas del Ibex-35 y del Top 40 del Mercado Continuo en relación con la modificación de la estructura de su capital social fueron:

- El aumento de capital social con cargo a reservas voluntarias y mediante la emisión de nuevas acciones ordinarias.
- La reducción del capital social mediante la amortización de acciones propias, con cargo a reservas disponibles y sin derecho de oposición de acreedores.
- La delegación en el consejo de la facultad de aumentar el capital social mediante la emisión de nuevas acciones o de emitir, en una o varias ocasiones, otros instrumentos financieros.

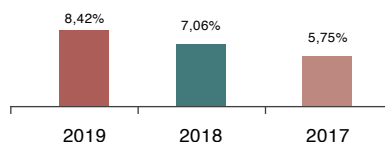
En la *Proxy Season 2019*, el cambio más significativo ha sido la reducción en el límite cuantitativo previsto para las ampliaciones de capital; que ha venido marcado, principalmente, por el cambio de ISS en sus políticas de voto. Desde 2019, ISS ha endurecido sus criterios para emitir una recomendación favorable en los aumentos de capital, estableciendo que el importe del aumento de capital no podrá ser superior al:

- 10% del capital social, cuando se excluya el derecho de suscripción preferente (anteriormente, el umbral era del 20% del capital social); y al
- 50% del capital social, cuando exista derecho de suscripción preferente (anteriormente, el umbral era del 100% del capital social).

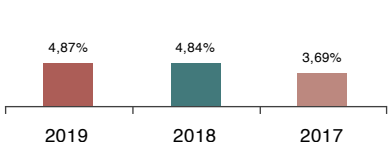
Como veremos en el Capítulo 3, en esta Temporada de Juntas 2019 se ha incrementado el número de inversores institucionales que limitan la cuantía de los aumentos sin derechos de suscripción preferente al 10%.

El porcentaje de votos en contra en las propuestas de ampliación de capital y emisión de instrumentos convertibles ha aumentado considerablemente en los últimos tres años en las compañías del Ibex 35. En el Top 40 del Mercado Continuo, sin embargo, el promedio de voto en contra se mantiene estable respecto al año anterior. En 2019, la media de porcentaje de voto en contra fue del 8,42% en el caso de las compañías del Ibex-35 y del 4,87% en el caso de las empresas del Top 40 del Mercado Continuo (se observa entre ellas una diferencia de 3,55 puntos porcentuales).

Ibex-35: Media de voto en contra en ampliaciones del capital



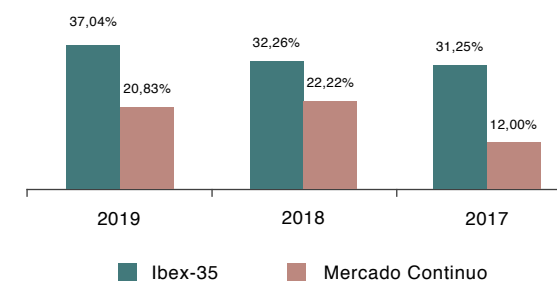
Mercado Continuo: Media de voto en contra en ampliaciones del capital



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

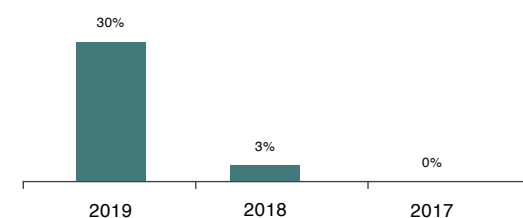
- El porcentaje de propuestas de ampliación de capital que ha recibido más del 10% de votos en contra en las empresas del Ibex-35 ha aumentado de manera relevante en los últimos tres años, especialmente este último año.
- En las empresas del Top 40 del Mercado Continuo, de 24 propuestas tan solo 5 recibieron un porcentaje de voto en contra mayor al 10%. Esto equivale al 20,83% de las propuestas, que es un porcentaje inferior al de 2018.

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

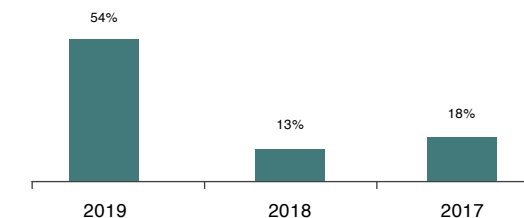


El alto porcentaje de voto en contra se debe principalmente, como ya hemos mencionado anteriormente, al descenso en los límites establecidos por los *proxy advisors* e inversores institucionales. El porcentaje de votos no favorables está totalmente alineado con el número de recomendaciones negativas emitidas por ISS. En las empresas del Ibex-35 el porcentaje de recomendaciones no favorables ha pasado de representar un 3% en 2018 a un 30% en 2019. En las empresas del Top 40 Mercado Continuo el porcentaje de propuestas con recomendación no favorable fue superior a las que recibieron una recomendación favorable; pasando de un 13% en 2018 a un 54% en 2019.

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



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



Crece el voto en contra en las propuestas de ampliación de capital del Ibex-35 a raíz del endurecimiento de las políticas de voto de los inversores y proxy advisors

2.2.4. INFORMACIÓN NO FINANCIERA

Como adelantamos en la pasada Temporada de Juntas, los aspectos sociales y medioambientales están cobrando mayor fuerza. Los últimos años hemos apreciado una tendencia de las empresas a ser más transparentes y publicar mayor información en temas no financieros.


Tal y como mencionamos en el Capítulo 1, en diciembre 2018 se publicó la Ley 11/2018 como resultado del proceso de convalidación y tramitación como proyecto de ley, del Real Decreto-ley 18/2017, que incorporó a nuestro ordenamiento jurídico la Directiva 2014/95/UE. Esta Directiva pretende facilitar la identificación de los riesgos a los que se enfrentan determinadas compañías para mejorar la sostenibilidad y aumentar la confianza de los inversores, de los consumidores y de la sociedad en general. Para ello, establece la necesidad de elaborar y divulgar determinada información no financiera que contribuye a medir, supervisar y gestionar el rendimiento de las empresas y su impacto en la sociedad. Con esta medida se pretende mejorar la transición hacia una economía mundial sostenible, que combine la rentabilidad a largo plazo con la justicia social y la protección del medio ambiente.

Tras la aprobación de la Ley 11/2018, las sociedades cotizadas, entre otras, quedan obligadas a elaborar un estado de información no financiera para los ejercicios económicos que se iniciaron a partir del 1 de enero de 2018. La mayor parte de las compañías cierran su ejercicio a 31 de diciembre de manera que las nuevas disposiciones afectaron a las cuentas que se formularon y aprobaron en el primer semestre de 2019.

Brevemente, el estado de información no financiera debe incluir información sobre el modelo de negocio, cuestiones medioambientales, cuestiones sociales y relativas al personal, respeto de los derechos humanos, lucha contra la corrupción y el soborno y cuestiones relativas a la sociedad. Además, las compañías quedan obligadas a incluir cualquier otra información que sea significativa. En cada uno de estos ámbitos y teniendo en cuenta la actividad de la compañía y su grupo, la sociedad debe describir:

- Cuáles son los riesgos.
- Qué políticas han sido implementadas para la identificación, evaluación, prevención y mitigación de estos riesgos.
- Qué indicadores clave son pertinentes respecto de la actividad empresarial concreta de la sociedad o su grupo.
- Cuáles han sido los resultados de las políticas implementadas.

Durante la Temporada de Juntas de este año, 31 empresas del Ibex-35 sometieron a votación un punto específico sobre la aprobación del estado de información no financiera, siendo el promedio de votos a favor de estas propuestas del 98,84%. En cuanto a las recomendaciones de los *proxy advisors*, Glass Lewis recomendó votar a favor de todos los puntos e ISS recomendó votar a favor de todos los puntos excepto en el caso de una empresa, que obtuvo un porcentaje de apoyo considerablemente más bajo, del 80,21%.



Tras la aprobación de la Ley 11/2018, las sociedades cotizadas, entre otras, quedan obligadas a elaborar un estado de información no financiera para los ejercicios económicos que se iniciaron a partir del 1 de enero de 2018.

En 2019, el promedio de voto a favor de la aprobación del estado de información no financiera fue del 98,84%

3

COMPORTAMIENTO DE LOS PRINCIPALES INVERSORES INSTITUCIONALES EXTRANJEROS

3.1 EL TOP 100 DE LOS INVERSORES INSTITUCIONALES Y SU COMPORTAMIENTO EN LAS JUNTAS DE ACCIONISTAS

A continuación, se presenta un análisis de las políticas de voto de 100 inversores institucionales extranjeros presentes en el capital social de las compañías cotizadas españolas del Mercado Continuo que hacen comunicación pública de su portafolio de inversiones (el “**Top 100 de los Inversores Institucionales**”)⁷. Este grupo de inversores mantiene, en agregado, un 87,28% del total de participación extranjera en las compañías del Mercado Continuo e invierte, de media, un 5,25% de su portafolio en España, en una de cada cuatro compañías del Mercado Continuo.

Los inversores que forman parte del Top 5 en España invierten, de media, en la mitad de las compañías pertenecientes al Mercado Continuo. Estos inversores son, en orden de relevancia:

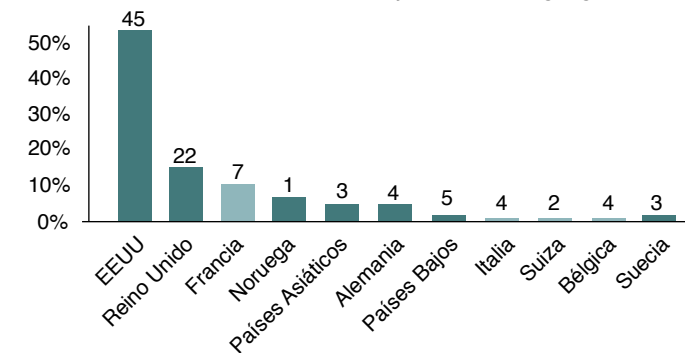
- BlackRock Group.
- Vanguard Group.
- Capital Group.
- Norges Bank Investment Management
- Amundi Group.

