

EL GOBIERNO CORPORATIVO Y LOS INVERSORES INSTITUCIONALES

Preparando la Temporada
de Juntas 2025

Georgeson


CUATRECASAS

EL GOBIERNO CORPORATIVO Y LOS INVERSORES INSTITUCIONALES

Preparando la Temporada de Juntas 2025

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 24 de septiembre de 2024 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 casi 90 años de experiencia, la organización de sus juntas de accionistas, la consultoría en materia de gobierno corporativo y el asesoramiento en fusiones y adquisiciones, lo que le ha permitido posicionarse como líder indiscutible en los mercados en los que opera.

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

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

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

Stefano Marini

Senior Advisor
s.marini@georgeson.com

Eva Martí Serra

Corporate Governance Manager Spain
e.marti@georgeson.com

Carlos Sáez Gallego

Country Head Spain
c.saez@georgeson.com

Araceli López Iglesias

Corporate Governance Manager Spain
a.lopez@georgeson.com

Claudia Morante Belgrano

Head of Corporate Governance Spain
c.morante@georgeson.com

Claudia Monteagudo Dosil

Account Manager Spain
Claudia.Dosil@georgeson.com

Giulia A. Matteo Sézille

Head of Operations Spain
g.sezille@georgeson.com

Sebastian Mata

Account Manager Spain
sebastian.mata@georgeson.com

MADRID

Edificio Norte
Orense 34, 8ª planta
Madrid (28020)
T +34 917 012 170 / F +34 917 012 171

CUATRECASAS

Cuatrecasas es una firma de abogados con presencia en 12 países y marcada implantación en España, Portugal y Latinoamérica. Con un equipo multidisciplinar de más de 1.300 abogados y una red de 26 oficinas, asesoramos en todas las áreas del derecho empresarial y ayudamos a nuestros clientes en las cuestiones más exigentes, en cualquier territorio, aportando la experiencia y el conocimiento de equipos altamente especializados.

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

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

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

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

En 2023, fuimos reconocidos como la “Firma más innovadora de Europa continental” en los Financial Times Innovative Lawyers, premio que ya logramos en 2018 y 2019, y en 2022, nos nombraron la “Firma europea del año” por The Lawyer. En Latinoamérica somos la 5ª firma internacional más popular según Latin American Corporate Counsel Association (LACCA, 2023).

Ana M^a Gamazo

Socia
anamaria.gamazo@cuatrecasas.com

José Luis Rodríguez

Socio
joseluis.rodriguez@cuatrecasas.com

Coro Fernández-Rañada

Consejera
coro.ranada@cuatrecasas.com

Jose Ramón Berecibar

Socio
joseramon.berecibar@cuatrecasas.com

Francisco Pérez-Crespo

Socio
francisco.perezcrespo@cuatrecasas.com

Juan Aguayo

Socio
juan.aguayo@cuatrecasas.com

Gerard Correig

Socio
gerard.correig@cuatrecasas.com

Pere Kirchner

Socio
p.kirchner@cuatrecasas.com

Ignacio Escrivá de Romani

Socio
ignacio.escrivaderomani@cuatrecasas.com

Roger Freixes

Socio
roger.freixes@cuatrecasas.com

Javier Juste

Consejero
Catedrático de derecho mercantil.
Universidad Complutense de Madrid
javier.juste@cuatrecasas.com

Aurora Campins

Área de Conocimiento e Innovación
Profesora titular de derecho mercantil.
Universidad Autónoma de Madrid
aurora.campins@cuatrecasas.com

ESPAÑA Y PORTUGAL

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

INTERNACIONAL

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

* En asociación con la correspondiente firma local

PRESENTACIÓN

Con el fin de ayudar a las sociedades cotizadas españolas a anticipar las demandas de inversores y *proxy advisors*, de cara a su próxima junta general de accionistas, Georgeson y Cuatrecasas presentan su estudio anual en el que analizan el comportamiento de los inversores institucionales durante la Temporada de Juntas 2024.

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

La siguiente tabla muestra las **32 empresas del Ibex-35** analizadas, que formaban parte del índice a cierre de la Temporada de Juntas 2024 (15 de julio, 2024). Las compañías son las mismas que fueron objeto de estudio en 2023, con la excepción de Solaria —que no había publicado sus resultados a fecha de este análisis— y Ferrovial. Al igual que ArcelorMittal, hemos excluido a Ferrovial del perímetro del estudio porque, al estar domiciliadas fuera de España, están sometidas a otro ordenamiento jurídico en materia de gobierno corporativo.

| Empresas del Ibex-35 analizadas en la Temporada de Juntas 2024 | Empresas del Ibex-35 analizadas en la Temporada de Juntas 2023 |
|--|--|
| Acciona | Acciona |
| Acciona Energía | Acciona Energía |
| Acerinox | Acerinox |
| ACS | ACS |
| Aena | Aena |
| Amadeus | Amadeus |
| Banco Bilbao Vizcaya Argentaria | Banco Bilbao Vizcaya Argentaria |
| Banco de Sabadell | Banco de Sabadell |
| Banco Santander | Banco Santander |
| Bankinter | Bankinter |
| CaixaBank | CaixaBank |
| Cellnex | Cellnex |
| Enagás | Enagás |
| Endesa | Endesa |
| - | Ferrovial |
| Fluidra | Fluidra |
| Grifols | Grifols |
| International Airlines Group | International Airlines Group |
| Iberdrola | Iberdrola |
| Inditex | Inditex |
| Indra | Indra |
| Inmobiliaria Colonial | Inmobiliaria Colonial |
| Laboratorios Rovi | Laboratorios Rovi |
| Logista | Logista |

| Empresas del Ibex-35 analizadas en la Temporada de Juntas 2024 | Empresas del Ibex-35 analizadas en la Temporada de Juntas 2023 |
|--|--|
| MAPFRE | MAPFRE |
| Melia Hotels | Melia Hotels |
| Merlin Properties | Merlin Properties |
| Naturgy Energy Group | Naturgy Energy Group |
| Red Eléctrica Corporación | Red Eléctrica Corporación |
| Repsol | Repsol |
| Sacyr | Sacyr |
| - | Solaria |
| Telefónica | Telefónica |
| Unicaja Banco | Unicaja Banco |

La siguiente tabla identifica las 40 empresas que se han tenido en cuenta para realizar el estudio sobre el **Top 40 del Mercado Continuo**. Si comparamos el ámbito subjetivo con el del año 2023, se analizan Azkoyen, DIA y Ecoener, y se excluye a Aedas, Edreams y Opedenergy. Edreams queda excluida del estudio al estar domiciliada fuera de España, mientras que Aedas y Opedenergy no habían publicado los resultados de la junta al 15 de julio de 2024.

| Empresas del Mercado Continuo analizadas en la Temporada de Juntas 2024 | Empresas del Mercado Continuo analizadas en la Temporada de Juntas 2023 |
|---|---|
| - | Aedas |
| Almirall | Almirall |
| Amper | Amper |
| Applus | Applus |
| Atresmedia | Atresmedia |
| Audax. Renov | Audax. Renov |
| Azkoyen | - |
| CIE Automotive | CIE Automotive |
| C. y A. de Ferrocarriles | C. y A. de Ferrocarriles |
| C.F. Alba | C.F. Alba |
| Distribuidora Internacional de Alimentación | - |
| Dominion | Dominion |
| Ebro Foods | Ebro Foods |
| Ecoener | - |
| - | Edreams |
| ENCE | ENCE |
| ERCROS | ERCROS |
| Faes Farma | Faes Farma |

| Empresas del Mercado Continuo analizadas en la Temporada de Juntas 2024 | Empresas del Mercado Continuo analizadas en la Temporada de Juntas 2023 |
|---|---|
| FCC | FCC |
| Gestamp | Gestamp |
| Grenergy | Grenergy |
| Grupo Catalana Occidente | Grupo Catalana Occidente |
| Lar España | Lar España |
| Línea Directa | Línea Directa |
| Metrovacesa | Metrovacesa |
| Neinor Homes | Neinor Homes |
| OHLA | OHLA |
| - | Opedenergy |
| Oryzon | Oryzon |
| Pharmamar | Pharmamar |
| Prisa | Prisa |
| Prosegur | Prosegur |
| Prosegur Cash | Prosegur Cash |
| Realia | Realia |
| REIG JOFRE | REIG JOFRE |
| G. E. San Jose | G. E. San Jose |
| Soltec | Soltec |
| Talgo | Talgo |
| Técnicas Reunidas | Técnicas Reunidas |
| Tubacex | Tubacex |
| Vidrala | Vidrala |
| Viscofan | Viscofan |
| Vocento | Vocento |

Para el análisis de las tendencias de voto, hemos tenido en cuenta las **recomendaciones de los asesores de voto de referencia**¹ (*proxy advisors*) en el mercado español, ISS y Glass Lewis.

Como novedad, la estructura y contenido de la guía ha variado respecto de las ediciones anteriores porque hemos intentado hacer un documento más ejecutivo, que sintetice los aspectos más relevantes y prácticos para las sociedades cotizadas. No obstante, para aquellos lectores que quieran profundizar en algunas cuestiones, hemos incluido enlaces a otras publicaciones de Cuatrecasas y Georgeson, que ofrecen un análisis más detallado y específico.

¹ En el documento se diferencian dos tipos de recomendaciones: (i) recomendaciones favorables (a favor) y (ii) recomendaciones negativas/no favorables/contrarias (en contra y abstención).



GLOSARIO

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

CNMV Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Directiva CSRD [Directiva \(UE\) 2022/2464](#) de 14 de diciembre de 2022. Se utiliza esta terminología por las siglas en inglés de la directiva: *Corporate Sustainability Reporting Directive*.

Esta directiva modifica, entre otras, la Directiva sobre divulgación de información no financiera (2014/95/UE) y su propósito es equiparar, con el tiempo, la divulgación de la información sobre sostenibilidad con la de la información financiera, permitiendo al público acceder a datos fiables y comparables.

Esta directiva debía haberse incorporado a nuestro ordenamiento jurídico antes del 6 de julio de 2024 y, en la fecha de este informe, sigue pendiente de transposición. Para más detalle ver [Legal Flash Cuatrecasas | Información corporativa sobre sostenibilidad: Directiva CSRD](#).

Directiva CS3D [Directiva \(UE\) 2024/1760](#), de 13 de junio de 2024, sobre debida diligencia en materia empresarial. El propósito de esta directiva es asegurar que las empresas cumplan con su deber de respetar los derechos humanos y el medioambiente con respecto a sus propias operaciones, las de sus filiales y a lo largo de sus cadenas de valor mundiales. Para más detalle ver el post de Cuatrecasas | [Publicada la Directiva de debida diligencia](#).

Para un análisis más detallado de distintos aspectos de la Directiva CS3D recomendamos acceder a la colección de publicaciones periódicas "Sostenibilidad y debida diligencia empresarial" en la página web de Cuatrecasas.

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

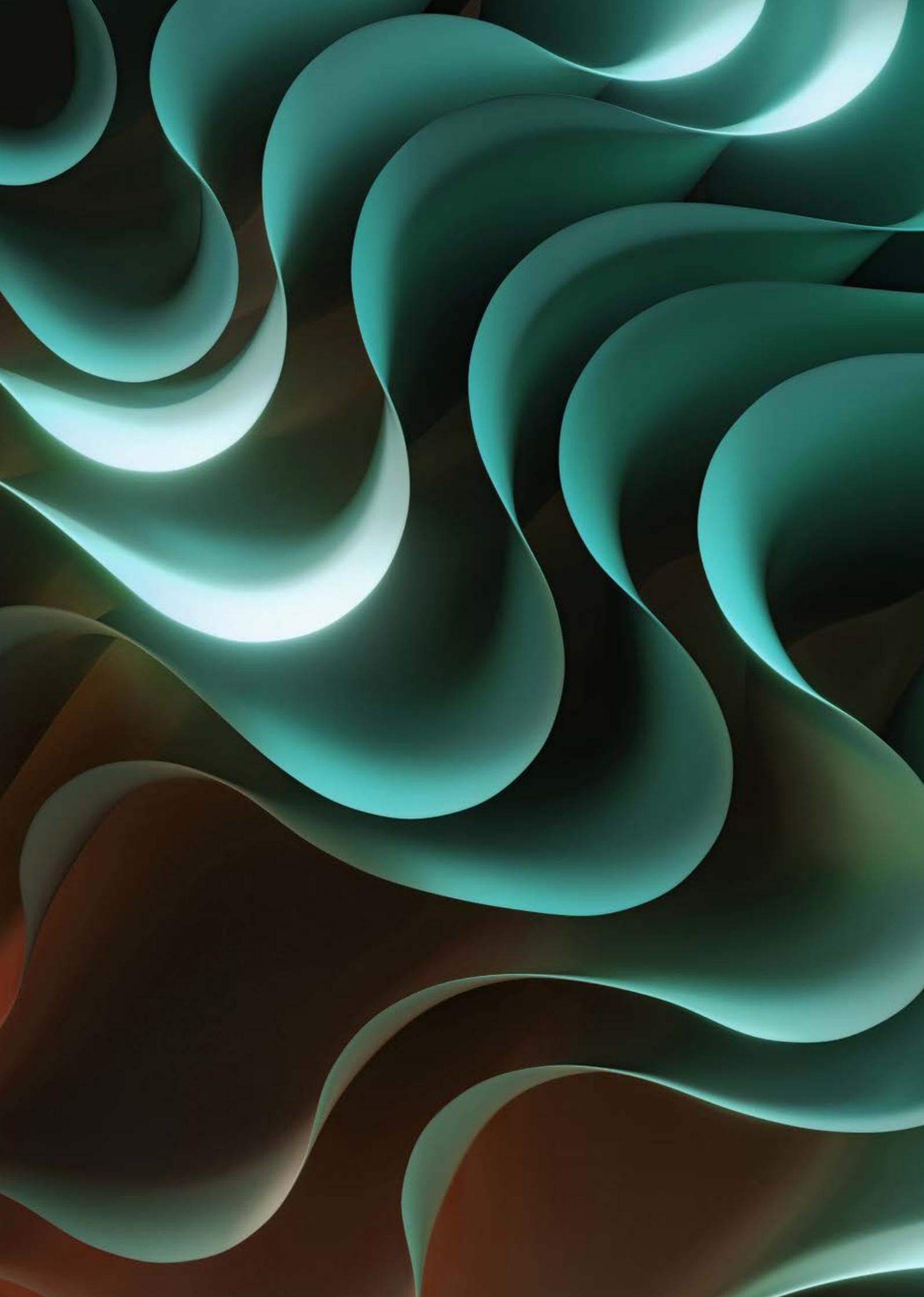
ESG

- **E (Environment):** El efecto que la actividad de la compañía tiene, directa o indirectamente, sobre el medioambiente.
 - **S (Social):** El efecto que la actividad de la compañía tiene en las personas o en el entorno social (empleados, clientes, proveedores o comunidades locales). Este ámbito se refiere a los derechos humanos e incluye, por ejemplo, la protección del consumidor, la igualdad y la diversidad, los derechos laborales, la gestión de la cadena de suministro, los derechos de las comunidades indígenas o la prohibición del trabajo infantil.
 - **G (Governance):** La forma en que se gestiona la compañía. Incluye los procesos y normas de gestión y gobierno tendentes a asegurar tanto el cumplimiento de la normativa, externa e interna (compliance), como la gestión adecuada de riesgos internos (para la actividad de la empresa) y externos (para terceros). Abarca cuestiones de gobierno corporativo y de transparencia o rendición de cuentas, pero también de política fiscal, de lucha contra la corrupción y prevención del delito, de inversión o de abuso de mercado.
-

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

ÍNDICE

| | |
|--|----|
| 1. VISIÓN GENERAL DE LA TEMPORADA DE JUNTAS 2024 EN ESPAÑA | 16 |
| 2. ANÁLISIS DE LA TEMPORADA DE JUNTAS DE 2024 EN EL IBEX-35 Y EN EL TOP 40 DEL MERCADO CONTINUO | 20 |
| 2.1. NIVEL DE PARTICIPACIÓN | 20 |
| 2.2. CUESTIONES MÁS CONFLICTIVAS | 23 |
| 3. OTROS ASUNTOS RECIENTES CON IMPACTO EN LAS JUNTAS DE ACCIONISTAS | 42 |
| 3.1. LA INFORMACIÓN DE SOSTENIBILIDAD DEL INFORME DE GESTIÓN | 42 |
| 3.2. PROPUESTAS SOBRE TEMAS DE SOSTENIBILIDAD SOMETIDOS A VOTACIÓN (CONSULTIVA O VINCULANTE) DE LA JUNTA | 46 |
| 4. ¿CÓMO PREPARAR LA TEMPORADA DE JUNTAS 2025? | 54 |



1

Visión general de la Temporada de Juntas 2024 en España

1 VISIÓN GENERAL DE LA TEMPORADA DE JUNTAS 2024 EN ESPAÑA

En la Temporada de Juntas 2024, la mayoría de las juntas (el 94% y el 88% de las juntas del Ibex-35 y del Top 40 del Mercado Continuo) se celebraron en formato híbrido. Los **temas tradicionales** como la retribución de consejeros, la composición del consejo de administración y las modificaciones de capital siguieron siendo objeto de escrutinio. Sin embargo, existe una **tendencia creciente a priorizar cuestiones medioambientales** en las agendas. Además, hubo un notable aumento de operaciones corporativas en el mercado, lo que dinamizó el panorama empresarial y alteró significativamente la estructura accionarial de algunas cotizadas, con consecuencias directas en la toma de decisiones y en el nivel de participación en juntas.