En general, los inversores institucionales y conglomerados financieros tienen presencia en los principales mercados del mundo. Tal y como se observa en el siguiente gráfico, si analizamos el origen geográfico⁸ del Top 100 de los Inversores Institucionales, la participación extranjera en las sociedades españolas proviene de:

- Estados Unidos y Canadá (52%, en manos de 45 inversores).
- Reino Unido (15% en manos de 22 inversores).
- Francia (11% en manos de 7 inversores).
- Noruega (7% en manos de 1 inversor).
- Países Asiáticos (4% en manos de 3 inversores).
- Alemania (4% en manos de 4 inversores).

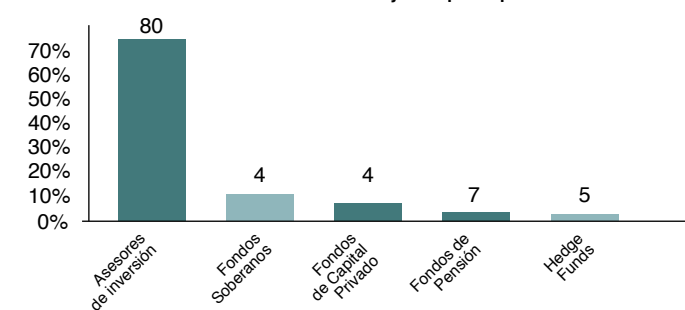
- Países Bajos (2% en manos de 5 inversores).
- Italia (1% en manos de 4 inversores).
- Suiza (1% en manos de 2 inversores).
- Bélgica (1% en manos de 4 inversores).
- Suecia (1% en manos de 3 inversores).

Inversores institucionales extranjeros por área geográfica



Si analizamos el Top 100 de los Inversores Institucionales por su estilo de inversión, la mayor parte de los inversores son asesores de inversión (con 77% del total invertido, en manos de 80 inversores), fondos soberanos (11%, en manos de 4 inversores), fondos de capital privado (6%, en manos de 4 inversores), fondos de pensiones (3%, en manos de 7 inversores) y hedge funds (2%, en manos de 5 inversores).

Inversores institucionales extranjeros por tipo de inversión



Los inversores de tipo *hedge fund*, los fondos de capital privado y la mayor parte de los fondos soberanos (que, en agregado, suman 13 inversores), participan en un número reducido de compañías, que representan menos del 10% de las compañías del Mercado Continuo. Este grupo de inversores generalmente no cuenta con una política de voto y no ejercen este derecho, salvo casos excepcionales.

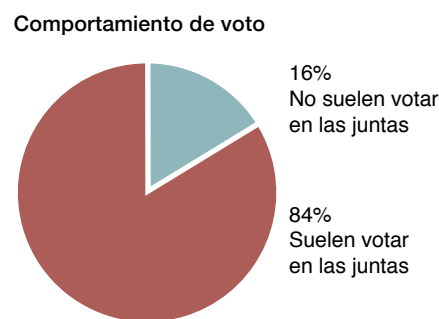
Por el contrario, los asesores de inversión y los fondos de pensiones invierten en un mayor número de compañías cotizadas, tienen una visión de inversión a largo plazo y suelen contar con una política de voto para ejercer este derecho en las juntas de accionistas.

⁷ Datos elaborados por Georeson, a partir de fuentes de información pública y bases de datos internas.

⁸ País en el que el inversor tiene su sede principal.

Tras analizar el comportamiento de voto del Top 100 de los Inversores Institucionales, se observa que:

- 84% de ellos suelen participar en las juntas de accionistas.
- 16% no son muy activos y votan únicamente en casos excepcionales, por distintos motivos:
 - Algunos inversores suelen ser más activos en su propio mercado que en los mercados internacionales.
 - Las políticas de voto de algunos inversores determinan que solo se podrá ejercer el voto cuando la participación exceda de un umbral específico.
 - Determinados fondos no cuentan con una política de voto, como es el caso de algunos fondos soberanos o fondos con un tipo de inversión *hedge*.



Desde Georgeson percibimos que, durante estos últimos años, los inversores institucionales se han profesionalizado. En este sentido, algunos inversores han variado su modo de abordar el ejercicio de sus deberes fiduciarios en distintos ámbitos:

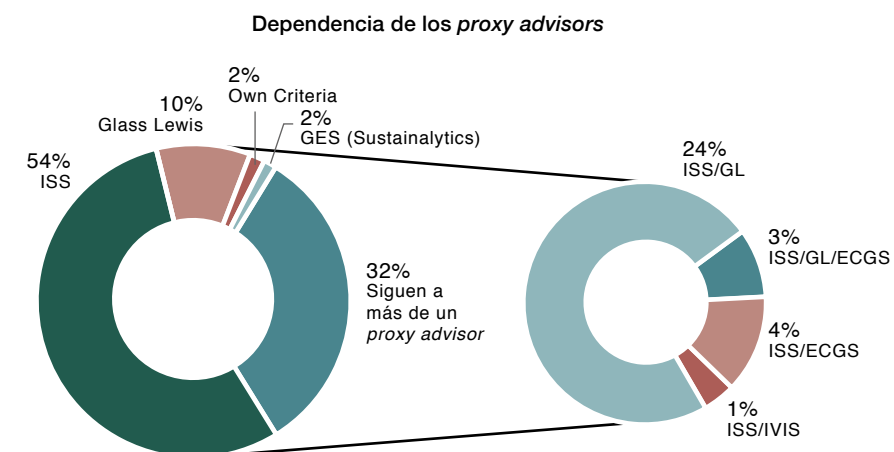
- Un número relevante de inversores internacionales ha ampliado su perímetro de voto para participar activamente en las juntas españolas. Tal es el caso de inversores como Lyxor (Francia), Generali (Italia), Davy (Irlanda) y Resona (Japón).
- Algunos inversores han incrementado su actividad de *engagement*. Este es el caso de inversores globales como Dimensional, Morgan Stanley y Vanguard, a quienes hemos visto más interesados en dialogar con los emisores, tanto dentro como fuera de la Temporada de Juntas.
- Por último, hay inversores que, al fusionarse con otras entidades, han reforzado su nivel de implicación (*active ownership*)⁹ al adoptar, en muchos casos, la estructura de su contraparte. Algunos ejemplos recientes son: Amundi y Pioneer, Standard Life y Aberdeen, Janus y Henderson, y Oppenheimer e Invesco. Sin embargo, hay que tener en cuenta que una fusión no implica necesariamente la adopción de políticas de voto común. Existen precedentes en los que estos inversores han votado de manera independiente.

⁹ Entendido como el correcto ejercicio de los derechos del accionista, que van desde la construcción de un diálogo activo con las compañías hasta el correcto ejercicio de voto en las correspondientes juntas.

3.2 ANÁLISIS DEL TOP 70 DE LOS INVERSORES INSTITUCIONALES Y DE SUS POLÍTICAS DE VOTO

A continuación, se presenta el análisis de las políticas de voto de los 70 inversores institucionales que invierten en más del 10% de las compañías que forman parte del Mercado Continuo y que, a su vez, son activos en gobierno corporativo (el “Top 70 de los Inversores Institucionales”). Estos inversores, que han sido identificados en las páginas 10 y 11 de este informe, se caracterizan, entre otros, por involucrarse de una manera más activa en el buen funcionamiento de las empresas en las que invierten y por plasmar sus preocupaciones y exigencias en sus propias políticas de voto, que actualizan en función de las nuevas tendencias o de lo que cada uno de ellos considera una *best practice*.

En primer lugar, hemos analizado el grado de dependencia del Top 70 de los Inversores Institucionales respecto de las recomendaciones de voto de los *proxy advisors*. 12 inversores muestran un alto nivel de dependencia respecto de estas recomendaciones a la hora de tomar sus propias decisiones de voto. Los 58 inversores restantes suelen emitir sus decisiones de voto conforme a una política de voto específica, aunque es cierto que la mayoría de ellos toma como referencia a uno o varios *proxy advisors*. El 54% de los inversores del Top 70 de los Inversores Institucionales siguen únicamente las recomendaciones de ISS; 8 de ellos con un alto nivel de dependencia.



Tras el estudio de las políticas del Top 70 de los Inversores Institucionales y de su comportamiento en las juntas de accionistas podemos distinguir entre dos bloques de asuntos relevantes para el gobierno corporativo:

- Los asuntos que constituyen los pilares fundamentales de la buena gobernanza corporativa, como pueden ser la independencia en el consejo de administración y sus comisiones, la presencia de mujeres o la diversidad en su sentido más amplio. Estos asuntos no solo siguen siendo tendencia, sino que las exigencias respecto a ellos siguen creciendo cada año.

- Aquellos aspectos que, a medida que ha ido evolucionando el mercado y las propias sociedades cotizadas, han ido haciéndose un hueco en este sector alcanzando una importancia cada vez mayor. Estos últimos son los temas que se han ido incorporando en las políticas de voto de los inversores institucionales y que, a nivel internacional, adquieren cada día más peso, convirtiéndose así en temas que las compañías deben abordar para su gestión presente y futura.

En nuestra investigación sobre la Temporada de Juntas 2019 queremos poner el foco en los asuntos que hemos considerado de mayor novedad, ya sea porque han adquirido mayor notabilidad en los últimos años o por haber sufrido modificaciones debido a las mayores exigencias del mercado.