Todo ello, ha puesto de relieve la creciente importancia que tiene adoptar las mejores prácticas en materia de sostenibilidad en las empresas cotizadas españolas. Estas prácticas no solo son relevantes para la rentabilidad o desempeño de la sociedad. También son herramientas esenciales para gestionar los riesgos ESG en un entorno donde el escrutinio del mercado es mayor y el activismo accionarial está en auge.

En los últimos años, los temas de cambio climático, sostenibilidad y gobierno corporativo han ganado protagonismo en Europa, debatiéndose en el seno de los consejos y entrando a formar parte del orden del día de muchas juntas de accionistas. Gradualmente, pese a generar ciertos debates, se han ido integrando en los procesos de toma de decisiones y están siendo validados por el mercado.

En la Temporada de Juntas 2024 en España se presentaron tres propuestas de **say on climate** (una más que en 2023), que es una cifra inferior a la de otros países de nuestro entorno (en Europa, se presentaron un total de 22 propuestas). Todas ellas contaron, en promedio, con cerca de un 90% de apoyo por parte de los accionistas, aunque no estuvieron respaldadas por todos los *proxy advisors*. Por otra parte, el apoyo de los inversores y *proxy advisors* fue generalizado en el caso de la **información de sostenibilidad facilitada por las compañías en sus informes de gestión**. Se espera que esta sea una de las cuestiones clave de la próxima Temporada de Juntas 2025 como consecuencia de la entrada en vigor de la normativa CSRD.

Las compañías cotizadas españolas han afrontado otros **retos importantes de gobierno corporativo** en la Temporada de Juntas 2024, destacando los siguientes:

- **Riesgos geopolíticos, de ciberseguridad e inteligencia artificial.** Los consejos de administración se han enfrentado a nuevos desafíos en estos ámbitos.
- **“Accountability” de los consejeros.** El escrutinio de la actuación de los consejeros y el riesgo de “penalización” en la junta general a los miembros de comisiones cuyos ámbitos hayan recibido votos disidentes significativos en ejercicios anteriores han aumentado especialmente cuando el consejo no abordó adecuadamente las preocupaciones manifestadas por los inversores.
- **Diversidad de género en el consejo.** Muchas gestoras internacionales han penalizado a las compañías que tenían un porcentaje de diversidad de género inferior al esperado. No obstante, la posición de algunas gestoras (sobre todo españolas) ha sido más flexible en algún caso debido a las particularidades de la compañía.
- **Retribución.** El interés de los accionistas y *proxy advisors* por la remuneración de los consejeros sigue creciendo, y muchos inversores han establecido “líneas rojas” en aspectos en los que antes eran más permisivos. En España, los inversores institucionales más beligerantes en materia retributiva han sido Amundi, Legal & General y AVIVA. En relación con los *proxy advisors*, Glass Lewis ha sido más exigente que ISS en este ámbito. Entre los temas que han sido objeto de mayor escrutinio destacan (i) los incrementos salariales al primer ejecutivo, (ii) la posibilidad de pagos por debajo de la mediana, (iii) la existencia de un *mix* retributivo no enfocado al largo plazo, y (iv) la falta de divulgación del cumplimiento individualizado de las métricas o de los objetivos para calcular la retribución variable.
- **Independencia en el consejo.** Los consejeros independientes obtuvieron el mayor nivel de votos favorables en las compañías del Ibex-35 y del Top 40 del Mercado Continuo y, en general, siguen siendo los menos penalizados por los *proxy advisors*.

Tras el análisis individualizado realizado por Georgeson, entre los datos más relevantes de esta Temporada de Juntas 2024 en España, destacan los siguientes:

- **Participación (*quorum*).** El nivel medio de participación (*quorum*) en las compañías del Ibex-35 descendió ligeramente respecto a 2023 (-0,38 puntos), situándose en 73,08%, mientras que el del Top 40 del Mercado Continuo aumentó en dos puntos porcentuales, situándose en 73,94%. Este ha sido el nivel más alto de participación en las compañías del Top 40 del Mercado Continuo en los últimos cinco años. Las compañías donde más ha crecido el *quorum* han sido aquellas en las que ha aumentado, sustancialmente, la participación de su núcleo duro de accionistas.
- **Resultado de las votaciones.** En 2024 se aprobaron todas las propuestas sometidas a votación en las juntas del Ibex-35 y del Top 40 del Mercado, excepto una de una sociedad del Ibex-35 que trataba sobre la reducción del plazo de convocatoria para las juntas extraordinarias. En 2023, fueron tres las propuestas que no salieron adelante: dos del Ibex-35, relacionadas con la ratificación de dos consejeros, y una del Top 40 del Mercado Continuo, también sobre la reducción del plazo de convocatoria para las juntas extraordinarias.
- **Propuestas de retribución del consejo.** Tanto en el Ibex-35 como en el Top 40 del Mercado Continuo, el tema que ha suscitado mayor nivel de disidencia entre los grandes inversores institucionales y los principales *proxy advisors* ha sido el relativo a la retribución del consejo. En el Ibex-35 un 36% de estas propuestas recibieron más del 10% de voto en contra, lo que supone una disminución respecto al 46% registrado en 2023. Esta tendencia se replica en el Top 40 del Mercado Continuo, donde un 26% de dichas propuestas recibió más del 10% de voto en contra, mostrando una ligera mejora de un punto porcentual en comparación con 2023.
- **Propuestas de ratificación, nombramiento o reelección de consejeros:**
 - En el Ibex-35 el número de propuestas relativas a la ratificación, nombramiento o reelección de consejeros con más de 10% de voto en contra ha disminuido respecto a 2023 (7 propuestas sobre 128 en 2024 —el 5%—, frente a 29 propuestas sobre 180 en 2023, el 16%). Por el contrario, en las compañías del Top 40 Mercado Continuo ha aumentado considerablemente (28 propuestas sobre 111 en 2024 —el 25%— frente a 16 propuestas sobre 123 en 2023, el 13%).
 - Los consejeros independientes son los que han obtenido mayor respaldo tanto en las compañías del Ibex-35 (98,02% de nivel de apoyo medio) como en las del Top 40 del Mercado Continuo (96,74% de nivel de apoyo medio).
 - El nivel de apoyo a los consejeros ejecutivos ha sido menor que en 2023 tanto en el Ibex-35 como en el Top 40 del Mercado Continuo.
- **Modificación del capital social.** El porcentaje medio de votos en contra en las propuestas de aumento de capital ha disminuido tanto en las compañías del Ibex-35 (de 5,98% en 2023 a 3,91% en 2024) como en las del Top 40 Mercado Continuo (de 5,36% en 2023 a 2,01% en 2024).

En las siguientes páginas analizamos cada uno de estos temas en mayor profundidad, indicando cuáles han sido las recomendaciones de voto de los *proxy advisors*.

En la práctica, las recomendaciones de los *proxy advisors* tienen mayor influencia en el comportamiento de los inversores del Top 40 del Mercado Continuo que del Ibex-35. En el Top 40 del Mercado Continuo, el 74% de las veces que los *proxy advisors* emitieron una recomendación negativa hubo más de un 10% de voto en contra en la junta, mientras que en el Ibex-35 este porcentaje fue del 48%.

Desde Georgeson consideramos que las principales razones para esta discordancia en las compañías de mayor capitalización son las siguientes:

- El voto de accionistas mayoritarios o de referencia, cuyas políticas no se ven influenciadas por los asesores de voto. Por ejemplo, la abstención de accionistas relevantes que tienen un puesto en el consejo de administración y que, por conflicto de intereses o por políticas de voto interna, deciden abstenerse en la votación.
- La participación de inversores institucionales altamente cualificados en el capital social de las compañías del Ibex-35, con políticas de voto propias que, en muchos casos, pueden llegar a ser más estrictas que las de los *proxy advisors*.
- Las mayores exigencias de los inversores a las compañías del Ibex-35, que deben representar un paradigma de las mejores prácticas. Por ello, los inversores institucionales les exigen más que a las compañías de menor capitalización.



2

Análisis de la Temporada de Juntas de 2024 en el IBEX-35 y en el Top 40 del Mercado Continuo

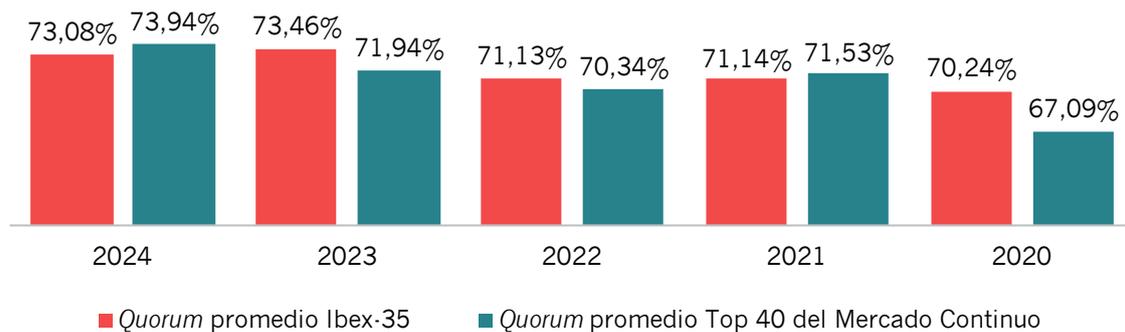
2 ANÁLISIS DE LA TEMPORADA DE JUNTAS DE 2024 EN EL IBEX-35 Y EN EL TOP 40 DEL MERCADO CONTINUO

2.1. NIVEL DE PARTICIPACIÓN

En la Temporada de Juntas 2024, el *quorum*² medio de las compañías del Ibex-35 ha disminuido ligeramente con respecto a 2023, bajando 0,38 puntos hasta situarse en 73,08%. Por su parte, el *quorum* medio del Top 40 del Mercado Continuo ha aumentado en dos puntos, situándose en 73,94%. En ambos casos, se observa una tendencia positiva desde 2020, siendo más pronunciada en las compañías del Top 40 del Mercado Continuo.

En los últimos cinco años, el *quorum* medio de las compañías del Ibex-35 ha aumentado en casi tres puntos, mientras que en el Top 40 del Mercado Continuo el aumento ha sido de poco más del doble. Si tenemos en cuenta los datos históricos, este ha sido el nivel de participación más alto de los últimos cinco años en las compañías del Top 40 del Mercado Continuo. Las sociedades donde más ha crecido el *quorum* en la Temporada de Juntas 2024 con respecto al año anterior han sido aquellas en las que más había aumentado el núcleo duro³ de accionistas.

Ibex-35 y Top 40 del Mercado Continuo:
evolución del promedio del *quorum* 2020-2024



Los siguientes gráficos reflejan el nivel de participación en la Temporada de Juntas 2023 en las compañías del Ibex-35 y del Top 40 del Mercado Continuo. En ellos se detalla, de manera decreciente, el peso que tiene el capital flotante (*free-float*) sobre el *quorum* total para cada compañía.⁴

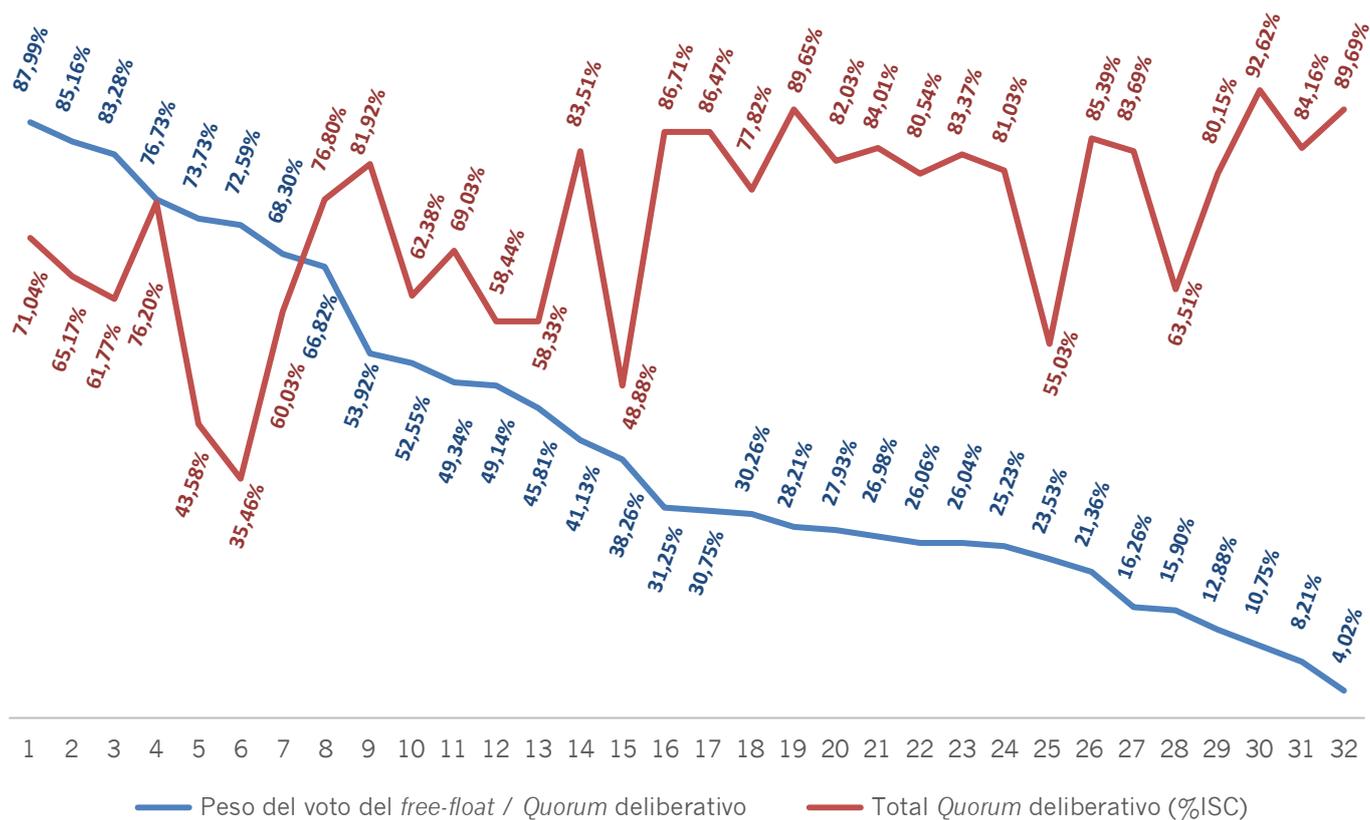
2 El *quorum* utilizado para el análisis de las compañías ha sido el deliberativo, en el que se excluye la autocartera, con la intención de hacer comparables los datos analizados.