3.2.1. DEMANDAS DE LOS INVERSORES INSTITUCIONALES EN LA ESTRUCTURA DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN

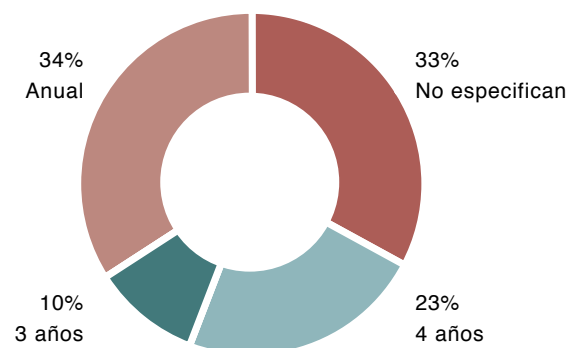
La estructura y composición del consejo de administración sigue siendo uno de los principales temas de preocupación de los inversores institucionales extranjeros. Los asuntos relativos al nivel de independencia en el consejo y las comisiones, la separación de los cargos de presidente del consejo y consejero delegado, o la diversidad entendida en su sentido más amplio, ocupan su agenda cuando entablan un diálogo con las sociedades cotizadas españolas.

Duración del cargo. Mención especial al caso de los consejeros independientes

De acuerdo con el artículo 529 undecies de la Ley de Sociedades de Capital, la duración del mandato de los consejeros de una sociedad cotizada será la que determinen los estatutos sociales, sin que en ningún pueda exceder de cuatro años.

Un 67% de los inversores se manifiestan en sus políticas de votos sobre el intervalo máximo de reelección de consejeros, destacando, en números, aquellos que reducen este intervalo hasta un periodo anual. Puede observarse en el siguiente gráfico como de los 70 inversores analizados, un 34% indican que esta reelección debe ser anual.

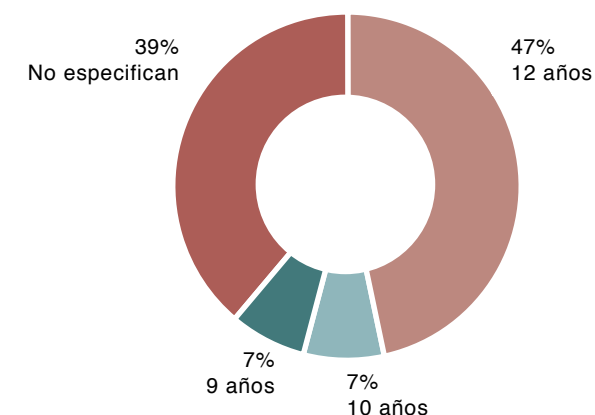
Intervalo máximo para la reelección en el cargo



El ordenamiento jurídico español, no permite que sean considerados consejeros independientes quienes hayan sido consejeros durante un período continuado superior a 12 años. Sin embargo, en otros mercados la regla es más estricta y se exige un periodo inferior. Tras el estudio realizado, se observa como gran parte de los inversores institucionales no se manifiestan al respecto. Un total de 27 inversores no indican en sus políticas el término máximo para ser considerado como consejero independiente.

Por el contrario, 43 inversores sí hacen mención a dicho criterio. 33 de ellos indican un periodo máximo de 12 años, coincidiendo con la normativa española, y los otros 10 demandan plazos inferiores, de entre 9 o 10 años, evidenciando que la tendencia es a disminuir los años de mandato, aunque no de una manera significativa.

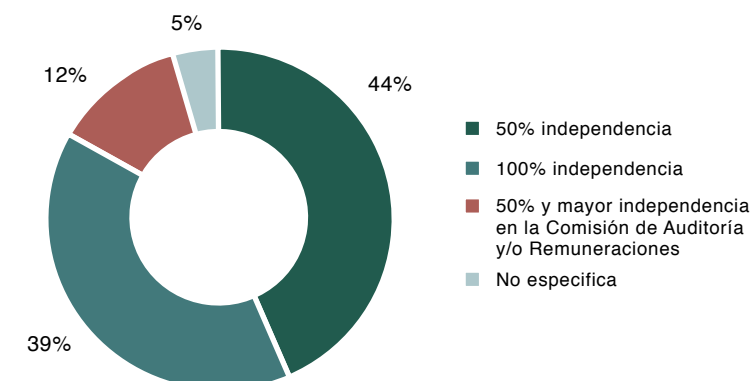
Término máximo para ser considerado independiente



Estructura y composición de las comisiones del consejo

En relación con el nivel de independencia en las comisiones clave del consejo (es decir, la comisión de auditoría y la comisión de nombramientos y/o remuneraciones) cada año hay un mayor número de inversores institucionales que exigen que estén compuestas, en su totalidad, por consejeros independientes.

Proporción mínima de independientes en las comisiones



Por regla general, hasta ahora, todos los inversores consideraban como comisiones clave aquellas que, en España, tienen carácter obligatorio: las de auditoría, remuneraciones y nombramientos. Sin embargo, la creciente demanda del mercado en materia ESG (*Environmental, social and governance*), ha provocado que muchos emisores hayan constituido comisiones más específicas, como pueden ser una comisión de gobierno corporativo, de sostenibilidad o de diversidad.

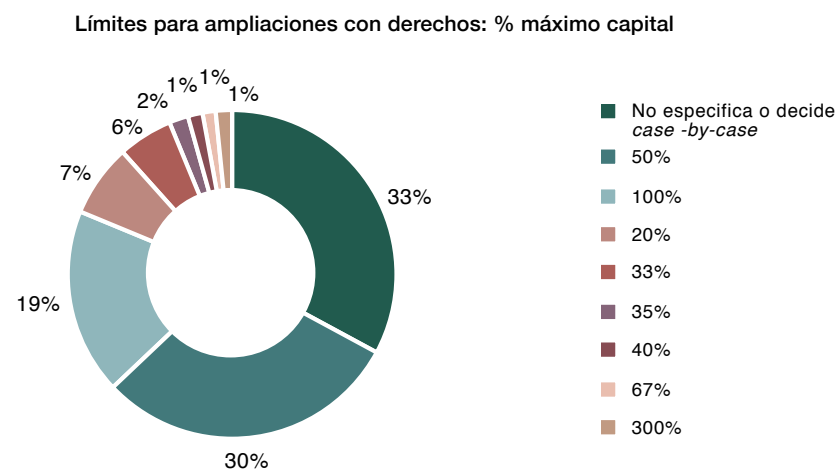
El *boom* normativo a nivel nacional e internacional sobre divulgación de información no financiera, aumenta la necesidad de ampliar las funciones que se extienden hasta el consejo de administración de las cotizadas. De manera que son muchos ya los inversores que, dadas estas necesidades, consideran importante la creación de este tipo de comisiones específicas, concretamente, 8 de los 70 inversores analizados ya incluyen este criterio en sus políticas de voto.

3.2.2 DEMANDAS DE LOS INVERSORES INSTITUCIONALES EN LAS AMPLIACIONES DE CAPITAL

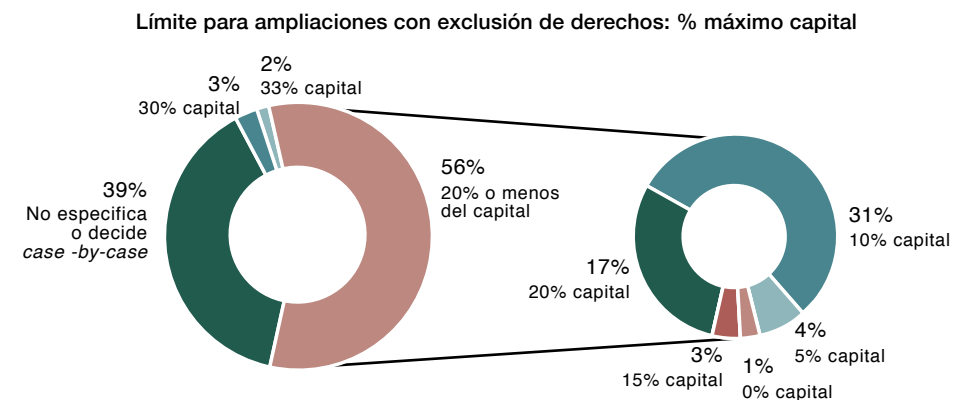
Las modificaciones llevadas a cabo por ISS en sus *guidelines* para la Temporada de Juntas 2019, endurecieron los límites cuantitativos para los aumentos de capital, estableciendo un umbral máximo del 10%, en supuestos de exclusión de derechos de suscripción preferente, y del 50%, en los aumentos de capital con derechos de suscripción preferente.

En lo que respecta a los límites establecidos para la delegación de facultades al consejo para poder ampliar capital con exclusión del derecho de suscripción preferente (el denominado “capital autorizado”), existe un creciente número de inversores institucionales, que tienen establecido un umbral inferior al 20% aconsejado por el Código de Buen Gobierno.

Esta mayor restricción es la tendencia que se observa en el mercado. Dentro del Top 70 de los Inversores Institucionales, 23 inversores no especifican un límite en sus políticas de voto o indican que analizarán cada caso concreto mientras que 21 inversores establecen dicho límite en un 50%.



En comparación con el año anterior, donde más se endurecen los límites es en las ampliaciones de capital con exclusión del derecho de preferencia. Observamos un aumento en el número de inversores institucionales que establecen un límite del 10%; un total de 28 inversores establece límites inferiores al 20% del capital.




3.2.3 DISPONIBILIDAD DE ENGAGEMENT POR PARTE DE LAS COMPAÑÍAS Y LA INVOLUCRACIÓN DE SU CONSEJO

Las buenas prácticas de gobierno corporativo recogen la existencia y publicación de una política de relación con los grupos de interés, en la que se establezcan vías de contacto y diálogo entre la compañía y sus *stakeholders*, con la finalidad de mantener el equilibrio entre los intereses de los accionistas y del equipo de gestión. En la práctica, dicho diálogo o *engagement* se lleva a cabo mediante *roadshows* de gobierno corporativo que permiten que, tanto inversores como *proxy advisors*, puedan acceder a un mayor nivel de información, resolver sus dudas sobre algunas prácticas de la entidad y así entender mejor su funcionamiento.