3 Destaca el aumento en el *quorum* de una compañía que ha sido objeto de OPA, en más de 30 puntos porcentuales.

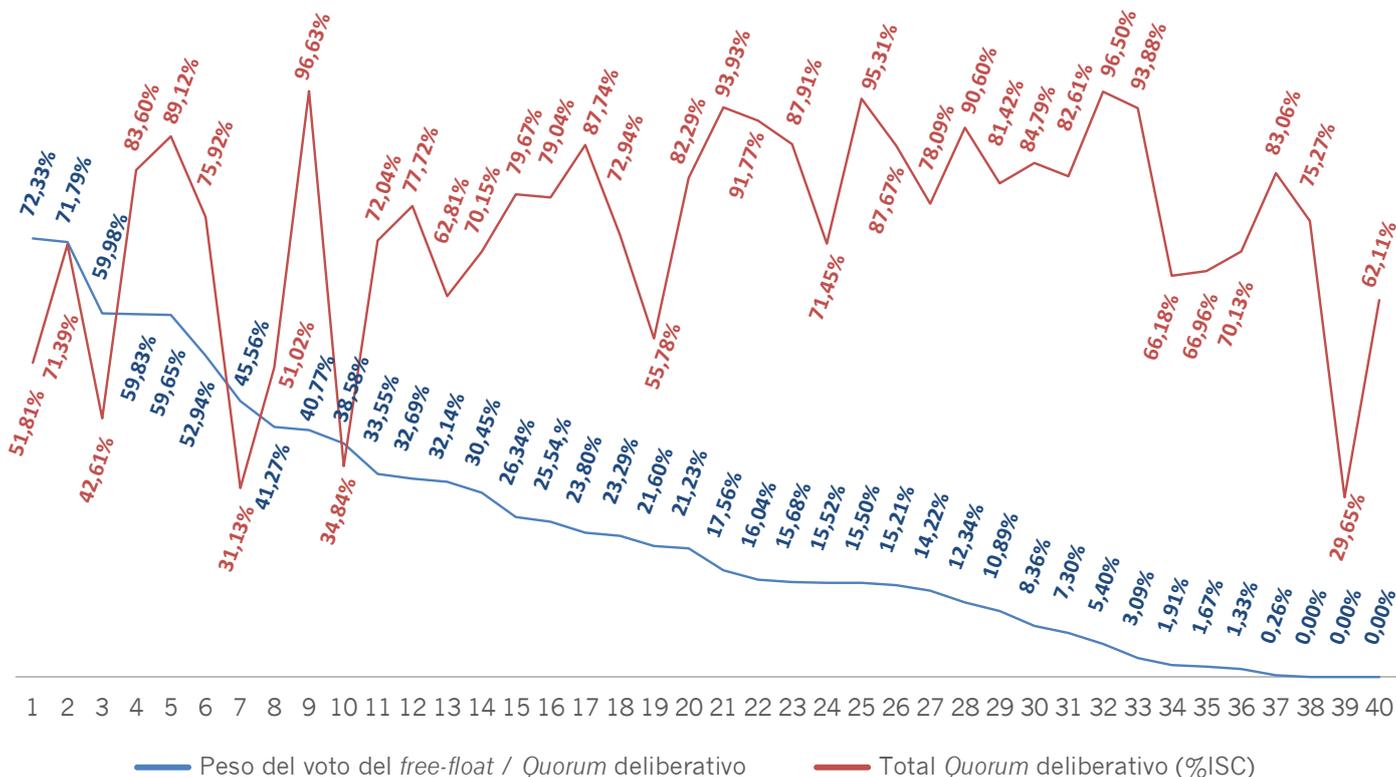
4 La metodología seguida para el cálculo del capital flotante ha sido la siguiente:

- i. Se ha tomado como punto de partida la información que las compañías divulgan en el Informe Anual de Gobierno Corporativo (IAGO).
- ii. Se ha asumido lo siguiente:
 - Todo lo que no forma parte del capital flotante es núcleo duro.
 - El núcleo duro ha votado con toda su posición a favor de todas las propuestas del consejo.
 - El voto que excede de la posición del núcleo duro ha sido emitido por el capital flotante.
 - Cuando el *quorum* ha sido inferior al núcleo duro, este ha votado con una posición parcial y el capital flotante no ha participado.

Ibex-35: participación en la junta 2024



Top 40 del Mercado Continuo: participación en la junta 2024



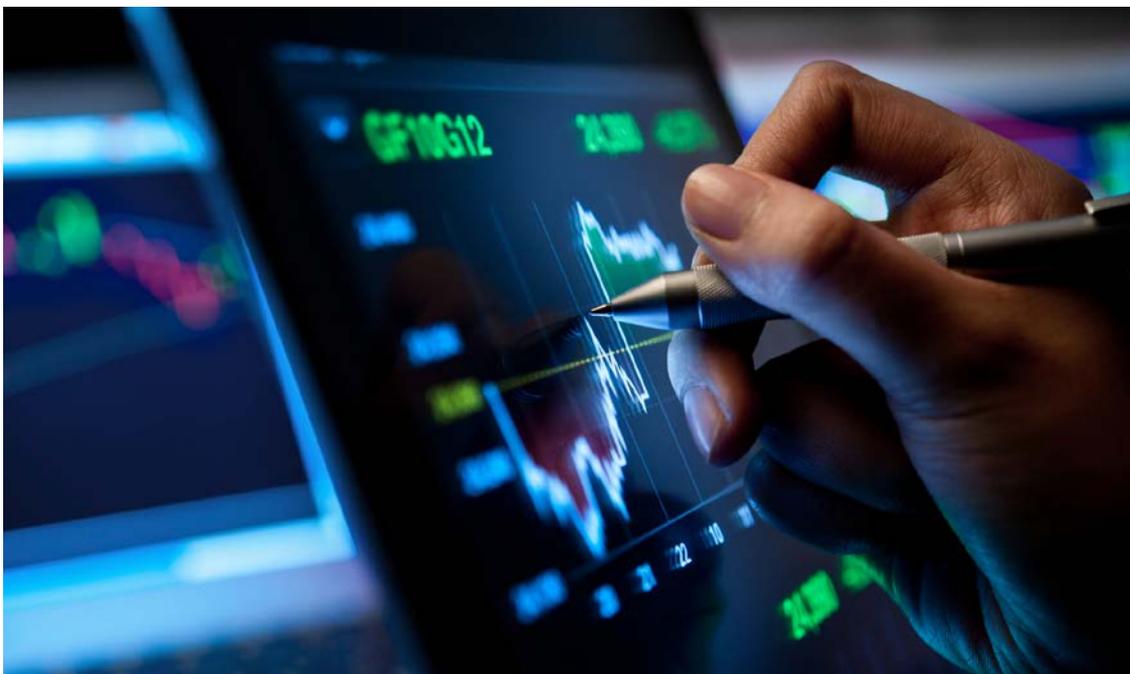
Los gráficos reflejan cómo en algunas compañías (por ejemplo, la número 1 del gráfico del Ibex-35) el *quorum* (71,04%) está compuesto casi en su totalidad (87,99%) por inversores que forman parte del *free-float*. Por el contrario, en otras compañías con un porcentaje similar de *quorum* (por ejemplo, la número 11 del gráfico del Ibex-35 con un 69,03%) la participación del *free-float* (49,34%) ha sido mucho menor, y el *quorum* ha estado compuesto, en su mayoría, por su núcleo duro. Otros ejemplos de este tipo de compañías serían los números 5 y 17 del gráfico del Top 40 del Mercado Continuo, que tienen un *quorum* similar (del 89,12% y 87,74%, respectivamente), a pesar de tener una movilización del *free-float* muy dispar (del 59,65% y del 23,80%, respectivamente).

Como cada año, este análisis pretende mostrar la importancia que tiene el voto del capital flotante en las compañías de capital atomizado. Desde Georgeson, en cada edición de este estudio, resaltamos la importancia de los siguientes factores para la movilización del voto del capital flotante:

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

Dicho esto, es innegable que la movilización del voto del capital flotante está ligada a la estructura accionarial de las compañías. En líneas generales, una compañía con un capital concentrado en manos de pocos accionistas podrá motivarles más fácilmente para que voten en las juntas. En cambio, una compañía con un capital distribuido entre muchos accionistas necesitará realizar un mayor esfuerzo. Asimismo, si hay una presencia importante de inversores institucionales cualificados (que suelen votar en las juntas) la participación en la junta tenderá a ser mayor.

A este respecto, este año destacamos el creciente interés de los inversores institucionales domésticos por el gobierno corporativo de las compañías. Esta tendencia se refleja en un aumento en las interacciones directas con emisores, el desarrollo de políticas de voto propias y un mayor uso de las recomendaciones de los *proxy advisors*. Impulsado por iniciativas como el [Código de Buenas Prácticas de Inversores⁵ \(stewardship code\)](#) aprobado por CNMV el 23 de febrero de 2023, y alineado con las directivas europeas, este cambio acerca a España a mercados europeos más maduros, aunque aún tenga mucho camino por recorrer para acercarse a referentes como Estados Unidos o Reino Unido.



5 Para un mayor detalle sobre este código puede acceder a la publicación de [Cuatrecasas Código de buenas prácticas de inversores](#).

2.2. CUESTIONES MÁS CONFLICTIVAS

Como cada año, analizamos los puntos del orden del día de las juntas de accionistas que han recibido menor respaldo de los accionistas. Se mantiene la tendencia y los temas más controvertidos han sido la retribución del consejo y la reelección, nombramiento y ratificación de consejeros. En cambio, el nivel de disidencia en las juntas ha sido menor en las propuestas de modificación de capital, modificación de estatutos sociales o reelección de auditores.

Para comenzar este análisis nos centraremos primero en las dos cuestiones más conflictivas: la retribución del consejo y la reelección, nombramiento y ratificación de consejeros.

Retribución del consejo

Al igual que el año pasado, durante esta Temporada de Juntas 2024, tanto en el Ibex-35 como en el Top 40 del Mercado Continuo, los temas retributivos han suscitado gran escrutinio por parte de los inversores institucionales y los principales *proxy advisors*. Sin embargo, los resultados son alentadores pues, de media, se ha reducido la disidencia en las votaciones.

Este año, el número de propuestas con más de un 10% de voto en contra en el Ibex-35 ha disminuido (27 propuestas en 2024 frente a 38 propuestas en 2023), y la proporción de penalización ha bajado del 46% al 36%⁶. Las compañías del Top 40 del Mercado Continuo también han mostrado una tendencia ligeramente decreciente en el número de propuestas con más del 10% de voto en contra (22 propuestas en 2024 frente a 23 en 2023 y 28 en 2022). La proporción de la penalización ha descendido del 28% en 2022 al 27% en 2023 y al 26% en 2024.

Tal y como ocurrió en la Temporada de Juntas 2023, la mayor parte de las propuestas que han recibido una oposición relevante se referían a la aprobación del Informe Anual de Remuneraciones de los Consejeros ("IARC"). En el Ibex-35, 14 de las 32 compañías analizadas han tenido un nivel de disidencia superior al 10%. En el Top 40 del Mercado Continuo la oposición ha sido menor y solo 10 de las compañías analizadas han obtenido un nivel de disidencia superior al 10%.

Las compañías españolas, en especial las de gran capitalización, han logrado avances significativos en la optimización de sus estructuras de compensación, implementando esquemas que se alinean con las dinámicas y demandas actuales del mercado. No obstante, deben continuar evolucionando y adaptándose para abordar los desafíos emergentes en el ámbito de la remuneración.

Para más detalle sobre las principales conclusiones de la Temporada de Juntas 2024 en materia de retribución, las tendencias del mercado en políticas de remuneraciones e incentivos a largo plazo, y las últimas novedades jurisprudenciales, puede consultarse el documento elaborado por Cuatrecasas, Georgeson y WTW con ocasión de la [7ª edición del Observatorio de la retribución de consejeros y altos directivos en sociedades cotizadas](#).

Reelección, nombramiento y ratificación de consejeros

Este año se observa una marcada diferencia entre el resultado de las votaciones sobre reelección, nombramiento y ratificación de consejeros de las compañías del Ibex-35 y del Top 40 del Mercado Continuo.

En el Ibex-35, el número de propuestas con más de 10% de voto en contra se ha reducido notablemente respecto a los últimos dos años (7 propuestas en 2024 frente a 29 en 2023 y 23 en 2022). La intensidad de voto en contra también se ha reducido, pasando de 14% en 2022 y 16% en 2023, a solo 5% en 2024.

Por el contrario, en el Top 40 del Mercado Continuo, el número de propuestas con más de 10% de voto en contra ha aumentado considerablemente, alcanzando casi los niveles de 2022 (28 propuestas en 2024, frente a 16 en 2023 y 29 en 2022), y la intensidad del voto en contra ha sido la más alta de los últimos años, situándose en 25% frente al 13% en 2023 y al 23% en 2022.

Tras analizar en detalle las dos cuestiones más controvertidas, ofrecemos una visión general del voto en junta por parte de los inversores en las compañías del Ibex-35 y del Top 40 del Mercado Continuo, así como de las recomendaciones de voto emitidas por los *proxy advisor*.

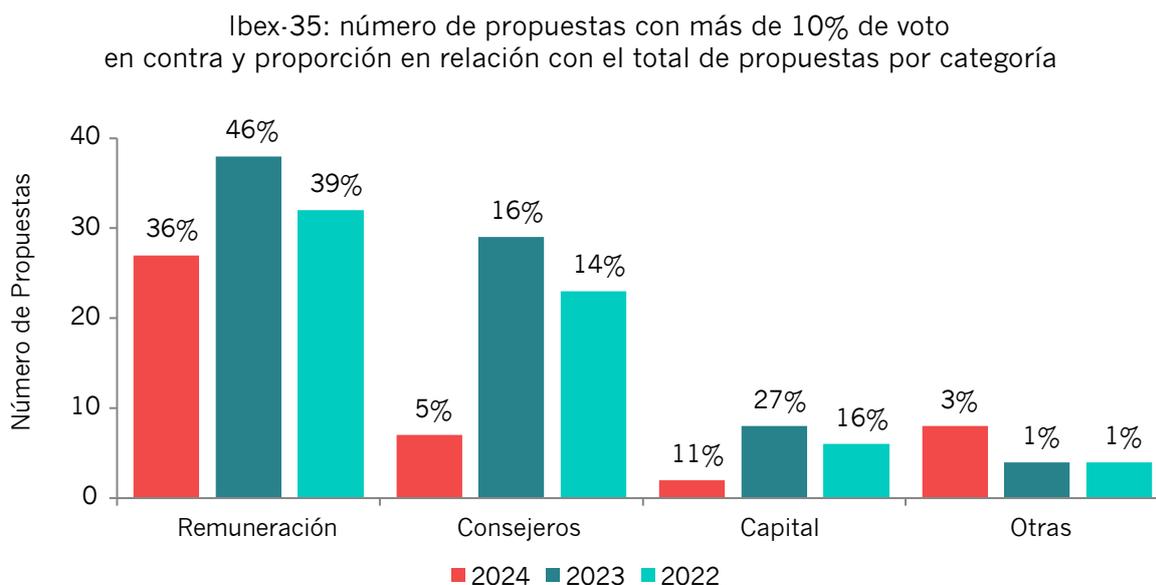
6 Para calcular este porcentaje hemos dividido el número de propuestas con más de un 10% de voto en contra entre el total de propuestas de la categoría.

Ibex-35

En la Temporada de Juntas 2024, un total de 44 propuestas obtuvieron más del 10% de oposición⁷, lo que implica una reducción importante con respecto al año anterior (79 propuestas en 2023).

Si analizamos las temáticas de las propuestas presentadas, como hemos mencionado antes, las propuestas sobre retribución del consejo son las que han recibido mayor proporción de voto en contra (un 36% de ellas han superado el 10% de voto en contra en 2024).

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



Nota: A efectos aclaratorios, se hace constar que la altura de las columnas refleja el número de propuestas que han recibido más de 10% de voto en contra (en números absolutos) y no el porcentaje que representaba cada una de ellas sobre el total de propuestas. Las materias se han ordenado, de mayor a menor, en función del número de propuestas que han recibido más del 10% de voto en contra en 2024.

Top 40 del Mercado Continuo

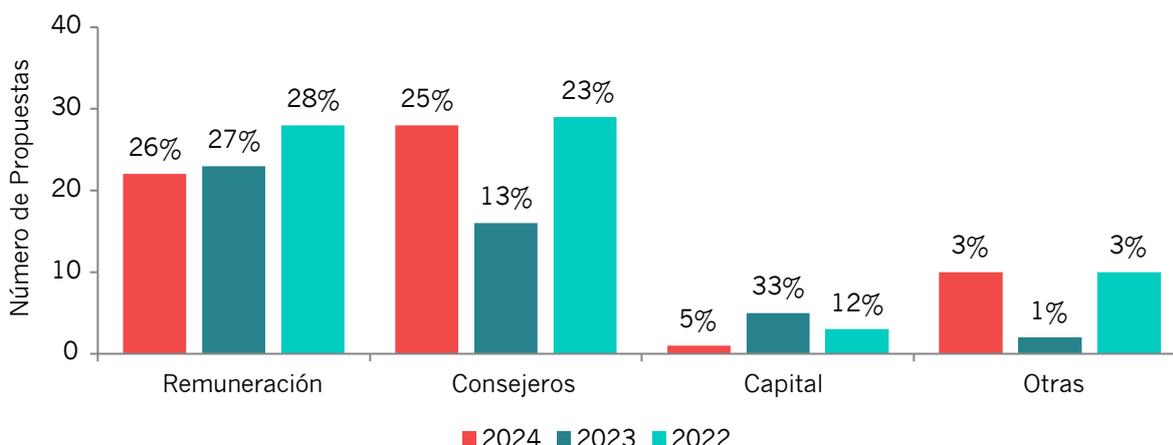
En la Temporada de Juntas 2024, un total de 61 propuestas recibieron más del 10% de oposición, número superior al del año anterior (46 propuestas). Este incremento se debe, principalmente, al aumento de propuestas de reelección, nombramiento y ratificación de los consejeros con más del 10% de voto en contra, tanto en número (de 16 a 28) como en proporción (de 13% a 25%).

Sin embargo, si atendemos a la proporción de votos en contra sobre el total de la categoría, las propuestas más penalizadas han vuelto a ser las de remuneraciones —un 26% de ellas han recibido más del 10% de voto en contra, reduciéndose ligeramente la oposición con respecto al año 2023 (27%)—, y las propuestas menos penalizadas las relativas al capital social de las compañías, pasando de cinco (33%) en 2023 a una (5%) en 2024.

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

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

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



Nota: A efectos aclaratorios, se hace constar que la altura de las columnas refleja el número de propuestas que han recibido más de 10% de voto en contra (en números absolutos) y no el porcentaje que representaba cada una de ellas sobre el total de propuestas. Las materias se han ordenado, de mayor a menor, en función del número de propuestas que han recibido más del 10% de voto en contra para 2024.

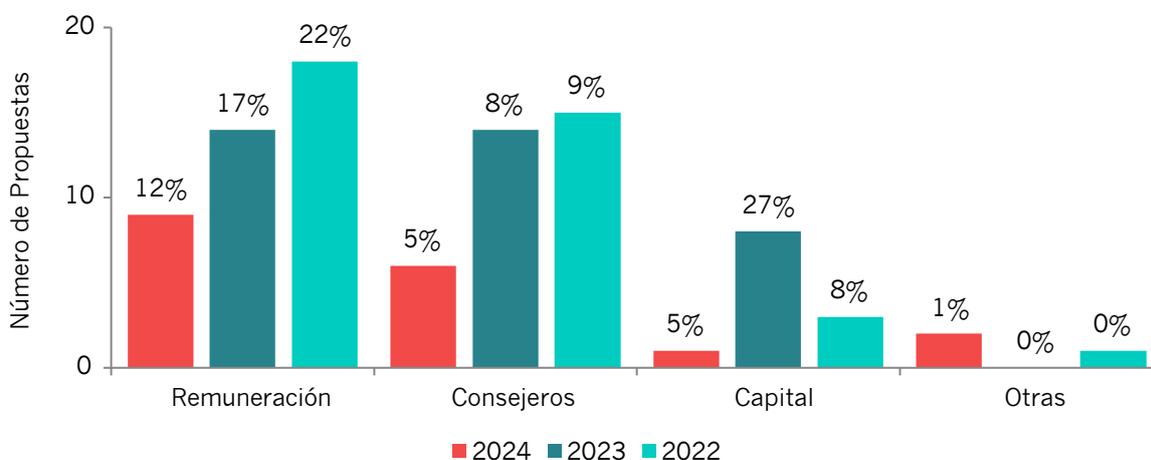
Recomendaciones de voto de los principales proxy advisors

Gran parte de los inversores institucionales se apoyan en asesores de voto (*proxy advisors*) para realizar el análisis del orden del día de las juntas de accionistas y obtener recomendaciones para sus decisiones de voto. Una recomendación negativa de un asesor de voto a menudo tiene un impacto adverso en el resultado de la votación del punto del orden del día al que se refiere.

Si analizamos las recomendaciones de voto del *proxy advisor* de referencia (ISS) para las empresas del Ibex-35, se observa una reducción a la mitad en sus recomendaciones no favorables: 18 en 2024, frente a 36 en 2023. Por el contrario, para el Top 40 del Mercado Continuo, ISS ha aumentado el número de recomendaciones en contra, pasando de 65 en 2023 a 78 en 2024.

En el Ibex-35, tanto en términos porcentuales como numéricos, las propuestas de remuneraciones son las que han recibido la mayor proporción de recomendaciones de voto en contra (9 propuestas, que representan el 12% de las propuestas en esa materia).

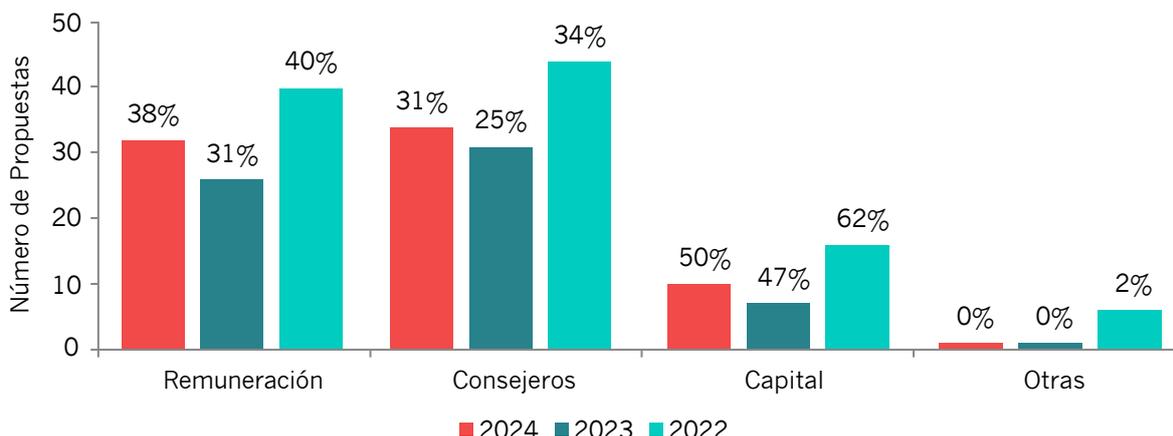
Ibex-35: número de propuestas con recomendaciones en contra de ISS y proporción sobre el total de recomendaciones por categoría



Nota: A efectos aclaratorios, se hace constar que la altura de las columnas refleja el número de propuestas que han recibido más de 10% de voto en contra (en números absolutos) y no el porcentaje que representaba cada una de ellas sobre el total de propuestas. Las materias se han ordenado, de mayor a menor, en función del número de propuestas que han recibido más del 10% de voto en contra en 2024.

En el Top 40 del Mercado Continuo, en términos porcentuales, las propuestas de aumento y reducción de capital son las que han recibido la mayor proporción de recomendaciones de voto en contra (50% del total de las propuestas en esta materia), mientras que, en términos numéricos, la mayoría de las recomendaciones negativas (34) han afectado a la reelección, nombramiento y ratificación de consejeros.

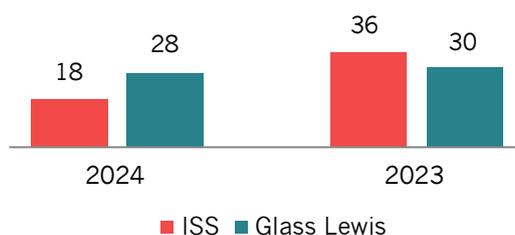
Top 40 del Mercado continuo: número de propuestas con recomendaciones en contra de ISS y proporción sobre el total de recomendaciones por categoría



Nota: A efectos aclaratorios, se hace constar que la altura de las columnas refleja el número de propuestas que han recibido más de 10% de voto en contra (en números absolutos) y no el porcentaje que representaba cada una de ellas sobre el total de propuestas. Las materias se han ordenado, de mayor a menor, en función del número de propuestas que han recibido más del 10% de voto en contra en 2024.

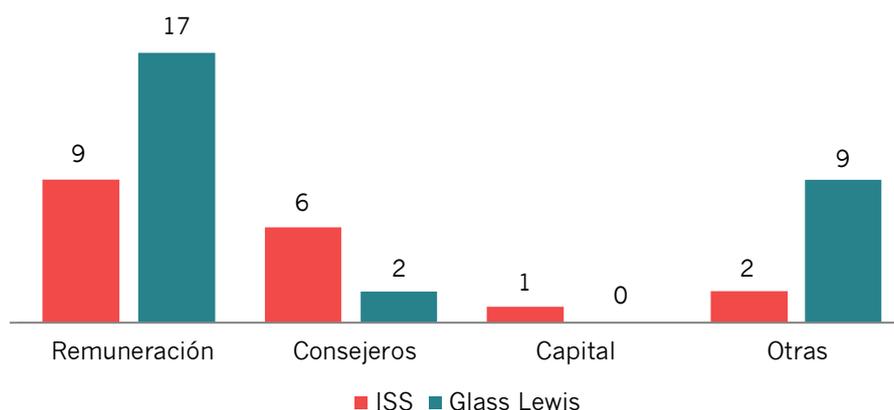
Si comparamos las recomendaciones de voto de ISS y Glass Lewis en el Ibex-35, este año ISS ha emitido menos recomendaciones no favorables (18) que Glass Lewis (28). Estos números difieren de los del año pasado, cuando ISS fue el *proxy advisor* que más penalizó a las compañías del Ibex-35.

Ibex-35: nº de recomendaciones de voto no favorables por *proxy advisor* 2023 Vs 2024



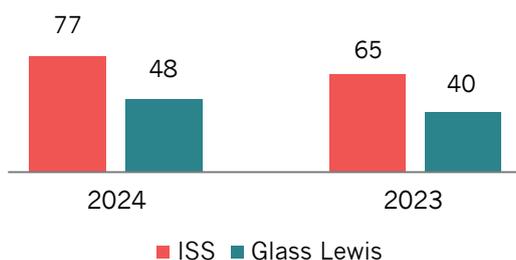
Por materias, en el Ibex-35, el mayor número de recomendaciones en contra de ISS (9) y de Glass Lewis (17) afecta a temas de remuneración. Glass Lewis ha emitido, además, un número relativamente elevado de recomendaciones no favorables en otras materias, como (i) la autorización para la reducción del plazo de la convocatoria de las juntas extraordinarias o (ii) las propuestas de *say on climate*. Esto se debe a que sus políticas en estas materias difieren de las de ISS y son mucho más rígidas.

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



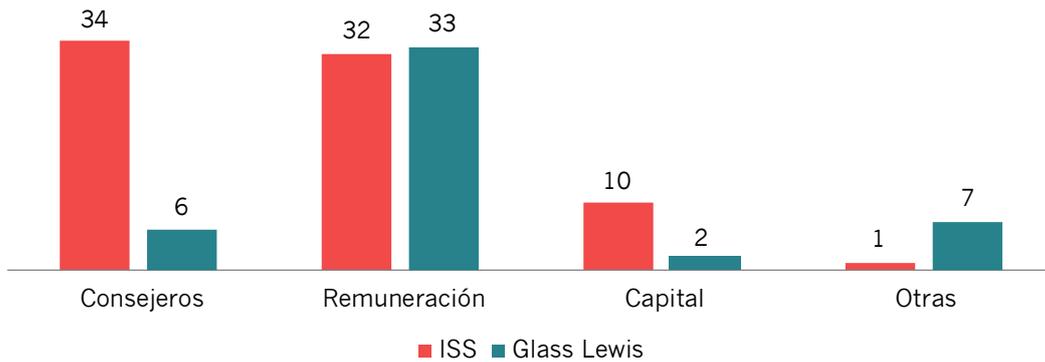
En el Top 40 del Mercado Continuo, por el contrario, ISS ha emitido un mayor número de recomendaciones en contra (77) que Glass Lewis (48). Se mantiene así la tendencia de la Temporada de Juntas 2023 en la que ISS penalizó con mayor fuerza a las cotizadas españolas de menor capitalización.

Top 40 del Mercado Continuo: nº de recomendaciones de voto no favorables por proxy advisor 2023 Vs 2024



Por materias, ISS ha emitido el mayor número de recomendaciones en contra en temas de reelección, nombramiento y ratificación de consejeros (34 recomendaciones) y de remuneraciones (32 recomendaciones). En el caso de Glass Lewis, la mayoría de sus recomendaciones en contra han afectado a temas de remuneración (33 recomendaciones). Al igual que en el Ibex-35, también ha recomendado votar en contra de las propuestas de reducción del plazo de la convocatoria de las juntas generales extraordinarias. Como hemos indicado antes, su política en esta materia es más rígida que las de ISS.

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



En definitiva, en la Temporada de Juntas 2024:

- i) Ambos *proxy advisors* han reducido el número de recomendaciones en contra en las compañías del Ibex-35 con respecto a 2023, pero las han aumentado para las compañías del Top 40 del Mercado Continuo.
- ii) ISS ha emitido un número significativamente mayor de recomendaciones en contra en las compañías del Top 40 del Mercado Continuo que del Ibex-35, mientras que Glass Lewis ha sido más crítico con las compañías del Ibex-35.



Diversidad de género en los consejos de administración⁸

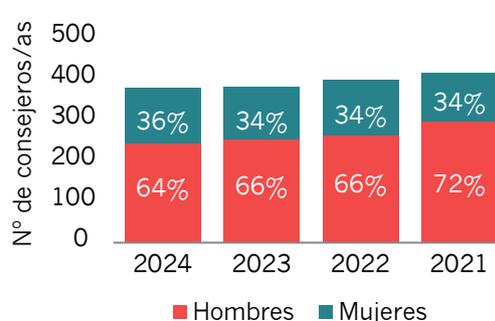
Cada año, la diversidad — y, en concreto, la diversidad de género — en los consejos de administración constituye uno de los principales focos de preocupación para los *proxy advisors* e inversores institucionales. Siguiendo la tendencia de años anteriores, aumenta la presencia de mujeres en los consejos de administración de las cotizadas españolas. En promedio, el porcentaje de mujeres alcanza casi el 42% en las compañías del Ibex-35 y el 36% en las compañías del Top 40 del Mercado Continuo, frente al 40% y 34% registrado en la temporada anterior, respectivamente.