Un total de 65 inversores del Top 70 de los Inversores Institucionales, exigen este *engagement* con las compañías antes de las juntas generales de accionistas, evidenciando su interés por resolver conflictos y dudas sobre el gobierno de la entidad, con el fin de alcanzar una gestión más responsable, transparente y beneficiosa para todas las partes.

El simple *engagement* ya no es suficiente para una parte importante de los inversores. Actualmente, la implicación del consejo en dicho *engagement* con inversores y *proxy advisors* es lo que el mercado valora de forma más positiva. Tras el análisis de las políticas de voto podemos afirmar que los inversores ya no se conforman con la presencia de altos directivos de la compañía, sino que demandan la implicación de los propios miembros del consejo de administración. Un total de 29 inversores de los 65 que reclaman un *engagement* antes de la junta, especifican que, en dicho dialogo, debe implicarse el consejo de administración de la compañía. Algunos de estos inversores reclaman un dialogo con miembros del consejo sin importar que sean ejecutivos o no ejecutivos, mientras que otros especifican que los interlocutores deben ser consejeros independientes o exigen un dialogo directo con el presidente, el CEO o el *lead independent director*.



La Temporada de Juntas 2020 planteará diversos retos impulsados por cambios a nivel regulatorio, mayor sofisticación por parte de los inversores ESG, continuo escrutinio por parte de inversores en materia de board refreshment y retribuciones, y el incremento del activismo accionarial.

4

¿CÓMO PREPARAR LA TEMPORADA DE JUNTAS 2020?

Se prevé que la Temporada de Juntas 2020, planteará diversos retos para las sociedades cotizadas españolas, impulsados por:

- i) Los cambios que se han producido a nivel regulatorio en este último año, y los que se prevé que se produzcan en 2020.
- ii) La mayor sofisticación por parte de los inversores ESG presentes en el capital social de las cotizadas españolas.
- iii) El continuo escrutinio por parte de inversores institucionales en materia de renovación del consejo (*board refreshment*) y retribuciones.
- iv) El incremento del activismo accionarial.

i) Cambios a nivel regulatorio

- El pasado 28 de diciembre de 2018, entró en vigor la Ley 11/2018, que obligó a las sociedades españolas a someter en sus juntas de accionistas de 2019, como punto separado del orden del día, la aprobación de la información no financiera. Sin embargo, este primer año el nivel de análisis sobre el contenido de esta información fue muy bajo. Esperamos que el escrutinio de la información no financiera por parte de los inversores será mayor en la próxima temporada de juntas. Esto supondrá un mayor reto para las compañías, derivado de la falta de estándares de reporte, la heterogeneidad en el uso de los datos, y la ausencia de metodologías de evaluación con amplio reconocimiento a nivel de mercado.
- Asimismo, se espera que se lleve a cabo la trasposición de la Directiva (UE) 2018/828 sobre el fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas durante 2020. La trasposición de esta Directiva, teniendo en cuenta el texto del Anteproyecto, debería introducir:
 - Cambios en la identificación de los accionistas, transmisión de la información y ejercicio de los derechos de voto de los accionistas.
 - Un incremento del nivel de transparencia de los inversores institucionales, gestores de activos y asesores de voto (*proxy advisors*).

Con respecto a los *proxy advisors*, la Directiva (UE) 2018/828 mantiene la fórmula de la autorregulación de la actividad por parte de los propios asesores de voto pero obliga a los Estados miembros a adoptar una serie de medidas para mejorar la operativa de los *proxy advisors*. Las medidas de transparencia previstas en el Anteproyecto afectan únicamente a aquellos asesores de voto domiciliados en España, con establecimiento principal en España o

con establecimiento en España (cuando no estén domiciliados ni tenga un establecimiento principal en otro Estado miembro de la UE). Por lo tanto, estas medidas no afectarán a los asesores de voto de referencia en el mercado español que hemos analizado en este informe, que quedan fuera del ámbito subjetivo del Anteproyecto

- Un refuerzo de la transparencia en la remuneración de los administradores. Se espera que este punto tenga un impacto menor en España que en otros países europeos, dado que gran parte de estas iniciativas fueron incorporadas en la Ley de Sociedades de Capital en el año 2014. Sin embargo, el nivel de detalle de la política de remuneraciones deberá ampliarse e incluir, entre otros, los criterios de rendimiento no financiero como parte de la retribución variable.
- Una mejora de la supervisión y transparencia de las transacciones con partes vinculadas.

ii) Mayor sofisticación por parte de los inversores ESG:

- Los criterios ambientales, sociales y de gobierno corporativo, considerados hasta hace poco como una moda pasajera y emergente, son ya una realidad en los procesos de inversión de las gestoras de activos a nivel nacional e internacional.
- Los inversores institucionales integran cada vez más los factores ESG en el análisis de inversiones para ayudar a administrar el riesgo y mejorar el potencial de retorno. Mientras que hace unos años la razón principal por la que los inversores institucionales estaban incorporando los criterios ESG era el mandato o la política de inversión de su empresa, ahora la incorporación de los criterios ESG responde a la necesidad de poner en consonancia las estrategias de inversión y los valores de la empresa.

iii) Continuo escrutinio por parte de inversores institucionales en materia de *board refreshment* y retribuciones

- Tras el análisis de las políticas de voto de los principales inversores institucionales extranjeros presentes en el accionariado de las cotizadas españolas, y de las múltiples actividades de engagement en las que ha participado el equipo de Georgeson¹⁰ en este último año, podemos afirmar que las cotizadas españolas afrontan retos en los siguientes ámbitos:
 - En relación con el consejo, los inversores seguirán muy de cerca las prácticas de gobierno corporativo referidas, entre otros, a la separación de cargos entre el presidente y el consejero delegado y al nivel de independencia en el consejo y en las principales comisiones.
 - La diversidad en sentido amplio, y la diversidad de género, en concreto, continuarán siendo objeto de análisis por los inversores.
 - La matriz de competencias es una herramienta muy útil para los inversores, por lo que continuarán demandando su existencia y, de ser posible, su divulgación.

- Existencia de asesores externos para apoyar al consejo o comisiones, según la temática a abordar (por ejemplo, como apoyo en la búsqueda de candidatos para potenciales nombramientos o para el desarrollo del proceso de evaluación del consejo de administración).
- Establecimiento de un programa de formación inicial para nuevos consejeros, y un programa anual de formación en materia de gobierno corporativo y sostenibilidad.
- Existencia de un plan de sucesión detallado del presidente y del consejero delegado.
- Divulgación del nivel de asistencia individualizado a las reuniones del consejo y las comisiones, por parte de los consejeros.
- Mayor transparencia y detalle de los objetivos, indicadores y grado de cumplimiento referidos a la retribución variable de los consejeros ejecutivos.
- Penalización de los pagos discrecionales.
- Fuerte escrutinio de los incrementos salariales de los consejeros que no estén suficientemente justificados.
- Desarrollo de *roadshows* en los que participe, algún miembro del consejo, cobrando cada vez mayor relevancia, la presencia del consejero delegado, presidente del consejo, *lead independent director* o el presidente de la comisión de nombramientos y/o retribuciones.
- Inclusión de los asuntos de ESG en las conversaciones con inversores institucionales.
- En lo que respecta a las ampliaciones de capital sin derecho de suscripción preferente (uno de los ámbitos más conflictivos en las juntas españolas), cabe destacar que, si bien ISS endureció este criterio, reduciendo el límite en sus *guidelines*, a partir de la Temporada de Juntas 2019, a 10%, diversos inversores como Investec Asset Management tienen establecido un umbral incluso inferior.

iv) Incremento del activismo accionarial

- A principios de 2019, los fondos activistas contaban con un capital disponible superior a los 126.000 millones de dólares, cifra que triplica los 36.000 millones de 2009 y que augura un protagonismo todavía mayor del fenómeno del activismo accionarial en los próximos meses.
- En el caso de España, dado el incremento de la participación por parte de inversores institucionales extranjeros en la estructura accionarial de las cotizadas españolas, y la coyuntura actual en la que el valor de mercado de diversas compañías se encuentra por debajo del valor real, podría ser un factor que contribuya a que inversores activistas se planteen operaciones en el mercado bursátil español.

¹⁰ Actividades de engagement realizadas entre las sociedades cotizadas y los inversores institucionales.



5

GUÍA PRÁCTICA SOBRE LA COMPOSICIÓN Y ESTRUCTURA DEL CONSEJO

5.1 INTRODUCCIÓN

Un año más, nuestro informe señala como la votación de los acuerdos que afectan a la estructura y composición del consejo ha vuelto a ser una de las cuestiones más conflictivas en la Temporada de Juntas 2019. Por ello, recomienda a las compañías, entre otros, que centren sus esfuerzos en esta materia de cara a la celebración de la próxima Temporada de Juntas.

Tal y como apunta el Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas (“CBG”), la estructura y composición del consejo es clave para el buen gobierno de las sociedades cotizadas, en tanto que afecta a la eficacia del órgano de administración e influye sobre la calidad de sus decisiones y su capacidad para promover efectivamente el interés social. Por esta razón, hemos querido facilitar a las compañías el conocimiento de las distintas disposiciones en la materia, clasificándolas en tres niveles:

- Nivel 1.- Normas de obligado cumplimiento.
- Nivel 2.- Recomendaciones de buen gobierno sometidas al principio de “cumplir o explicar”.
- Nivel 3.- Políticas de voto de los principales inversores institucionales y los asesores de voto de referencia en el mercado español; ISS y Glass Lewis.