Diez sociedades del Ibex-35 y 23 del Top 40 del Mercado Continuo no alcanzan todavía el umbral mínimo del 40% del sexo menos representado que impondrá la nueva Ley Orgánica de Paridad (ver más detalle en el apartado 4.3.). Los datos de diversidad de género mejoran en cada temporada de juntas, pero todavía hay algunas compañías donde el porcentaje de representación de las mujeres no alcanza el 30%. Actualmente, en dos compañías del Ibex-35 y en nueve del Top 40 del Mercado Continuo.

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

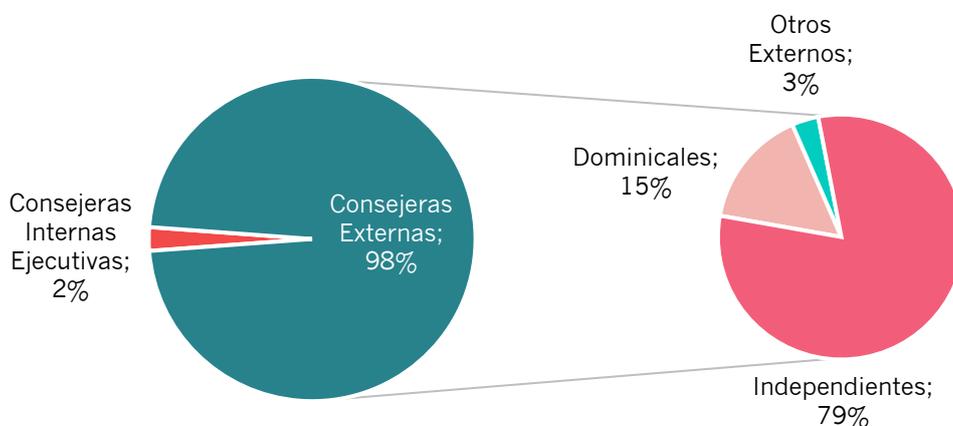


Top 40 MC: diversidad de género en los consejos de administración



En cuanto a la categoría de estas consejeras, como podemos observar en el siguiente gráfico, de las 176 consejeras presentes en las compañías del Ibex-35, un 98% son consejeras externas, en su mayoría (79%) independientes. En la Temporada de Juntas 2024 se sometieron a nombramiento, reelección y ratificación un total de 53 consejeras en las compañías del Ibex-35, siendo el 75% de ellas independientes.

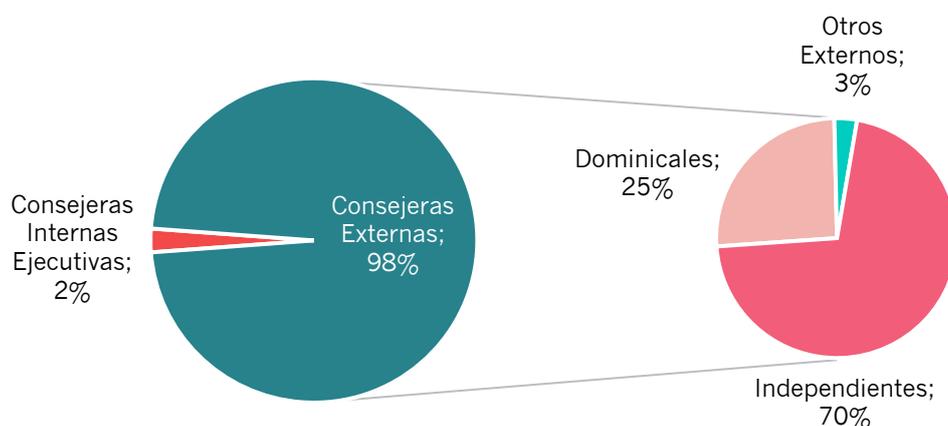
Ibex-35: categoría consejeras tras la Temporada de Juntas 2024



⁸ Los datos relativos a diversidad de género en el consejo se han obtenido de la información publicada por las compañías en sus páginas web en el mes de septiembre de 2024.

En los consejos de administración de las compañías del Top 40 del Mercado Continuo hay 135 mujeres, de las cuales un 98% son consejeras externas y, dentro de este grupo, un 70% son independientes. En la Temporada de Juntas 2024 se sometieron a nombramiento, reelección y ratificación un total de 40 consejeras, siendo el 78% de ellas independientes.

Top 40 MC: categoría de las consejeras tras la Temporada de Juntas 2024



Con el propósito de incrementar la presencia femenina en la alta dirección de las sociedades cotizadas y en línea con el espíritu de la actual recomendación 14 c) CBG, la nueva Ley de Paridad obligará a las compañías a velar porque la alta dirección tenga una composición que garantice la presencia, como mínimo, de un 40% del sexo menos representado. Las sociedades estarán obligadas a detallar el cumplimiento de esta norma programática en la memoria de sus cuentas anuales y, en caso de no alcanzar los porcentajes mínimos, deberán explicar los motivos y las medidas para lograrlo en el ejercicio económico inmediatamente posterior y en los sucesivos.

Estas obligaciones afectarán a las 35 sociedades con mayor capitalización bursátil (determinada utilizando la cotización de cierre del 21 de agosto de 2024) a partir del 30 de junio de 2026 y, al resto de las sociedades cotizadas, a partir del 30 de junio de 2027.

En relación con los *proxy advisors*, es previsible que continúen monitoreando de cerca la evolución de estas compañías en materia de género. No obstante, no se espera que realicen cambios en sus políticas de voto, dado que estas ya están alineadas con la recomendación del CBG de que la presencia femenina en los consejos alcanzase el 40% antes de finalizar el 2022.

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

En los siguientes gráficos se muestra el nivel de apoyo histórico recibido en las propuestas de nombramiento, ratificación y reelección de consejeros en las empresas del Ibex-35 y del Top 40 del Mercado Continuo, desglosado por categoría de consejero.

En la Temporada de Juntas 2024 los consejeros independientes son los que han obtenido mayor apoyo en las compañías del Ibex-35 y del Top 40 del Mercado Continuo. Si comparamos los resultados de las juntas de 2024 y 2023, el respaldo de los inversores institucionales a los consejeros ejecutivos ha sido menor. Esta disminución en el nivel de apoyo a los consejeros ejecutivos se explica, fundamentalmente, por el elevado porcentaje de voto en contra en una propuesta de ratificación de consejeros ejecutivos de una sociedad del Ibex-35.

Por el contrario, ha aumentado considerablemente el nivel de apoyo a los consejeros clasificados como "dominicales" u "otros externos" con respecto al año 2023.

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



Nota: A efectos aclaratorios, las categorías de consejero se han ordenado, de mayor a menor, en función del nivel de apoyo medio que recibieron en 2024.

En el Top 40 del Mercado Continuo también han sido los consejeros independientes los que han recibido más apoyo este año, seguidos de los consejeros ejecutivos. Además, se aprecia un considerable aumento en el apoyo promedio a los consejeros denominados "otros externos", mientras que los consejeros dominicales son los que han recibido un respaldo menor.

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



Nota: A efectos aclaratorios, las categorías de consejero se han ordenado, de mayor a menor, en función del nivel de apoyo medio que recibieron en 2024.

Recomendaciones de los proxy advisors por tipo de consejero

Como hemos apuntado antes, durante la Temporada de Juntas 2024 ISS emitió seis recomendaciones de voto en contra del nombramiento, ratificación o reelección de consejeros de un total de 117 resoluciones para las compañías del Ibex-35. Esto representa un porcentaje del 5%, que es inferior al del año 2023 (8%).⁹

El siguiente gráfico refleja la evolución de las recomendaciones de voto de ISS por tipo de consejero en los últimos tres años. Se puede apreciar:

- Una ligera reducción en las recomendaciones de voto en contra de los consejeros independientes, disminuyendo en 1,96 puntos porcentuales con respecto al año 2023. En la Temporada de Juntas 2024, ISS no ha emitido ninguna recomendación en contra de consejeros independientes.
- Un considerable aumento en las recomendaciones de voto en contra de los consejeros ejecutivos, incrementándose en 10,84 puntos porcentuales con respecto al año anterior, aunque inferior a los niveles de 2022.
- Una disminución total en las recomendaciones de voto en contra de los consejeros clasificados como “otros externos”. En la Temporada de Juntas 2023, ISS recomendó votar en contra del 11,11% de las propuestas que afectaban a esta categoría de consejeros.
- Una importante disminución de las recomendaciones en contra de los consejeros dominicales (12,90%) respecto a 2023 (29,41%).

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

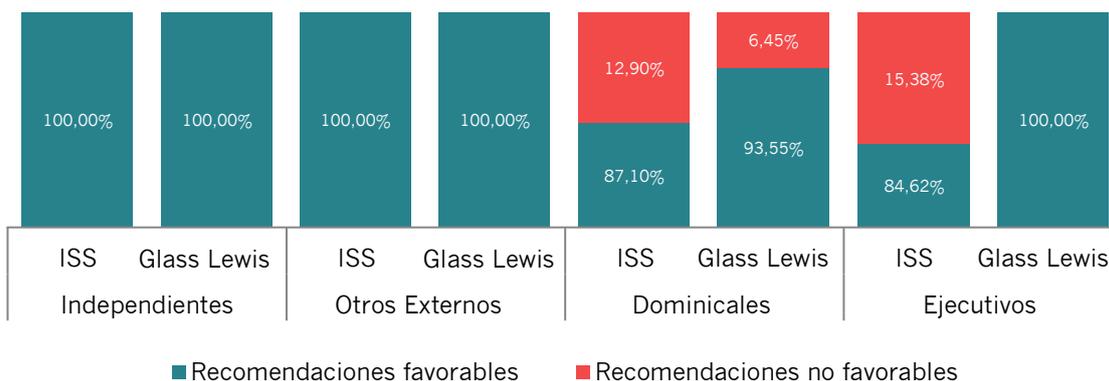


Nota: A efectos aclaratorios, las categorías de consejero se han ordenado, de mayor a menor, en función del nivel de apoyo medio que recibieron en 2024.

Por su parte, Glass Lewis emitió solo dos recomendaciones de voto en contra de propuestas formuladas por sociedades del Ibex-35 en materia de consejo durante la Temporada de Juntas 2024.

⁹ Este dato excluye los puntos del orden del día relativos a la fijación del número de consejeros.

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



Nota: A efectos aclaratorios, las categorías de consejero se han ordenado, de mayor a menor, en función del nivel de apoyo medio que recibieron en 2024.

El siguiente gráfico analiza la evolución de las recomendaciones de voto de ISS por tipo de consejero en las empresas del Top 40 del Mercado Continuo durante los últimos tres años. En la Temporada de Juntas 2024 se sometieron a votación 100 resoluciones relativas al nombramiento, ratificación o reelección de consejeros. De ellas, 33 recibieron una recomendación de voto en contra por parte de ISS, lo que representa el 33% del total.¹⁰

De acuerdo con los datos reflejados en el siguiente gráfico, en la Temporada de Juntas 2024:

- Las recomendaciones en contra de los consejeros independientes aumentaron ligeramente, en menos de medio punto porcentual.
- Se duplicaron las recomendaciones en contra de los consejeros ejecutivos, alcanzando el 27,27%.
- Más de la mitad de las resoluciones que afectaban a consejeros dominicales (57,58%) obtuvieron una recomendación no favorable. Esto supone un aumento de 8,93 puntos porcentuales respecto de 2023, aunque es un porcentaje inferior al del 2022.
- Se redujeron a la mitad las recomendaciones en contra de los consejeros clasificados como “otros externos”.

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



Nota: A efectos aclaratorios, las categorías de consejero se han ordenado, de mayor a menor, en función del nivel de apoyo medio que recibieron en 2024.

¹⁰ Este dato excluye los puntos del orden del día relativos a la fijación del número de consejeros.

Por su parte, Glass Lewis emitió seis recomendaciones de voto en contra de sociedades del Top 40 del Mercado Continuo en materia de consejo durante la Temporada de Juntas 2024.

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



Nota: A efectos aclaratorios, se ha ordenado, de mayor a menor, en función del nivel medio de recomendación favorable del proxy advisor por tipo de consejero para el 2024.

Resulta interesante analizar el ejercicio de voto en la junta general tras estas recomendaciones de voto en contra de los *proxy advisors*. En el caso de ISS, el nivel de voto en contra en la junta superó el 10% en cinco de las seis propuestas del Ibex-35 y en 25 de las 33 propuestas del Top 40 del Mercado Continuo en las que había emitido una recomendación no favorable. En el caso de Glass Lewis, las dos propuestas del Ibex-35 y cinco de las seis propuestas del Top 40 del Mercado Continuo que recibieron su recomendación no favorable superaron el 10% de votos en contra en la junta.

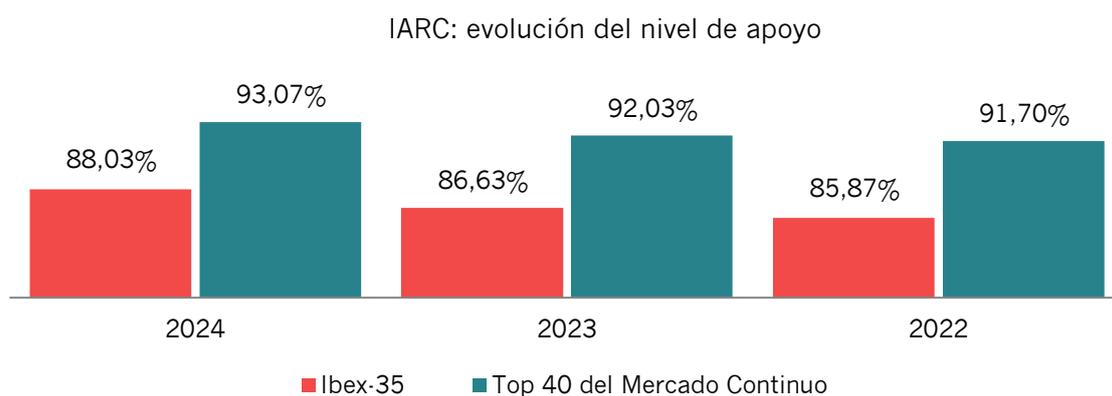
2.2.2. Remuneración de los consejeros y altos directivos

Como cada año, la retribución del consejo ha sido objeto de debate entre los distintos actores del mercado. Tras analizar las recomendaciones no favorables de los principales *proxy advisors* y las explicaciones publicadas por algunos inversores institucionales para justificar su voto negativo durante la Temporada de Juntas 2024, destacamos algunos de sus motivos para votar en contra:

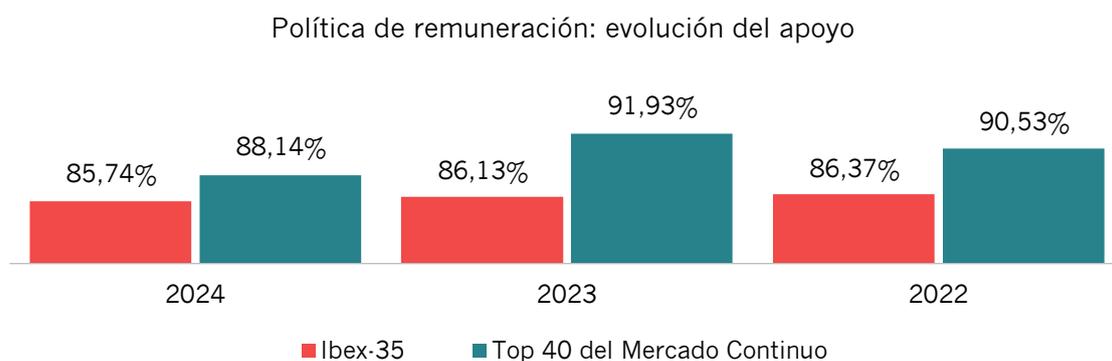
- El *quantum* de la retribución total del CEO era muy elevado en comparación con el de empresas similares (*peers*). Varios inversores justificaron sus votos en contra indicando que la retribución total del CEO excedía la mediana de las compañías comparables (*peers*) en más del 10%.
- La remuneración se pagó aun cuando el desempeño de la compañía estaba por debajo de la mediana del grupo de empresas comparables en el cálculo de la métrica TSR (métrica de largo plazo).
- La existencia de pagos por terminación de contrato que excedían el estándar de mercado.
- El poco desglose de información para poder evaluar si la remuneración se ajustaba al desempeño de los consejeros (*pay for performance*).

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

El apoyo medio al IARC ha mostrado una tendencia creciente desde 2022 en las compañías del Ibex-35 y del Top 40 del Mercado Continuo. Al igual que otros años, el nivel de respaldo al IARC ha sido mayor en las empresas del Top 40 del Mercado Continuo que en las del Ibex-35. Esto se debe, entre otros factores, a que el porcentaje de capital en manos del núcleo duro suele ser más elevado.



Este año, 16 compañías del Ibex-35 y 22 compañías del Top 40 del Mercado Continuo sometieron a aprobación su política de remuneraciones. El apoyo medio a la política de remuneración se mantiene relativamente estable en las compañías del Ibex-35 y disminuye en las del Top 40 del Mercado Continuo.



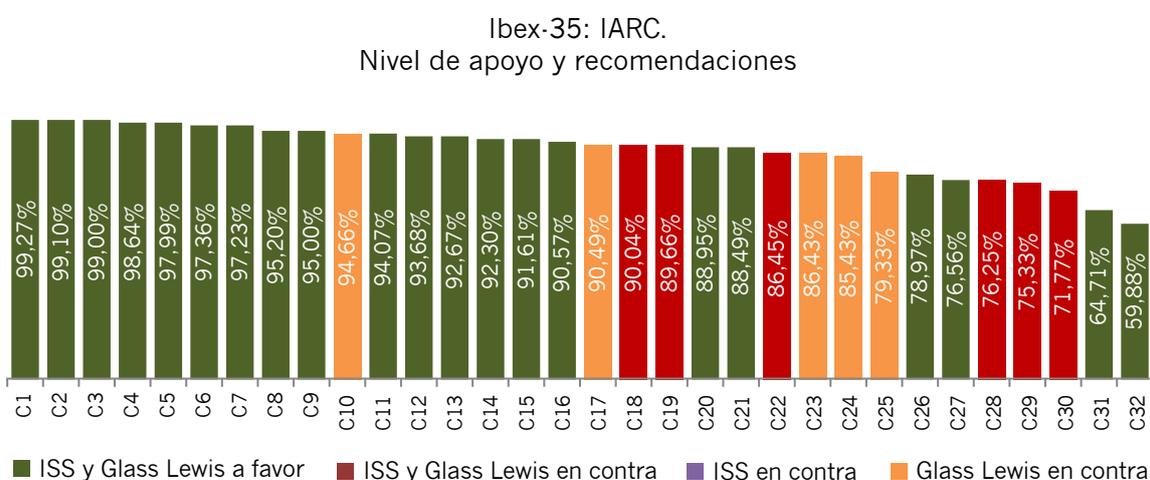
Influencia de los proxy advisors

Informe Anual de Remuneraciones de los Consejeros (IARC)

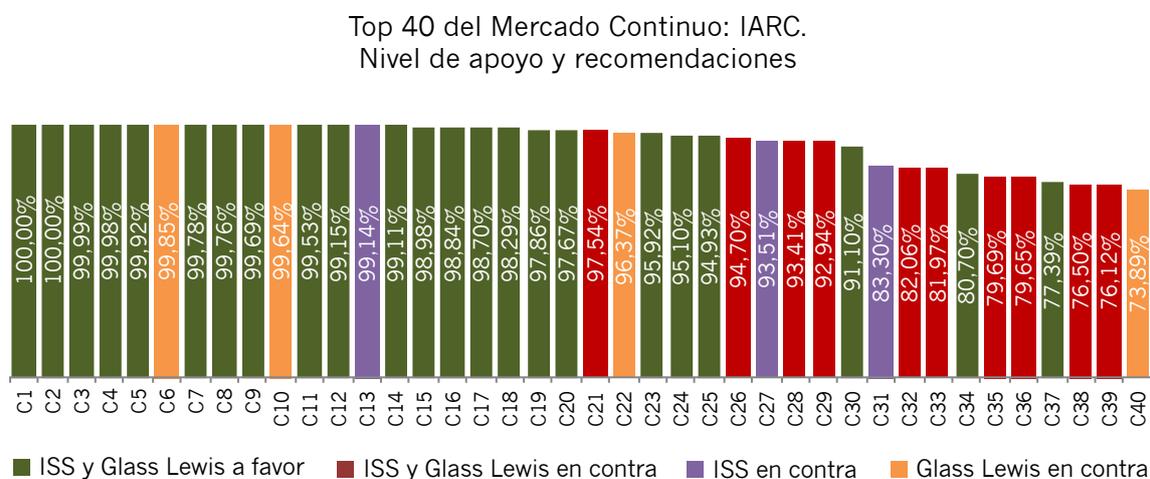
En la Temporada de Juntas 2024, todas las compañías del Ibex-35 aprobaron su IARC. La compañía que obtuvo el mayor nivel de apoyo recibió un 99,27% de votos favorables, situándose en poco más de 11 puntos porcentuales por encima de la media, que fue de 88,03%. La compañía del Ibex-35 con el menor nivel de apoyo obtuvo un 59,88% de votos a favor de su IARC.

Es importante resaltar las diferencias en el comportamiento de los dos proxy advisors de referencia en materia retributiva. Mientras ISS recomendó votar en contra de seis IARC en el Ibex-35, Glass Lewis lo hizo en 11 IARC.

En la Temporada de Juntas 2024, 18 empresas recibieron más del 90% de votos a favor del IARC, y tres de ellas superaron el 99% de apoyo. Todas ellas obtuvieron recomendaciones favorables por parte de ISS, y solo tres recomendaciones en contra de Glass Lewis.



En el Top 40 del Mercado Continuo todas las compañías aprobaron su IARC. La compañía con el menor nivel de apoyo recibió 73,89% de votos favorables a su IARC, mientras que dos compañías obtuvieron el 100% de votos a favor. La media de votos favorables en el Top 40 del Mercado Continuo fue de 93,07%. Además, 30 compañías recibieron más del 90% de votos a favor del IARC, de las cuales 14 obtuvieron más del 99% de apoyo.



* La compañía C21 tuvo recomendación en contra por parte de ISS y recomendación de abstención por parte de Glass Lewis.

Política de Remuneraciones

En cuanto a las recomendaciones de voto de los *proxy advisors* a la política de remuneraciones de las empresas del Ibex-35, ISS emitió dos recomendaciones de voto en contra y Glass Lewis cuatro.

Nueve de las 16¹¹ compañías que sometieron su política de remuneraciones a la aprobación de la junta obtuvieron más del 90% de votos a favor, siendo la media de votos favorables de un 85,74%.

De las siete compañías que obtuvieron menos del 90% de voto a favor, una recibió una recomendación en contra de ISS, otra de Glass Lewis y una tercera recibió recomendaciones en contra de ambos *proxy advisors*.

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



En el Top 40 del Mercado Continuo, 22 compañías¹² sometieron su política de remuneraciones a la aprobación de la junta. En nueve de ellas hubo más de un 10% de voto en contra siendo la media de votos favorables de un 88,14%. Una de las políticas de remuneraciones ha sido aprobada, aún recibiendo solo un 16,06% de apoyo. Este bajo porcentaje de respaldo ha sido consecuencia de la abstención del accionista de control, presidente y consejero delegado de la compañía.

Top 40 del Mercado Continuo: política de remuneraciones.
Nivel de apoyo y recomendaciones



* La compañía C7 tuvo recomendación en contra por parte de ISS y recomendación de abstención por parte de Glass Lewis.

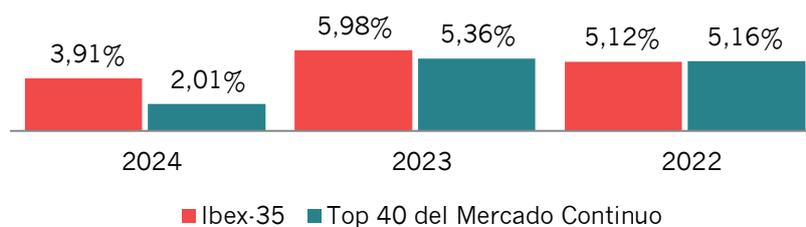
11 En tres de estas compañías se sometía a aprobación una modificación de la política en vigor.

12 En cuatro de estas compañías se sometía a aprobación una modificación de la política en vigor.

2.2.3. Modificación del capital social

En este apartado analizamos los resultados en las votaciones sobre modificación del capital social y su evolución en los últimos tres años. Tal y como muestra el siguiente gráfico, el porcentaje medio de votos no favorables en las propuestas de aumento de capital se había mantenido estable tanto en las compañías del Ibex-35 como en las del Top 40 del Mercado Continuo, hasta este año en que ha disminuido en ambos grupos.

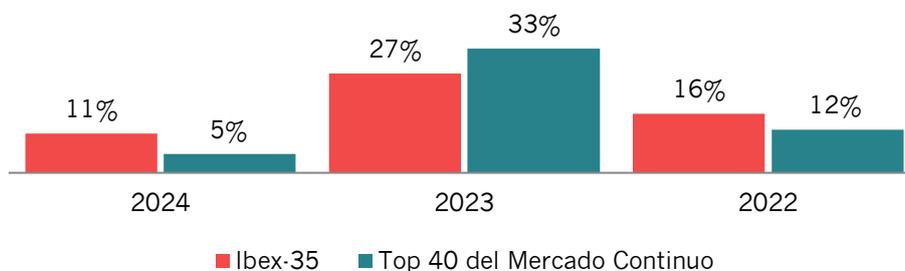
Evolución de la media de votos en contra a los asuntos en materia de capital



Al analizar 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 voto en contra ha disminuido este año en las empresas del Ibex-35 y del Top 40 del Mercado Continuo, siendo la reducción mayor en este último grupo.
- De las 20 propuestas presentadas en el Top 40 del Mercado Continuo, solo una recibió un porcentaje de voto en contra superior al 10%. En el Ibex 35, fueron dos propuestas de un total de 19.

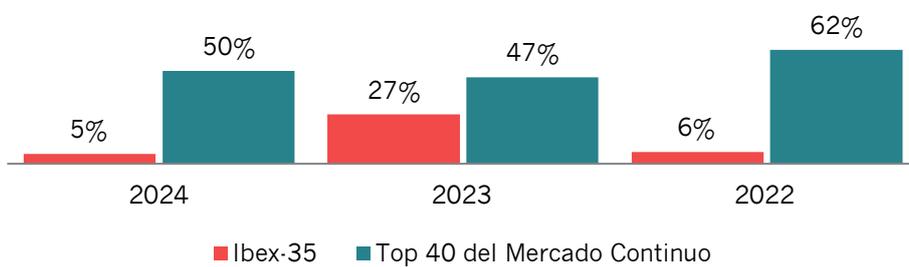
Evolución del % de resoluciones con más de 10% del *quorum* en contra



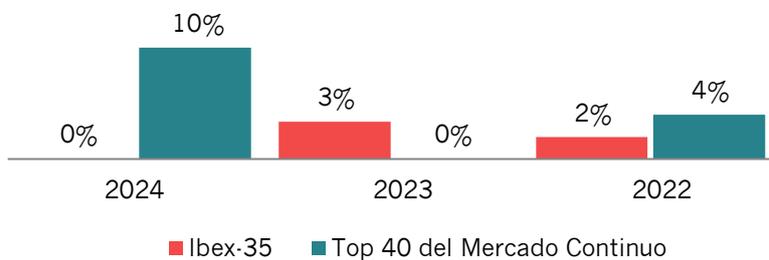
En cuanto a las recomendaciones de voto no favorable de los *proxy advisors*:

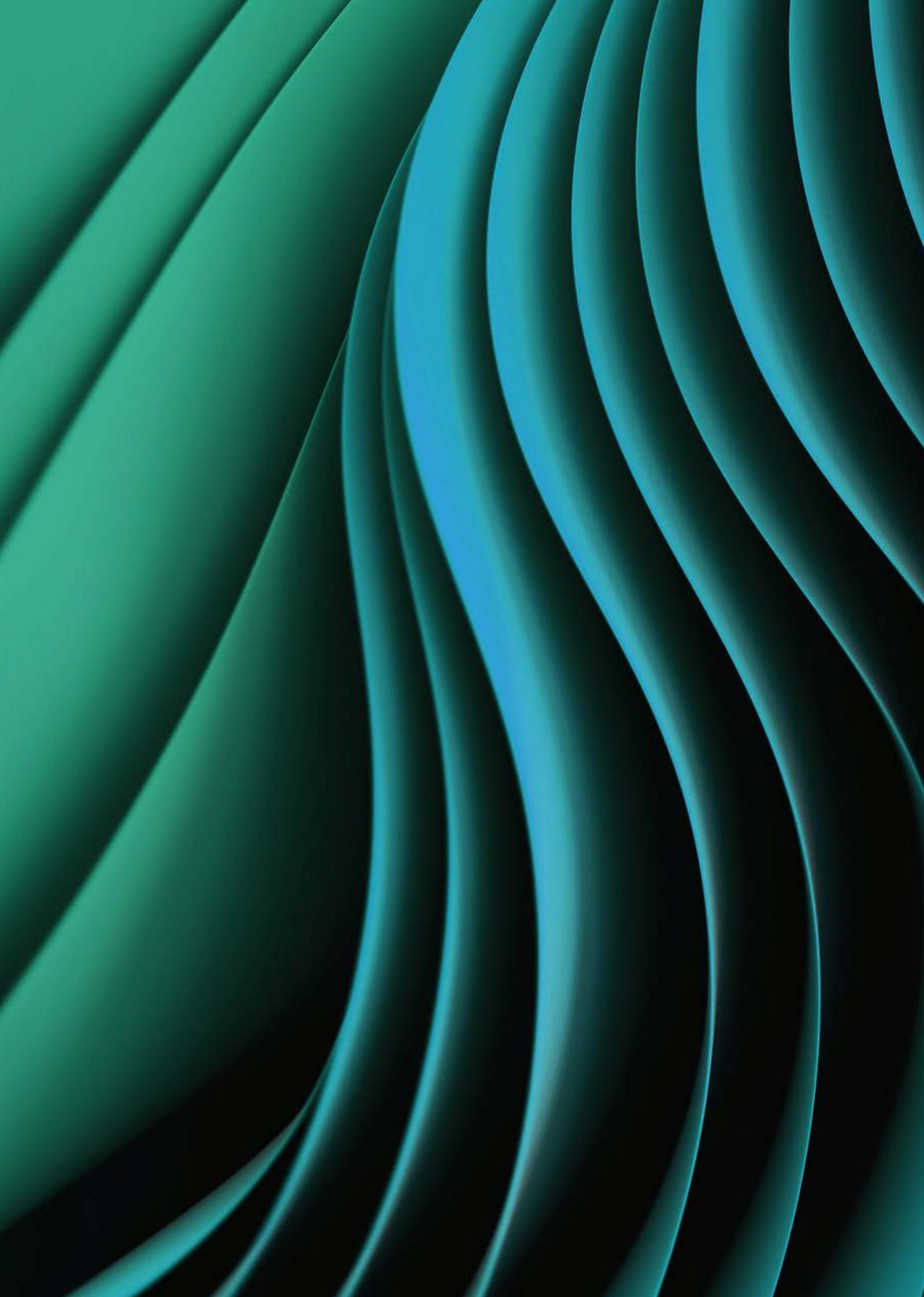
- En el Ibex-35, ISS emitió una recomendación en contra sobre un total de 19 propuestas de aumento de capital, mientras que Glass Lewis no emitió ninguna recomendación en contra.
- En el Top 40 del Mercado Continuo, ISS emitió diez recomendaciones en contra sobre un total de 20 propuestas de aumento de capital, mientras que Glass Lewis emitió dos recomendaciones en contra.