Este ejercicio de sistematización resulta útil por dos motivos. En primer lugar, porque existe una dispersión de normas y textos que hacen difícil su conocimiento. Y, en segundo lugar, porque se trata de disposiciones muy heterogéneas, en cuanto a su origen y naturaleza. Las compañías deben poder diferenciar cuando tienen que cumplir con una norma (Nivel 1) y cuando tienen libertad para seguir una pauta o recomendación, aunque tengan que explicar al mercado el porqué de su actuación (Nivel 2). En esta última decisión influirán las particularidades, circunstancias y riesgos a los que se enfrenta cada compañía (p.ej., su estructura accionarial, las particularidades técnicas del negocio o el carácter transnacional de su actividad). Del mismo modo, la estructura de capital, la presencia en el accionariado de inversores institucionales y el porcentaje del capital flotante resultarán decisivos para que la compañía opte por seguir las prácticas que aprueban los inversores institucionales y los asesores de voto (Nivel 3).

La estructura y composición del consejo es clave para el buen gobierno de las sociedades. Influye sobre la calidad de las decisiones de este órgano y su capacidad para promover efectivamente el interés social

Esta guía no es omnicompreensiva. Principalmente porque no pretende explicar, de manera exhaustiva, todas las cuestiones que pueden afectar a la estructura y composición del consejo de una sociedad cotizada sino tan solo servir de apoyo a la lectura del resto del informe. Por este motivo, hemos tratado de evitar duplicidades con el contenido de otros capítulos del informe y hay cuestiones que se analizan aquí con menos detalle. Además, no hemos hecho referencia a aquellas recomendaciones (Nivel 2) o pautas de las políticas de voto (Nivel 3) que son de obligado cumplimiento en España (Nivel 1). Finalmente, no hemos detallado las especialidades que afectan a las entidades de crédito, que representan un porcentaje importante de las sociedades cotizadas en nuestro mercado.

5.2 ESTRUCTURA Y COMPOSICIÓN DEL CONSEJO Y SUS COMISIONES

Las sociedades cotizadas deben estar administradas por un **consejo** (art. 528 LSC), que **necesariamente debe delegar** determinadas funciones en una comisión de auditoría y una o dos comisiones separadas de nombramientos y retribuciones (art. 529 terdecies 2 LSC). En el caso de las entidades de crédito es obligatorio que existan dos comisiones separadas de nombramientos y retribuciones (arts. 31 y 36 Ley 10/2014) mientras que esta separación se aconseja, como buena práctica, para las compañías del Ibex-35 (Recomendación 48 CBG). En todo caso, cuando se separen las comisiones, se recomienda establecer mecanismos de coordinación entre ellas (Guía CNMV 1/2019). Además de estas comisiones obligatorias, el consejo podrá constituir cualquier otra comisión que considere conveniente (p.ej., una comisión ejecutiva o una comisión de responsabilidad social corporativa) con la limitación de que, en las sociedades cotizadas, son más las facultades indelegables que debe asumir el consejo en pleno y que no se pueden transferir a una comisión (art. 529 ter LSC).

En el caso de las sociedades cotizadas que son, a su vez, entidades de crédito además de estar obligadas a desdoblar la comisión de nombramientos y retribuciones, tienen obligación de constituir un comité de riesgos (art. 34 Ley 10/2014).

En relación con el **tamaño del consejo**, se aconseja que tenga un mínimo de cinco miembros y máximo de 15 (Recomendación 13 CGB). Cuando no se siga esta recomendación, Glass Lewis generalmente recomendará votar en contra del presidente de la comisión de nombramientos.

Las principales funciones del consejo de una sociedad cotizada son orientar la estrategia de la compañía y supervisar a la dirección, conformada por los consejeros ejecutivos y los altos directivos. La composición del consejo está íntimamente ligada con estas dos funciones, lo que explica la presencia de distintas categorías de consejeros (internos y externos), y la necesidad de incorporar personas con distintos perfiles y capacidades a este órgano. Nuestro ordenamiento distingue cuatro **categorías de consejeros** (art. 529 duodecies 4 LSC):

- **Consejeros ejecutivos:** aquellos que desempeñan funciones de alta dirección o son empleados de la sociedad o su grupo.
- **Consejeros dominicales:** aquellos que poseen una participación significativa en el capital, son nombrados por su condición de accionistas (aunque no sean titulares de una participación significativa), o representan a un accionista que se encuentra en alguna de estas dos situaciones.
- **Consejeros independientes:** aquellos que, en atención a sus condiciones personales y profesionales, pueden desempeñar sus funciones sin verse condicionados por relaciones con la sociedad o su grupo, sus accionistas significativos o sus directivos.
- **Otros consejeros externos:** aquellos que no pueden ser encuadrados en ninguna de las dos categorías anteriores. Frecuentemente, se trata de consejeros con un perfil de independiente que no cumplen con todos los requisitos de la definición legal.

Los consejeros ejecutivos son considerados consejeros internos y los otros tres grupos de consejeros como externos. Estas cuatro categorías de consejeros no se corresponden necesariamente con las tipologías con las que están familiarizados los inversores institucionales y sus asesores de voto. Esta circunstancia ha motivado que, en ocasiones, la figura del **consejero dominical** se haya visto penalizada a pesar de que algunos de estos consejeros están en la mejor de las posiciones para ejercer una supervisión efectiva de la labor de la dirección. Esto resulta especialmente cierto en el caso de aquellos consejeros dominicales propuestos por accionistas relevantes que no tienen una participación de control (los denominados “**microdominicales**”).

En relación con los consejeros independientes, la definición legal del art. 529 duodecies 4 LSC resulta compatible, en términos generales, con los criterios de los inversores institucionales y sus asesores de voto. Esta definición se sustenta en tres elementos:

- **Elemento subjetivo:** las condiciones personales y profesionales del consejero, que pretenden garantizar su profesionalidad y la ausencia de conflicto.
- **Elemento formal:** su nombramiento a propuesta de la comisión de nombramientos y/o retribuciones. La Guía CNMV 1/2019 aconseja que, al realizar su propuesta, esta comisión no se limite a hacer un examen formal. La comisión tendría que evaluar si, en términos generales, el candidato está en situación de poder desempeñar sus funciones sin verse condicionado por sus relaciones con la sociedad o su grupo, sus accionistas significativos o sus directivos y no limitarse a verificar que no se da ninguna de las incompatibilidades previstas en la definición legal.
- **Elemento temporal:** la limitación de su cargo a un plazo de 12 años. Como hemos apuntado en el capítulo 3 (apartado 3.2.1), en algunos mercados esta última regla es más estricta por lo que hay inversores que establecen periodos inferiores en sus políticas de voto para considerar a un consejero como independiente.

En relación con el **nivel de independencia en el consejo y en las comisiones**, las sociedades tienen obligación de nombrar a un número de consejeros independientes que les permita tener:

- Al menos, dos independientes en la comisión de nombramientos y/o retribuciones (art. 529 quindecies 1 LSC).
- Una mayoría de independientes en la comisión de auditoría (art. 529 quaterdecies 1 LSC).

En el caso de las sociedades del Ibex-35, el CBG aconseja que la mitad de los miembros del consejo sean independientes. Esta recomendación se reduce a un tercio de los consejeros cuando la sociedad no pertenezca al Ibex-35 o existan uno o varios accionistas que, individual o concertadamente, controlen más del 30% del capital social (Recomendación 17 CBG). Con carácter general, los inversores institucionales y sus asesores de voto exigen un nivel de independencia en el consejo del 50%, si bien reducen este umbral a un tercio para el caso de las compañías controladas o con una capitalización bursátil muy pequeña.


En relación con el nivel de independencia en las comisiones, por ley, la mayor parte de los miembros de la comisión de auditoría deben ser independientes (art. 529 quaterdecies 1 LSC) y se recomienda que también lo sean en la comisión de nombramientos y/o retribuciones (Recomendación 47 CBG). En sus políticas de voto, Glass Lewis señala que la mayoría de los miembros de las comisiones deberían ser independientes.

Para determinar la **proporción entre las distintas tipologías de consejeros**, el CBG aconseja que los consejeros dominicales e independientes constituyan una “amplia mayoría” del consejo y que el número de consejeros ejecutivos sea el

“mínimo necesario”, teniendo en cuenta la complejidad del grupo y el porcentaje de participación de los consejeros ejecutivos en el capital de la sociedad (Recomendación 15 CBG). Para determinar la proporción entre dominicales e independientes, se recomienda que el porcentaje de consejeros dominicales sobre el total de consejeros no ejecutivos no sea mayor que la proporción existente entre el capital de la sociedad representado por dichos consejeros y el resto del capital. Como excepción, el CBG reconoce que la proporción de dominicales podría ser mayor en sociedades de elevada capitalización donde las participaciones significativas sean escasas o en sociedades en las que exista una pluralidad de accionistas representados en el consejo que no tengan vínculos entre sí (Recomendación 16 CBG). Con carácter anual, en el IAGC se deberían explicar las razones por las que se haya nombrado a un consejero dominical a propuesta de un accionista titular de menos del 3% del capital o, por el contrario, no se haya atendido a la propuesta formal de nombramiento realizada por un accionista significativo (Recomendación 19 CBG).

Glass Lewis entiende que la presencia de consejeros dominicales en el consejo puede ser beneficiosa pero que, en todo caso, debería resultar proporcional a la participación en el capital de los accionistas relacionados con el consejero. Por ello, podría emitir una recomendación de voto en contra del nombramiento o reelección de un consejero dominical si considera que esta tipología está sobre representada. Entenderá que esto es así cuando la proporción entre consejeros independientes y consejeros dominicales no refleje la proporción entre el capital flotante (*free float*) y la participación de los accionistas relacionados con los consejeros dominicales.