ISS: evolución de las recomendaciones de voto no favorables



Glass Lewis: evolución de las recomendaciones de voto no favorables





3

Otros asuntos recientes con impacto en las juntas de accionistas

3 OTROS ASUNTOS RECIENTES CON IMPACTO EN LAS JUNTAS DE ACCIONISTAS

En este capítulo abordamos dos temas clave relacionados con la sostenibilidad: (i) la información de sostenibilidad que deben facilitar las sociedades cotizadas en su informe de gestión —que será una de las cuestiones clave de la Temporada de Juntas 2025— y (ii) la posibilidad de someter propuestas sobre temas de sostenibilidad a la votación (consultiva o vinculante) de la junta general y sus efectos.

3.1. LA INFORMACIÓN DE SOSTENIBILIDAD DEL INFORME DE GESTIÓN

La UE aspira a liderar la transformación hacia un modelo económico sostenible a nivel mundial, entendiendo que este proceso de cambio puede impulsar, a su vez, el crecimiento económico. Para ello, ha configurado un marco normativo que trata de:

- Facilitar el flujo de capital hacia actividades económicas sostenibles.
- Fomentar un comportamiento empresarial responsable y sostenible.

La información que divulguen las compañías sobre aspectos medioambientales, sociales y de buena gobernanza resulta clave para cumplir con estos dos objetivos.

Desde el ejercicio 2019, y conforme a la [Ley 11/2018](#)¹³, las sociedades cotizadas españolas deben someter a aprobación de la junta general un estado de la información no financiera (“EINF”)¹⁴ que forma parte del informe de gestión (aunque, formalmente, puede elaborarse como un documento separado).

La Temporada de Juntas 2025 marcará un punto de inflexión en la información de sostenibilidad del informe de gestión. Por primera vez, las sociedades cotizadas deberán elaborar y difundir esta información conforme a lo previsto en la [Directiva 2022/2464/UE](#) (“Directiva CSRD”), que debía haberse incorporado a nuestro ordenamiento jurídico nacional antes del 6 de julio y continúa pendiente de transposición.

A continuación, analizamos el apoyo que han recibido hasta la fecha las propuestas relacionadas con los EINF en las juntas generales, así como las cuestiones que preocupan a inversores y *proxy advisors*. Posteriormente, reflexionamos sobre la importancia de la Directiva CSRD y sus efectos para las sociedades cotizadas en la Temporada de Juntas 2025.

3.1.1. Perspectiva de los *proxy advisors* en relación con las propuestas EINF

De acuerdo con las *guidelines* vigentes de ISS¹⁵ y Glass Lewis¹⁶, estos *proxy advisors* recomendarán votar a favor de la aprobación de las propuestas relacionadas con la información no financiera, salvo que exista alguna preocupación específica. Glass Lewis brinda un mayor detalle en sus recomendaciones.

- ISS: “Generally vote for the approval of mandatory non-financial information statement/report, unless the independent assurance services provider has raised material concerns about the information presented.”
- Glass Lewis: “We will generally recommend that shareholders vote for proposals to approve a company’s non-financial reporting, unless any of the following apply: (i) the company has failed to make the report publicly-available with sufficient time for shareholder review prior to the general meeting - at least 21 days prior to a general meeting-; (ii) the company has failed to provide a sufficient response to material controversies in its reporting; (iii) there are material concerns regarding the completeness and/or quality of the reporting; or (iv) the company is listed on a blue-chip or mid-cap index and has failed to disclose its Scope 1 and 2 emissions.”

13 La Ley 11/2018 no se limitó a incorporar al ordenamiento jurídico español el contenido regulado en la [Directiva 2014/95/UE](#) (conocida, por sus siglas en inglés, como la “Directiva NFRD” —Non Financial Reporting Directive). Fue más allá, entre otras, en las siguientes cuestiones: (i) un mayor ámbito de aplicación de empresas afectadas; (ii) mayor detalle del contenido que el EINF debería suministrar; y (iii) obligación de verificar el EINF por un prestador independiente de servicios de verificación.

14 Es habitual que a estos EINF (con frecuencia, con alguna información añadida a lo previsto en las normas) se les denomine “Informe de Sostenibilidad”.

15 ISS: [Proxy Voting Guidelines 2024](#) para Europa Continental.

16 Glass Lewis: Continental Europe Benchmark [Policy Guidelines 2024](#).

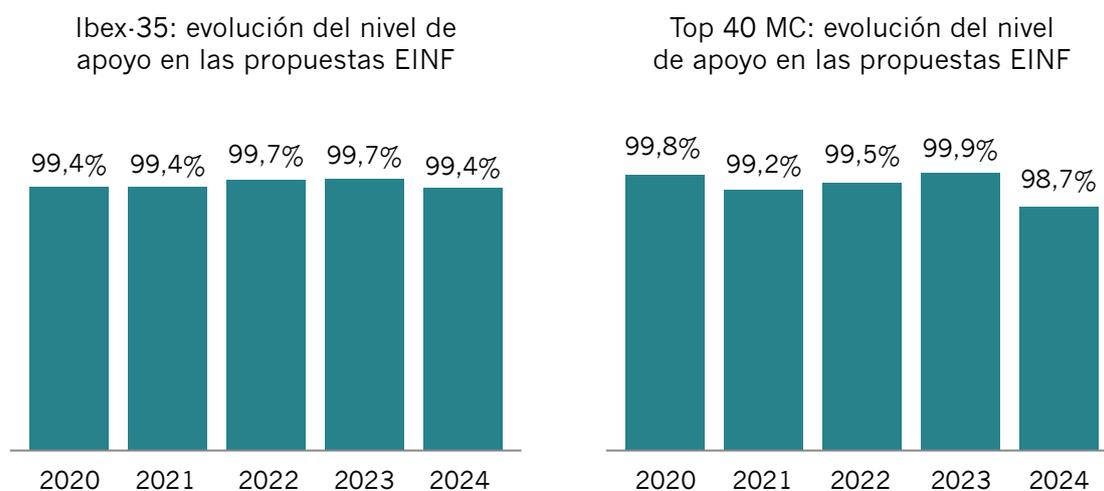
Durante el periodo 2020-2024, ISS y Glass Lewis han recomendado votar a favor de todas las propuestas presentadas por las compañías del Ibex-35 y del Top 40 del Mercado Continuo. Esto denota que no han tenido preocupaciones significativas al respecto. Por lo general, justifican su recomendación favorable en que el verificador emite una opinión "sin reservas" sobre el EINF, por lo que consideran que no existe motivo de preocupación para los accionistas.

Si analizamos las opiniones emitidas por los verificadores independientes de los EINF este último año, la gran mayoría han emitido una opinión sin reservas, aunque, generalmente han advertido en un "Párrafo de énfasis" que el informe no contenía cierta información comparativa en materia de cambio climático y medioambiente exigida por la nueva normativa. Si bien los *proxy advisors* han hecho alusión a este "Párrafo de énfasis" del verificador, han mantenido la recomendación favorable a la propuesta al entender que la conclusión del verificador respecto del EINF no se veía modificada.

3.1.2. Perspectiva de los inversores institucionales en relación con las propuestas EINF

En línea con los *proxy advisors*, la gran mayoría de los inversores institucionales ha apoyado este tipo de propuestas en los últimos cinco años, tanto en las compañías del Ibex-35 como del Top 40 del Mercado Continuo. Los siguientes gráficos muestran la evolución del nivel de apoyo de los accionistas en las juntas generales:

- En las compañías del Ibex-35 el nivel de soporte medio ha sido siempre superior al 99% durante el periodo 2020-2024.
- En las sociedades del Top 40 del Mercado Continuo se ha mantenido la tendencia del Ibex-35, salvo en 2024, donde la media de apoyo disminuyó al 98,7%, lo cual sigue siendo un porcentaje bastante elevado. En este grupo, hubo una compañía que recibió un 77,4% de apoyo debido a la abstención de un accionista significativo, quien se abstuvo en todos los puntos del orden del día.



En conclusión, las propuestas relacionadas con los EINF han sido respaldadas en los últimos años por los *proxy advisors* e inversores institucionales, a pesar de que se han ido endureciendo los requisitos de la información corporativa de sostenibilidad. No obstante, como detallamos en el apartado 3.1.3, es probable que el escrutinio de los *proxy advisors* e inversores institucionales aumente a partir del ejercicio 2024 (Temporada de Juntas 2025) con la entrada en vigor de la normativa CSRD.

3.1.3. Importancia de la Directiva CSRD y sus efectos en la Temporada de Juntas 2025

Una norma de gestión, disfrazada de reporting

Como hemos apuntado antes, la Directiva CSRD —que está pendiente de transposición— afectará a la información de sostenibilidad de las sociedades cotizadas del ejercicio 2024 que se someterá a aprobación en la Temporada de Juntas 2025.

Esta directiva es mucho más que una norma de transparencia: es también un instrumento de gobierno corporativo estrechamente vinculado a la diligencia empresarial en materia de sostenibilidad, en particular, a la [Directiva 2024/1760/UE](#) sobre debida diligencia en materia de sostenibilidad (“**Directiva CS3D**”). Esto es así porque la Directiva CSRD, sin imponer un requisito de conducta en relación con la debida diligencia, invita a las sociedades cotizadas a establecer sistemas de gestión diligente para cumplir con las nuevas obligaciones de transparencia y a explicarlos.

Los nuevos estándares de divulgación integrados en la normativa CSRD —los ESRS (*European Sustainability Reporting Standards*)— “no imponen ningún requisito de conducta en relación con la diligencia debida, [ni] tampoco amplían o modifican la función de los órganos de administración, dirección o supervisión de la empresa en lo que respecta a la diligencia debida”¹⁷. Sin embargo, aunque no exige un proceso concreto de debida diligencia a las sociedades cotizadas, la Directiva CSRD sí les obliga a detallar en su informe de gestión los procesos, controles y procedimientos de gobernanza utilizados para evaluar, gestionar y supervisar sus incidencias, riesgos y oportunidades en el ámbito de la sostenibilidad. Entre otros, las sociedades cotizadas deberán proporcionar información concreta sobre la identidad y descripción del papel de los órganos de administración, gestión o supervisión en la evaluación y gestión de los impactos, riesgos y oportunidades, incluyendo si ese papel se delega en un cargo o comité específico, cómo se ejerce la supervisión sobre ese cargo y comité y cómo se reflejan las responsabilidades de cada órgano o de la persona encargada. La reciente aprobación de la “[Guía Técnica CNMV 1/2024 sobre comisiones de auditoría de entidades de interés público](#)” es reflejo de esta incidencia que la sostenibilidad está teniendo en el gobierno corporativo de las sociedades cotizadas.

Así, la exhaustividad de las obligaciones y el grado de detalle de la información requerida convierten a la Directiva CSRD (y, en particular, al nuevo informe de sostenibilidad) en una herramienta privilegiada de gestión de la sostenibilidad en las sociedades cotizadas. La Directiva CSRD es una “*norma de gestión disfrazada de reporting*” que afectará, de lleno, al esquema de gobernanza de las sociedades cotizadas en el ámbito de la sostenibilidad. Su objetivo y el de la Directiva CS3D es el mismo —promover prácticas empresariales responsables y sostenibles en el ámbito de los derechos humanos y el medioambiente desde dos enfoques complementarios: la transparencia y la gestión de riesgos—.

Aspectos clave de la Directiva CSRD

Una vez advertida esta importante faceta de la Directiva CSRD apuntamos, de manera muy breve, sus aspectos clave:

- **Propósito.** Esta directiva pretende equiparar, con el tiempo, la divulgación de la información sobre sostenibilidad con la de la información financiera, permitiendo al público acceder a datos fiables y comparables.
- **Extensión del alcance subjetivo y material.** Se establecen nuevos y más exigentes requisitos de divulgación que incluyen información sobre las operaciones propias de la sociedad y de su cadena de valor. Además, la Directiva CSRD tiene un mayor alcance subjetivo al afectar a más compañías¹⁸.
- **Doble materialidad y riesgos.** Las sociedades deberán divulgar información que permita comprender cómo repercute su actividad en la sostenibilidad (materialidad medioambiental y social, o perspectiva de dentro afuera) y cómo afectan las cuestiones de sostenibilidad a su desarrollo, rendimiento y posición (materialidad financiera, o perspectiva de fuera adentro).
- **Carácter prospectivo.** La información requerida no es solo de lo que se ha hecho sino de lo que se planea hacer y cómo se logrará conseguir.

¹⁷ Véase [ESRS 1 apartado 4 párrafo 58](#).

¹⁸ Con todo, en España, los efectos de esta ampliación serán menores porque, como hemos advertido, el ámbito subjetivo de la aplicación de la Ley 11/2018 es más amplio que el de la Directiva NFRD.

- **Estándares comunes de reporte.** Se impone el uso obligatorio de los ESRS (*European Sustainability Reporting Standards*) que serán más sencillos para las PYMES. El primer lote de estándares generales (que afectan a las empresas con independencia de su sector de actividad) fue aprobado en diciembre de 2023¹⁹.
- **Formato digital.** El informe de sostenibilidad tendrá que elaborarse en formato electrónico y deben utilizarse unas etiquetas digitales (*tags*) que facilitarán el volcado de datos en el punto único de acceso europeo (conocido, por sus siglas en inglés, como “ESAP”, *European Single Access Point*)²⁰.
- **Verificación.** Un tercero independiente deberá verificar²¹ la información basándose en un encargo de “aseguramiento o seguridad limitada”. A partir de 2028, la Directiva CSRD prevé pasar a una “seguridad razonable” si resulta factible, tanto para los auditores legales como para las empresas.

Para mayor detalle, puede acceder a la publicación de Cuatrecasas [Información corporativa sobre sostenibilidad: Directiva CSRD](#).

¿Qué incidencia tiene la Directiva CSRD para los consejeros de las sociedades cotizadas?

La responsabilidad de los administradores por los compromisos (obligatorios o voluntarios) de sostenibilidad y los criterios ESG es un tema complejo y estará condicionada por las circunstancias específicas. Si pensamos en la responsabilidad asociada a la divulgación de información corporativa de sostenibilidad dependerá, por ejemplo, del medio de difusión, el contenido del compromiso asumido, la naturaleza e importe de los daños causados, o el perfil de las personas que hayan podido verse afectadas.

El art. 44.6 del Código de Comercio establece que los administradores responderán de la veracidad del informe de gestión consolidado, donde deberá²² incluirse la información de sostenibilidad. La Directiva CSRD está dirigida a las empresas, pero los administradores son los destinatarios últimos de la obligación de:

- proporcionar la “*información necesaria para comprender el impacto de la empresa en las cuestiones de sostenibilidad, y [...] cómo afectan las cuestiones de sostenibilidad a la evolución, los resultados y la situación de la empresa*”, y
- establecer un sistema de gobierno corporativo y de *compliance* que asegure una gestión diligente para cumplir con dicha obligación.

La Directiva CSRD no establece un régimen de responsabilidad específico para los administradores, por lo que habrá que enjuiciar su actuación conforme al régimen general de responsabilidad civil de los administradores previsto en los arts. 236 y ss LSC.

En esta guía no profundizaremos en la potencial responsabilidad de los consejeros de las sociedades cotizadas, pero nos gustaría apuntar dos cuestiones importantes:

- La relevancia de la regla del juicio empresarial (*business judgment rule*)²³ en un contexto tan complejo y cambiante como el de la sostenibilidad.
- La potencial incidencia del reparto (obligatorio o voluntario) de competencias de sostenibilidad entre el consejo de administración y sus comisiones, y cómo este reparto podría afectar a la posición individual y responsabilidad de los consejeros.