El cargo de **presidente del consejo** puede recaer en un consejero ejecutivo, salvo disposición estatutaria en contrario. No obstante, cuando se acumulen ambos cargos, se establecen dos medidas de salvaguarda. En primer lugar, se



Las sociedades deben nombrar a un número de consejeros independientes que les permita tener, al menos, dos independientes en la comisión de nombramientos y/o retribuciones y una mayoría de independientes en la comisión de auditoría.

exige una mayoría reforzada de dos tercios de los miembros del consejo para el acuerdo de nombramiento. En segundo lugar, se debe nombrar a un consejero coordinador de carácter independiente (*lead independent director*) para que actúe como interlocutor entre los consejeros independientes y el presidente y fiscalice la labor de este último al frente del consejo (art. 529 septies LSC). Sin perjuicio de lo anterior, ISS aconseja votar en contra del nombramiento o reelección de aquellos presidentes que son, a su vez, los primeros ejecutivos de la compañía. Esta recomendación puede modularse en atención a las particularidades de cada caso, cuando la unificación de cargos tenga carácter temporal (entendido como un plazo inferior a dos años). Su recomendación de voto también será, en principio, negativa cuando se proponga el nombramiento o reelección de un presidente que, anteriormente, haya sido el primer ejecutivo de la compañía. Una vez más, esta recomendación podría variar en supuestos concretos si: existen razones fundadas para justificar la propuesta, la unificación de cargos tiene carácter temporal o ha mediado un periodo razonable desde que abandonó el cargo de primer ejecutivo y la propuesta de nombramiento o reelección.

En relación con la composición de las comisiones obligatorias del consejo destaca la prohibición de que los consejeros ejecutivos puedan formar parte de ellas (arts. 529 quaterdecies 1 y 529 quincecies 1 LSC). Esta prohibición viene motivada por la labor de supervisión de la dirección que desarrollan la comisión de auditoría y la comisión de nombramientos y/o retribuciones.

La **comisión de auditoría** debe estar compuesta exclusivamente por consejeros no ejecutivos, la mayoría de los cuales tendrán que ser independientes (art. 529 quaterdecies 1 LSC). Por Ley, uno de estos consejeros independientes debe tener conocimientos y experiencia en materia de contabilidad, auditoría o ambas y los miembros de la comisión, en su conjunto, deben reunir los conocimientos técnicos pertinentes en relación con el sector de actividad de la sociedad (art. 529 quaterdecies 1 LSC). La Guía CNMV 3/2017 aconseja incorporar una diversidad de perfiles de manera que, en conjunto, los miembros de la comisión reúnan una formación y experiencia adecuados. Entiende que estas no deben limitarse a aspectos contables y de auditoría sino incluir también conocimientos y experiencia en el ámbito financiero, de control interno y gestión de riesgos y del negocio. Dado el incremento de la digitalización y la importancia de los procesos virtuales en las entidades y dependiendo de la complejidad, tamaño y sector de actividad de la compañía, podría ser recomendable que uno de los miembros de la comisión tuviera experiencia en tecnologías de la información. En todo caso, la Guía CNMV 3/2017 aconseja a las compañías que establezcan un “programa de bienvenida” y un plan de formación periódica para los miembros de esta comisión.

El **presidente de la comisión de auditoría** debe ser independiente y tiene que ser sustituido cada cuatro años, si bien podrá ser reelegido una vez transcurrido un año desde su cese (art. 529 quaterdecies 2 LSC). Al designar al presidente se aconseja, de forma especial, que se tengan en cuenta sus conocimientos y experiencia en materia de contabilidad, auditoría o gestión de riesgos (Recomendación 39 CBG).

Las sociedades deben designar **una o dos comisiones separadas de nombramientos y retribuciones**. Por Ley, todos los miembros de la comisión de

nombramientos y/o retribuciones tienen que ser externos y, al menos, dos de ellos independientes, incluido el presidente (art. 529 quincecies 1 LSC). El CBG va más allá y aconseja que la mayoría de los miembros de la comisión sean independientes (Recomendación 47 CBG).

Al valorar la composición de esta(s) comisión(es), la Guía CNMV 1/2019 señala como, en las compañías en las que existe un accionista de control, resulta especialmente recomendable que la mayoría de los miembros de esta comisión sean independientes para fortalecer la independencia del proceso de selección, en particular el de los consejeros independientes. Sin embargo, dependiendo del tamaño y estructura accionarial de la compañía, entiende que la presencia de “consejeros microdominicales”, de perfil independiente, puede resultar aconsejable. En esta misma línea, Glass Lewis señala en sus políticas de voto que, con carácter general, la mayoría de los miembros de la comisión de retribuciones no deberían estar vinculados a accionistas que tengan una participación de, al menos, un 3% pero que, en cada caso, analizará la composición concreta de la comisión atendiendo a la estructura accionarial de la compañía.

La Guía CNMV 1/2019 considera de interés, aunque no estrictamente necesario, que el presidente de esta comisión o comisiones, tenga experiencia previa en empresas comparables por su tamaño o complejidad ya sea como miembro de la comisión de nombramientos y/o retribuciones, como consejero ejecutivo o miembro de la alta dirección. Cuando la compañía haya designado a un consejero independiente coordinador en el consejo, se recomienda su presencia en la comisión o, en su defecto, un contacto habitual con él.

Entre las comisiones que voluntariamente puede constituir una sociedad cotizada destacamos la **comisión ejecutiva**, cuyas funciones se han visto disminuidas como consecuencia de la ampliación de las facultades indelegables del consejo (arts. 249 bis y 529 ter LSC). Resulta recomendable que la tipología de los miembros de esta comisión sea similar a la del propio consejo y su secretario sea el mismo (Recomendación 37 CBG). Además, cada vez es más frecuente, que los emisores constituyan **comisiones de gobierno corporativo o de responsabilidad social corporativa (RSC)**, para impulsar una gestión más comprometida en estas materias con ocasión de su creciente importancia.

Una de las cuestiones más relevantes para los inversores institucionales y los asesores de voto es la adecuada renovación del consejo; el denominado **“board refreshment”**. Se entiende que esta renovación posibilita que los consejeros reúnan las habilidades, experiencias y conocimientos necesarios para que el consejo pueda ejercer sus funciones de una manera eficiente y adecuada. Por Ley, la duración del mandato de los consejeros en una sociedad cotizada es de cuatro años (art. 529 undecies LSC). Sin embargo, con el fin de responder a las demandas de reelección anual que promueven los inversores institucionales (ver apartado 3.2.1 del informe), cada vez es mayor el número de compañías que reduce el plazo estatutario de nombramiento (en la mayor parte de los casos a 3 años) o busca sistemas para posibilitar una reelección anual (por ejemplo, fijando un plazo estatutario de nombramiento de un año o fórmulas que permitan una reelección anual tras un primer periodo de nombramiento).

5.3 LA CUALIFICACIÓN DE LOS CONSEJEROS Y DEL CONSEJO EN SU CONJUNTO

La **cualificación** y suficiente dedicación de los consejeros para el desempeño de sus funciones resulta clave para el buen gobierno de una sociedad. La cualificación de los consejeros debe valorarse de forma periódica, tanto a nivel individual como global. A efectos de facilitar esta evaluación, los nombramientos deben ir precedidos de una propuesta del consejo o de la comisión de nombramientos y/o retribuciones, según sea el caso (art. 529 decies LSC) y deben votarse de forma separada (art. 197 bis LSC). Además, para dar a conocer la cualificación de los consejeros, se aconseja a las compañías que mantengan actualizados en su página web sus perfiles profesionales y biográficos (Recomendación 18 CBG). La Guía CNMV 1/2019 recomienda que la comisión de nombramientos y/o retribuciones revise que la información que se difunde en la página web sobre la experiencia y trayectoria profesional de los consejeros resulta suficiente y adecuada.

Al realizar la valoración de la cualificación del consejo no deben considerarse solo las aptitudes y experiencias individuales de cada consejero sino también si existe una adecuada combinación de perfiles en el consejo para atender a la creciente complejidad técnica a la que se enfrentan las compañías y enriquecer el proceso de toma de decisiones con distintos puntos de vista. En la práctica, el diseño del consejo debería estar influido en cada caso por los riesgos a los que se enfrenta la compañía (tanto los derivados de su propia estructura accionarial como de la naturaleza del negocio – p.ej., riesgos tecnológicos, comerciales o medioambientales), así como por otras cuestiones como el carácter transnacional de su actividad o las particularidades técnicas del negocio. Todos estos condicionantes son los que hacen aconsejable un autodiagnóstico por parte de las sociedades de sus necesidades y riesgos. Posteriormente, los resultados de este examen deberían reflejarse en una “**matriz de competencias**” que sirviera de apoyo para la selección de nuevos candidatos, la reelección de administradores y la evaluación del desempeño del órgano de administración y sus miembros.

El consejo tiene la obligación de velar por que los procedimientos de selección de sus miembros favorezcan la **diversidad** de género, de experiencias y de conocimientos y no adolezcan de sesgos implícitos que puedan implicar discriminación alguna y, en particular, que faciliten la selección de consejeras (art. 529 bis 2 LSC). En el 2018, se incrementó la transparencia de estos procedimientos al ampliarse el alcance de la información que tienen que suministrar las compañías en su informe anual de gobierno corporativo (“IAGC”) respecto de estas políticas de diversidad. En concreto, el IAGC deberá contener una descripción de la política de diversidad del consejo, que incluya sus objetivos, las medidas adoptadas, la forma en la que se han implementado, y los resultados en el periodo al que se refiere el informe. También deberá incluir las medidas que, en su caso, hubiera acordado la comisión de nombramientos (art. 540.4.c) 6 d) LSC). Además, en los estados de información no financiera que tienen que elaborar las sociedades cotizadas conforme a la Ley 11/2018 (ver apartado 2.2.4) se incluye una descripción de las medidas adoptadas en materia de igualdad y datos tan relevantes como el de la brecha salarial o la distribución de los empleados por sexo y categoría profesional.