19 Véase el documento de Cuatrecasas “[Publicación del primer lote de estándares ESRS](#)”.

20 Sobre cómo el ESAP ayudará a impulsar las finanzas sostenibles puede leerse el post de Cuatrecasas “[ESAP ¿Cómo ayudará a impulsar las finanzas sostenibles?](#)”.

21 En España, la información facilitada en los EINF ya debe ser verificada por un prestador independiente. La novedad será que esta actividad del verificador pasará a estar regulada, imponiéndose unos requisitos equivalentes a los establecidos para la actividad de auditoría de cuentas.

22 Una de las novedades de la Directiva CSRD es que la información de sostenibilidad deberá incluirse en una sección específica del informe de gestión, de manera que ya no podrá elaborarse, formalmente, como un documento separado como permite actualmente la Ley 11/2018 con los EINF.

23 Recordemos que se trata de una suerte de “puerto seguro” que permite que las decisiones empresariales adoptadas por los administradores, a pesar de sus eventuales resultados negativos para la sociedad, no puedan considerarse negligentes y, en consecuencia, no puedan servir para fundamentar su responsabilidad, si han sido adoptadas de buena fe, en ausencia de conflicto de intereses, con información suficiente y con arreglo a un procedimiento adecuado.

3.2. PROPUESTAS SOBRE TEMAS DE SOSTENIBILIDAD SOMETIDOS A VOTACIÓN (CONSULTIVA O VINCULANTE) DE LA JUNTA

¿Qué efectos puede desplegar la intervención de la junta en cuestiones vinculadas a la sostenibilidad y, en particular, respecto de los planes de acción climática (*say on climate*)?

En las sociedades cotizadas la intervención de la junta en temas de sostenibilidad puede tener lugar fundamentalmente a través de votaciones consultivas y de la impartición de instrucciones al consejo. Además, en los últimos años, algunas sociedades cotizadas han incluido, como un punto separado del orden del día, la presentación de algún informe en materia de sostenibilidad a efectos puramente informativos sin someterlos a votación (consultiva o vinculante). Todo ello invita a reflexionar sobre el alcance que pudiera tener la participación de la junta en la modulación de responsabilidad de los consejeros respecto de estos acuerdos.

La aprobación de las políticas y estrategias generales de la sociedad y, en particular, la “*aprobación de la política de responsabilidad social corporativa*” (así se sigue denominando en la Ley de Sociedades de Capital) se integra expresamente entre las facultades indelegables del consejo de administración de las sociedades cotizadas (art. 529 ter 1 LSC). Sin embargo, esto no impide que las políticas generales de sostenibilidad o políticas sobre aspectos concretos de la sostenibilidad puedan someterse a la votación (consultiva o vinculante) de los accionistas.

Con carácter general, en la Temporada de Juntas 2024, las compañías no informaron a los accionistas sobre aspectos de sostenibilidad en un punto separado del orden del día, ni sometieron a votación (consultiva o vinculante) la estrategia general o aspectos concretos de sostenibilidad, a excepción de las siguientes sociedades:

- Acerinox y Redeia, además de informar sobre los aspectos más relevantes del gobierno corporativo, como aconseja la Recomendación 3 CBG, presentaron un informe específico sobre los avances en materia de sostenibilidad.
- Tres sociedades del Ibex-35 (Aena, Ferrovial y Repsol) y una del Top 40 del Mercado Continuo (Gestamp) sometieron a votación consultiva propuestas de acuerdo relacionadas con la sostenibilidad. Aena, Ferrovial y Gestamp consultaron a los accionistas el grado de avance de sus planes estratégicos, y Repsol sobre su nueva estrategia de transición energética.

Desde un punto de vista legal nos interesa destacar tres cuestiones en torno a estas votaciones consultivas:

- En primer lugar, y a diferencia del *say on pay* en materia de retribución de administradores, la consulta sobre la estrategia de sostenibilidad no viene impuesta por el legislador, ni siquiera como recomendación de buen gobierno corporativo sujeta al principio de “cumplir o explicar”. Se trata de una práctica de mercado que ha tenido menor acogida en España que en otros países de nuestro entorno²⁴. Normalmente, como explican algunas de las compañías que han consultado a sus accionistas sobre su estrategia de sostenibilidad en la Temporada de Juntas 2024, son iniciativas de los consejos de administración fruto del *engagement* previo con los inversores institucionales.
- En segundo lugar, se distinguen del resto de las propuestas sometidas a la junta general porque no buscan una declaración de voluntad de los accionistas dirigida a producir efectos jurídicos sino simplemente conocer su opinión o valoración. En consecuencia, si atendemos a los asuntos que han sido sometidos a votación consultiva en la Temporada de Juntas de 2024, ni el voto (consultivo) en contra de los accionistas obliga a los consejeros a modificar su estrategia de sostenibilidad, ni su aprobación (consultiva) por la junta de accionistas puede considerarse una renuncia tácita de la sociedad a exigir a los consejeros la responsabilidad por los daños que eventualmente puedan derivarse de esa estrategia.
- Por último, la falta de efectos decisorios por la junta de accionistas no libera tampoco a los consejeros del cumplimiento de su deber de diligencia, en particular, de las eventuales responsabilidades que pudieran derivarse de las posibles omisiones o insuficiencia de la información que hubieran aportado a la junta para su votación consultiva.

²⁴ Véase los datos respecto a las propuestas de *say on climate*.

Con carácter general, las compañías que han sometido a votación consultiva el avance en su estrategia de sostenibilidad en la Temporada de Juntas 2024 habían sido expresamente instruidas para ello en una junta de accionistas anterior. Recordemos que, conforme a lo previsto en el art. 161 LSC, las juntas pueden impartir instrucciones vinculantes al consejo en cuestiones de gestión, incluyendo las de la sostenibilidad.

Si nos centramos en las propuestas de *say on climate*, resulta de gran interés analizar cómo ha sido su evolución en los últimos cinco años. El número de propuestas, las recomendaciones de los principales *proxy advisors*, y el nivel de apoyo de los accionistas han evolucionado de manera diferente a lo largo de este periodo en Europa.

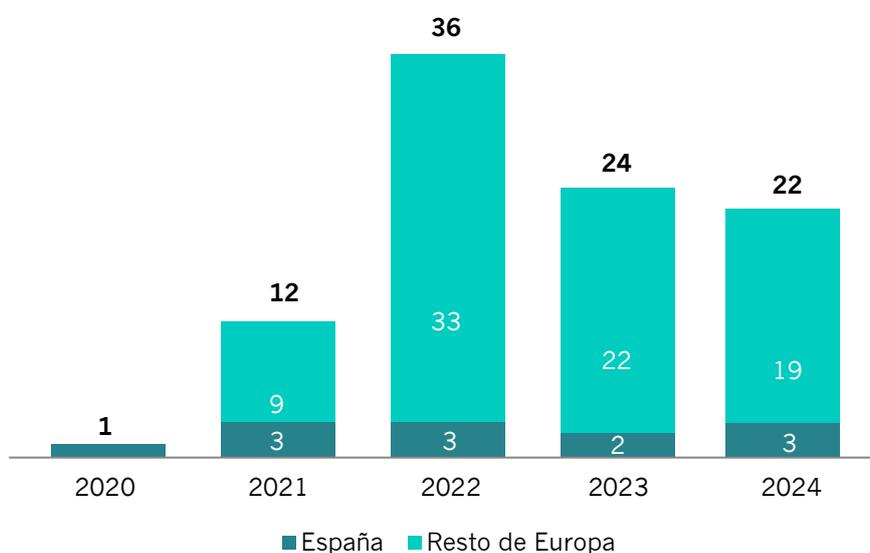
- **Número de propuestas**

Las primeras propuestas de *say on climate* en Europa se presentaron en la junta de accionistas de AENA de 2020²⁵, impulsadas por uno de sus accionistas significativos, The Children's Investment Fund Foundation (TCI), que poseía alrededor del 4% de la compañía. Desde entonces, otras compañías europeas han ido introduciendo este tipo de propuestas en el orden del día de sus juntas.

El número de propuestas *say on climate* sometidas a aprobación por compañías europeas se incrementó a partir del año 2020, hasta alcanzar un máximo de 36 resoluciones en la Temporada de Juntas 2022. A partir de ese momento, y contrariamente a lo esperado, el número de estas propuestas ha seguido una tendencia decreciente en Europa. En la Temporada de Juntas 2023 el número total de propuestas se redujo un 33,3% con respecto a 2022 alcanzando 24 propuestas, y volvió a disminuir un 8,3% en 2024, alcanzando 22 propuestas.

En el caso de España, el número de propuestas sometidas a aprobación durante este periodo ha permanecido relativamente constante y bajo, con solo dos o tres propuestas anuales.

Evolución número de propuestas de *say on climate*

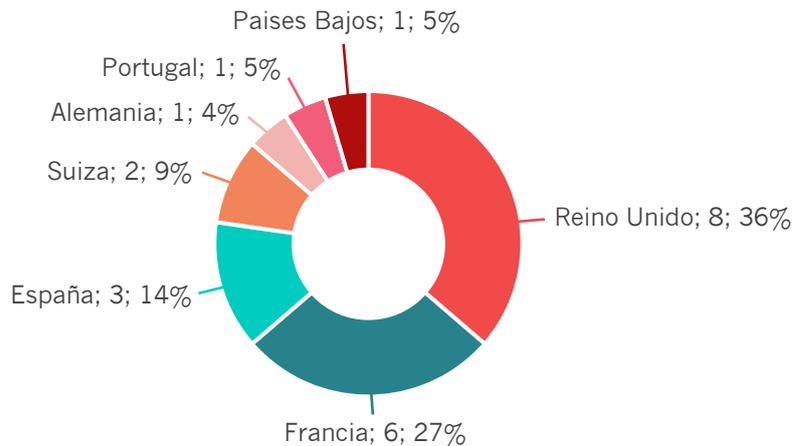


* Nota: El gráfico muestra el número de propuestas anuales sometidas a aprobación en las juntas celebradas entre el 1 de julio de 2023 y 30 de junio de 2024.

Tal y como se muestra en el siguiente gráfico, Reino Unido (8 propuestas), Francia (6 propuestas) y España (3 propuestas) son los mercados con el mayor número de propuestas de *say on climate* en 2024. Estos países han liderado, en número de propuestas de este tipo, en casi todos los ejercicios anteriores.

25 Las propuestas sometidas a aprobación fueron dos: "Aprobación, en su caso, de los principios para la acción contra el cambio climático y la gobernanza en materia medioambiental" e "Instrucciones al Consejo de Administración para presentar el Plan de Acción Climática en la Junta General de Accionistas que tenga lugar en 2021 e Informes Actualizados de Acción Climática en las Juntas Generales Ordinarias de Accionistas que puedan celebrarse a partir de 2022 (inclusive), y someterlos a votación consultiva por los accionistas como punto separado del orden del día".

Nº de propuestas de say on climate por países en 2024



- **Comportamiento de los proxy advisors**

El comportamiento de los principales proxy advisors, ISS y Glass Lewis, ha sido dispar en los últimos años respecto a este tipo de propuestas.

En 2020 ambos proxy advisors recomendaron votar a favor de la única propuesta sometida a aprobación. Sin embargo, a partir de 2021, como se muestra en el siguiente gráfico, Glass Lewis ha adoptado una postura más crítica, recomendando votar en contra o abstenerse en un número significativo de propuestas.

Entre 2021 y 2024 ISS ha recomendado votar a favor de las propuestas de say on climate en un 93,6% de los casos, mientras que Glass Lewis solo lo ha hecho en el 62,8% de las propuestas.

En la Temporada de Juntas 2024, ISS recomendó por primera vez la “abstención” de una propuesta de say on climate, una práctica que ha sido muy habitual por parte de Glass Lewis durante el periodo de análisis.

Glass Lewis indica en sus políticas que se abstendrá si no se divulga suficiente información sobre la gobernanza de la votación de say on climate. Esto incluye los detalles sobre el papel del consejo en el establecimiento de la estrategia basada en esta votación y cómo interpretará los resultados de la votación de say on climate. Además, recomendará votar en contra de la propuesta si la calidad del plan es insuficiente. Glass Lewis espera que las compañías publiquen sus planes climáticos en un documento claro y fácilmente comprensible, que incluya un plan de acción y, preferiblemente, esté alineado con las recomendaciones de la TCFD (Task Force on Climate-Related Financial Disclosures).

Recomendaciones de los proxy advisors



En general, ISS tiende a respaldar las resoluciones de *say on climate*. Considera que es importante someter regularmente estas cuestiones a votación de la junta general para que los accionistas puedan monitorear la implementación de la estrategia climática y expresar su opinión sobre futuros desarrollos.

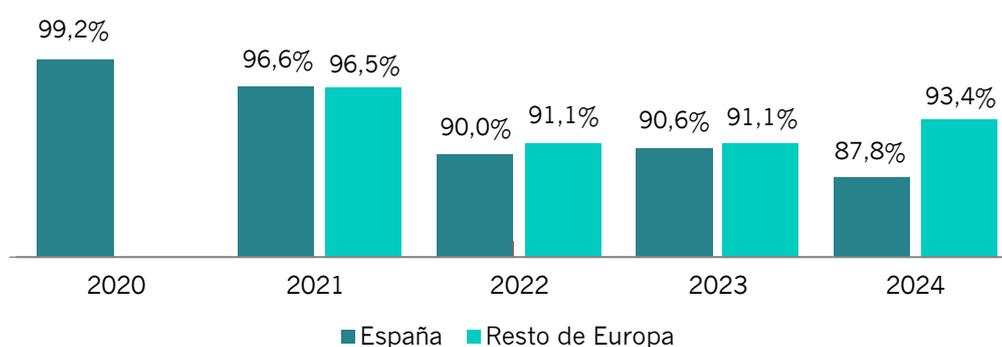
Por el contrario, Glass Lewis ha criticado en algunos casos la posible pérdida de poder del consejo de administración en las estrategias de transición energética. Glass Lewis considera que la transición energética debería seguir siendo responsabilidad del consejo, por lo que tiende a recomendar a los accionistas que se abstengan o voten en contra de estas resoluciones.

- **Nivel de apoyo**

El siguiente gráfico muestra un escrutinio creciente por parte de los accionistas en propuestas relativas al *say on climate* en Europa. En España el promedio de voto a favor ha disminuido progresivamente, pasando del 99,2% en la Temporada de Juntas 2020 (1 propuesta) al 87,8% en 2024 (3 propuestas), lo que representa una reducción de 11,4 puntos porcentuales.

En el resto de Europa, aunque el nivel de apoyo también ha disminuido entre 2021 y 2024, la reducción ha sido menor con una caída de 3,1 puntos porcentuales. El apoyo promedio pasó del 96,5% en 2021 (9 propuestas) a 93,4% en 2024 (19 propuestas).

Evolución del promedio de voto a favor en las propuestas de *say on climate*



Hasta el momento todas las propuestas relativas a *say on climate* han sido aprobadas por los accionistas. Los niveles de apoyo más elevados se registraron en 2022 (dos compañías de Reino Unido y Francia) y 2021 (otras dos compañías entre las que se encuentra Iberdrola) con un respaldo del 99,9%. El nivel de apoyo más bajo se obtuvo en la Temporada de Juntas 2023, con un 53,1% de voto a favor en una compañía del mercado suizo.

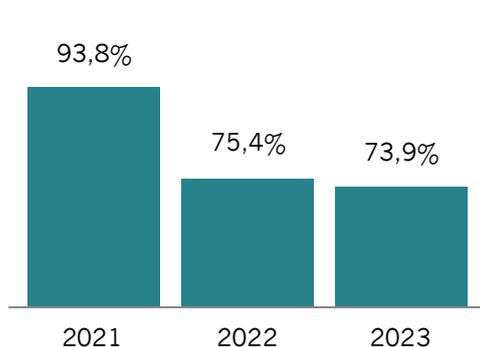
- **Comportamiento de inversores de EE.UU. vs los de Europa²⁶**

Se ha analizado el comportamiento de voto de los diez gestores de activos más grandes, tanto en Europa, como en Estados