La política de selección de las sociedades debería promover que, en el año 2020, el número de mujeres representase, al menos, el 30% del total de miembros del consejo (Recomendación 14 CBG). En noviembre de 2012, la Comisión Europea presentó una propuesta de directiva que establecía un objetivo del 40% de presencia de mujeres entre los consejeros no ejecutivos para el año 2020. Los últimos avances en relación con la tramitación de esta propuesta de directiva tuvieron lugar en mayo de 2017 y, actualmente, parece estar estancada.

En el apartado 2.2.1. del informe hemos descrito como algunos inversores institucionales incluyen en sus políticas la cuota de mujeres que debería haber en el consejo e indican que votarán en contra del nombramiento o reelección de consejeros cuando no se alcance esta cuota.

Los consejeros deben tener una **dedicación** adecuada para garantizar la buena dirección y el control de la sociedad (art. 225.2 LSC). El legislador no define qué debe considerarse una dedicación adecuada sino que aconseja que sean las propias sociedades las que establezcan, en su reglamento del consejo, el número máximo de consejos de los que pueden formar parte sus consejeros. Además, recomienda que la comisión de nombramientos se asegure de que los consejeros no ejecutivos tengan suficiente disponibilidad de tiempo para el correcto desarrollo de sus funciones (Recomendación 25 CBG). Como parte del proceso de evaluación de los consejeros, se aconseja que la comisión de nombramientos y/o retribuciones realice un seguimiento de la asistencia de los consejeros, tanto a las reuniones del consejo como de las comisiones, y cuantifique las inasistencias (Guía CNMV 1/2019).

El asesor de voto ISS considera que más de cinco “cargos” en sociedades cotizadas resulta excesivo. A estos efectos del cómputo de este límite, se considera que el puesto de consejero externo equivale a un cometido, el de presidentes externo a dos y el de consejero ejecutivo a tres. Además, con carácter general, este asesor de voto emitirá una recomendación de voto negativo para el nombramiento o reelección de aquellos consejeros que hayan incurrido en ausencias reiteradas, que no hayan sido debidamente justificadas.

5.4 TRANSPARENCIA Y PROFESIONALIZACIÓN DE LOS PROCESOS DE SELECCIÓN Y EVALUACIÓN

El diseño de los procedimientos de selección y evaluación de candidatos debería ir precedido de un análisis por parte de la sociedad de:

- La normativa, recomendaciones de buen gobierno y políticas de voto de los inversores institucionales y los asesores de voto en materia de composición y estructura del consejo.
- Los condicionantes que afectan al sector en el que opera y las particularidades de la compañía derivadas, por ejemplo, de su estructura accionarial.
- Las competencias, conocimientos y experiencias de los actuales consejeros.

En relación con la **selección de nuevos candidatos**, este análisis debería servir para que la compañía concretase los perfiles y capacidades que necesita incorporar al consejo para satisfacer los parámetros de cualificación, independencia y diversidad. Todo ello debería reflejarse en una “**matriz de competencias**” que, cada vez más, los inversores institucionales exigen sea conocida por el mercado. El asesoramiento externo para la realización de esta “matriz de competencias” y para la posterior selección de los nuevos consejeros que satisfagan esas competencias resulta recomendable para dotar al proceso de una mayor objetividad. Esta matriz de competencias debería actualizarse periódicamente en función de los retos y oportunidades a los que, previsiblemente, se enfrentará la compañía en el corto, medio y largo plazo (Guía CNMV 1/2019). La externalización de la búsqueda de candidatos, en particular, en las sociedades de gran tamaño o actividad compleja es considerada como una buena práctica de gobierno corporativo (Guía CNMV 1/2019).


El consejo tiene que realizar una **evaluación anual** de su funcionamiento y el de sus comisiones y, sobre la base de sus conclusiones, debe proponer un plan de acción que corrija las deficiencias detectadas. El resultado de esta evaluación tiene que consignarse en el acta de la sesión o incorporarse a esta como anejo (art. 529 nonies LSC). Se aconseja que sea la comisión de nombramientos y/o retribuciones quien asuma el liderazgo en este proceso y, en caso de existir, que el consejero independiente coordinador apoye a la comisión en esta labor (Guía CNMV 1/2019).

Cada tres años, unos consultores externos independientes deberían colaborar en esta evaluación para enriquecer el proceso con aportaciones objetivas. La comisión de nombramientos debería verificar la independencia de estos consultores y se recomienda que la sociedad informe en el IAGC de cualesquiera relaciones de negocio que el consultor o cualquier sociedad de su grupo mantengan con la sociedad o su grupo (Recomendación 36 CBG).

La Ley no menciona cuáles son los aspectos que deberían evaluarse, pero, además de los parámetros generales de buen gobierno corporativo que hemos mencionado en este informe y aquellos específicamente aconsejados por la Recomendación 36 CBG y la Guía CNMV 1/2019 (p.ej., diversidad, eficiencia o desempeño del presidente del consejo), deberían tenerse en cuenta aspectos más concretos que puedan estar vinculados con el sector en el que opera la compañía. Al mencionar los aspectos de desempeño que se aconseja revisar, la Recomendación 36 CBG identifica a los sujetos evaluables: el consejo, sus comisiones (sin distinguir si tienen carácter obligatorio o voluntario), el presidente del consejo, el primer ejecutivo de la compañía y cada uno de los consejeros.

Para la realización de la evaluación de las distintas comisiones se aconseja partir del informe que estas eleven al consejo y, para la de este último, del informe que eleve la comisión de nombramientos (Recomendación 36 CBG).

Finalmente, con el fin de evitar o, al menos, reducir que las posibles incertidumbres pudieran afectar a la marcha de la compañía, se aconseja que la comisión de nombramientos y/o retribuciones elabore un **plan de sucesión del presidente del consejo**. Este plan debería revisarse periódicamente para adaptarlo a las nuevas necesidades y circunstancias que puedan surgir (Guía CNMV 1/2019).



La cualificación y suficiente dedicación de los consejeros para el desempeño de sus funciones resulta clave para el buen gobierno de una sociedad.

Las compañías deberían realizar un autodiagnóstico de sus necesidades y riesgos para concretar, en una “matriz de competencias”, los perfiles y capacidades que necesitan incorporar al consejo.

Cada vez son más los inversores que exigen que la “matriz de competencias” sea conocida por el mercado.

	Nivel 1 Ley	Nivel 2 CBG y Guías CNMV	Nivel 3 Políticas de voto inversores institucionales y <i>proxy advisors</i>
Consejo			
Delegación de funciones	Art. 529 ter LSC. Facultades indelegables Art. 529 terdecies. Obligación de delegar funciones en una comisión de auditoría y una comisión de nombramientos y/o retribuciones. Arts. 31, 34 y 36 Ley 10/2014. Entidades de crédito. Desdoblamiento de la comisión de nombramientos y retribuciones y constitución de comité de riesgos.		
Tamaño		R 13 CBG. 5-15 miembros.	Cuando no se siga R 13 CBG posible recomendación de voto en contra para el presidente de la comisión de nombramientos.
Tipología consejeros	Art. 529 duodecimos 4 LSC. Consejeros ejecutivos, dominicales, independientes y "otros externos".	Guía CNMV 1/2019. No reducir la calificación de un consejero independiente a la verificación de los requisitos meramente formales del art. 529 duodecimos 4 LSC.	ISS Classification of Directors (European Policy): Executive Director; Non-Independent Non-Executive Director (NED); Independent NED and Employee Representative. Glass Lewis. (Proxy Paper 2019. Spain): Independent Director; Affiliated Director; Inside Director; Shareholder Representative. Inversores Institucionales. Algunos tienen criterios más estrictos (plazo máx. nombramiento 9-10 años, en lugar de 12) para calificar a un consejero como independiente.

	Nivel 1 Ley	Nivel 2 CBG y Guías CNMV	Nivel 3 Políticas de voto inversores institucionales y <i>proxy advisors</i>
Cualificación consejeros	Art. 197 bis LSC. Las propuestas de nombramiento o reelección deben votarse de forma separada para cada consejero. Art. 529 decies LSC. Los nombramientos deben ir precedidos de una propuesta del consejo o de la comisión de nombramientos y/o retribuciones, según sea el caso.	Guía CNMV 1/2019. No deberían considerarse solo las aptitudes y experiencias individuales de cada consejero sino también la adecuada combinación de perfiles en el consejo para atender a la creciente complejidad técnica a la que se enfrentan las compañías y enriquecer el proceso de toma de decisiones con distintos puntos de vista. R.18 CBG. Para dar a conocer la cualificación de los consejeros, mantener actualizado en la página web de la compañía sus perfiles profesionales y biográficos. Guía CNMV 1/2019. La comisión de nombramientos y/o retribuciones debería revisar que la información que se difunde en la página web sobre la experiencia y trayectoria profesional de los consejeros resulta suficiente y adecuada.	El diseño del consejo debería estar influido por los riesgos a los que se enfrenta la compañía y las características de su negocio y sector de actividad.
Diversidad	Art. 529 bis 2 LSC. El consejo debe velar por que los procedimientos de selección de sus miembros favorezcan la diversidad y, en particular, que faciliten la selección de consejeras. Art. 540.4.c) 6 d) LSC. Contenido del IAGC en materia de diversidad.	R 14 CGB. La política de selección debería promover que, en el año 2020, el número de mujeres representase, al menos, el 30% del total de miembros del consejo.	Algunos inversores institucionales incluyen en sus políticas cuotas de mujeres y votarán en contra del nombramiento o reelección de consejeros cuando no se alcance esta cuota.
Nivel de independencia	Arts. 529 quaterdecimos 1 y quincecimos 1 LSC. Al menos 2 independientes, siempre y cuando representen una mayoría en la comisión de auditoría.	R. 17 CBG. 50% de independencia en Ibex-35 y 1/3 independencia en sociedades de menor capitalización o con accionista(s) de control.	Con carácter general, 50% de independencia si bien reducen a 1/3 de los miembros en compañías controladas o de menor capitalización.

	Nivel 1 Ley	Nivel 2 CBG y Guías CNMV	Nivel 3 Políticas de voto inversores institucionales y <i>proxy advisors</i>
Proporción tipología consejeros		<p>R. 15 CBG. Los consejeros dominicales e independientes representen una “amplia mayoría” y el número de ejecutivos sea el “mínimo necesario”.</p> <p>R.16 CBG. La proporción de los distintos tipos de consejeros externos debería reflejar la proporción entre el capital “vinculado” a los consejeros dominicales y el resto del capital. Como excepción, la presencia de dominicales podrá ser mayor en:</p> <ul style="list-style-type: none"> Sociedades de elevada capitalización donde las participaciones significativas sean escasas. Sociedades en las que exista una pluralidad de accionistas representados en el consejo que no tengan vínculos entre sí. <p>R.19 CBG. Informar en el IAGC cuando un accionista con una participación menor del 3% haya propuesto a un consejero dominical o cuando no se haya atendido a la propuesta de nombramiento realizada por un accionista significativo.</p>	<p>Posible recomendación de voto en contra del nombramiento o reelección de consejeros dominicales cuando se considere que esta categoría está sobre representada.</p>
Presidente	Art. 529 septies LSC. El presidente puede ser ejecutivo pero, en ese caso, deben existir medidas de contrapeso: nombramiento por una mayoría de 2/3 y designación de un <i>lead independent director</i> .		<p>Recomendación de voto en contra del nombramiento o reelección del presidente-consejero delegado. Cabe modulación cuando la unificación vaya a tener lugar por un plazo inferior a 2 años.</p> <p>También es probable que se emita una recomendación negativa en caso de nombramiento de un presidente que haya sido, anteriormente, el primer ejecutivo de la compañía. Cabe modulación, en función de las circunstancias concretas del caso.</p>
Renovación del consejo (board refreshment)	Art. 529 undecies LSC. Duración máxima del mandato es de 4 años.		Crece el número de inversores que demandan una reelección anual.

	Nivel 1 Ley	Nivel 2 CBG y Guías CNMV	Nivel 3 Políticas de voto inversores institucionales y <i>proxy advisors</i>
Dedicación	Art. 225.2 LSC. Los consejeros deben tener una dedicación adecuada para garantizar la buena dirección y el control de la sociedad.	<p>R.25 CBG. Las sociedades deberían establecer, en su reglamento del consejo, el número máximo de consejos del que pueden formar parte sus consejeros.</p> <p>La comisión de nombramientos debería asegurarse de que los consejeros no ejecutivos tengan suficiente disponibilidad de tiempo para el correcto desarrollo de sus funciones.</p> <p>Guía CNMV 1/2019. La comisión de nombramientos y/o retribuciones debería realizar un seguimiento de la asistencia de los consejeros, tanto a las reuniones del consejo como de las comisiones, y cuantificar las inasistencias.</p>	<p>ISS considera que más de 5 “cargos” en sociedades cotizadas resulta excesivo. A estos efectos del cómputo de este límite, se considera que el puesto de consejero externo equivale a un cometido, el de presidentes externo a 2 y el de consejero ejecutivo a 3.</p> <p>Este asesor de voto emitirá una recomendación de voto negativo para el nombramiento o reelección de aquellos consejeros que hayan incurrido en ausencias reiteradas, que no hayan sido debidamente justificadas.</p>
Matriz de competencias		<p>Guía CNMV 1/2019. La compañía debería concretar en una matriz de competencias los perfiles y capacidades que necesita incorporar al consejo para satisfacer los parámetros de cualificación, independencia y diversidad.</p> <p>El asesoramiento externo para la realización de esta “matriz de competencias” y para la posterior selección de los nuevos consejeros que satisfagan esas competencias resulta recomendable para dotar al proceso de una mayor objetividad. Esta matriz de competencias debería actualizarse periódicamente en función de los retos y oportunidades a los que, previsiblemente, se enfrentará la compañía en el corto, medio y largo plazo.</p>	Cada vez son más los inversores que solicitan a las compañías que elaboren una matriz de competencias, que esté disponible para consulta.
Procedimiento de selección	Art. 529 bis 2 LSC. El consejo tiene la obligación de velar por que los procedimientos de selección de sus miembros favorezcan la diversidad de género, de experiencias y de conocimientos y no adolezcan de sesgos implícitos que puedan implicar discriminación alguna y, en particular, que faciliten la selección de consejeras.	Guía CNMV 1/2019. La externalización de la búsqueda de candidatos, en particular, en las sociedades de gran tamaño o actividad compleja es considerada como una buena práctica de gobierno corporativo.	Los inversores reclaman procedimientos transparentes y profesionalizados.

	Nivel 1 Ley	Nivel 2 CBG y Guías CNMV	Nivel 3 Políticas de voto inversores institucionales y <i>proxy advisors</i>
Procedimiento de evaluación	Art. 529 nonies LSC. El consejo tiene que realizar una evaluación anual de su funcionamiento y el de sus comisiones y, sobre la base de sus conclusiones, debe proponer un plan de acción que corrija las deficiencias detectadas. El resultado de esta evaluación tiene que consignarse en el acta de la sesión o incorporarse a esta como anejo.	<p>Guía CNMV 1/2019. Se aconseja que sea la comisión de nombramientos y/o retribuciones asuma el liderazgo en este proceso y, en caso de existir, que el consejero independiente coordinador apoye a la comisión en esta labor.</p> <p>R 36 CBG. Cada tres años, unos consultores externos independientes deberían colaborar en esta evaluación para enriquecer el proceso con aportaciones objetivas. La comisión de nombramientos debería verificar la independencia de estos consultores y se recomienda que la sociedad informe en el IAGC de cualesquiera relaciones de negocio que el consultor o cualquier sociedad de su grupo mantengan con la sociedad o su grupo.</p> <p>Para la realización de la evaluación de las distintas comisiones se aconseja partir del informe que estas eleven al consejo y, para la de este último, del informe que eleve la comisión de nombramientos.</p> <p>La R.36 CBG y la Guía CNMV 1/2019 identifican los aspectos que, como mínimo, deberían evaluarse.</p>	Los inversores demandan procedimientos objetivos y transparentes.
Comisión de Auditoría			
Tipología de miembros	Art. 529 quaterdecies 1 LSC. Se prohíbe la presencia de ejecutivos. Todos los miembros deben ser consejeros externos y, una mayoría de ellos, independientes.		
Cualificación	Art. 529 quaterdecies 1 LSC. Uno de los miembros debe tener conocimientos y experiencia en materia de contabilidad y/o auditoría y, en conjunto, los miembros deben reunir los conocimientos técnicos pertinentes en relación con el sector de actividad de la sociedad.	Guía CNMV 3/2017. Presencia de diversidad de perfiles para que, en conjunto, los miembros de la comisión tengan la formación y experiencia adecuados. Esta no se debería limitar a los aspectos contables y de auditoría, sino que debería incluir aspectos financieros, de control interno y gestión de riesgos y del negocio. Se aconseja realizar programa de bienvenida y un plan de formación periódica.	Los consejos, en general, y la comisión de auditoría, en particular, deberían contar los perfiles adecuados para atender a la creciente complejidad técnica a las que se enfrentan las compañías.

	Nivel 1 Ley	Nivel 2 CBG y Guías CNMV	Nivel 3 Políticas de voto inversores institucionales y <i>proxy advisors</i>
Presidente	Art. 529 quaterdecies 2 LSC. Debe ser independiente y tiene que ser sustituido cada 4 años, si bien podrá ser reelegido un año después de su cese.	R. 39 CBG. Los conocimientos y experiencia del presidente en materia de contabilidad, auditoría o gestión de riesgos resultan especialmente importantes.	
Comisión de nombramientos y/o retribuciones			
Estructura	Art. 34 Ley 10/2014. Las entidades de crédito deben desdoblarse esta comisión.	R. 48 CBG. Desdoblar las comisiones en el caso de las compañías del Ibex-35.	
		Guía CNMV 1/2019. Establecen mecanismo de coordinación entre las comisiones si se desdoblan.	
Tipología de miembros	Art. 529 quaterdecies 1 LSC. Todos externos y, al menos, dos de ellos independientes, incluido el presidente.	R.47 CBG. Mayoría de independientes.	La mayoría de los miembros de esta comisión deberían ser independientes y contar con las debidas aptitudes y cualificación. En relación con la comisión de retribuciones, como regla general, Glass Lewis considera que sus miembros no deberían estar vinculados a accionistas significativos pero evaluará cada caso atendiendo a las características de cada sociedad.
		Guía CNMV 1/2019. Aconseja una mayoría de independientes en sociedades controladas y reconoce que, dependiendo del tamaño y la estructura accionarial, la presencia de micro- dominicales, de perfil independiente, puede resultar aconsejable.	
		Si existe, se aconseja la presencia del consejero independiente coordinador o, al menos, un contacto habitual con él.	
Presidente	Art. 529 quaterdecies 1 LSC. Debe ser independiente.	Guía CNMV 1/2019. Recomendable que el presidente tenga experiencia previa en empresas comparables.	
Comisión ejecutiva			
Competencias	Art. 249 bis y 529 ter LSC. Enumeran las facultades que no se pueden delegar en esta comisión.		
Composición		R.37 CBG. Tipología de miembros sea similar a la del consejo y el secretario el mismo.	

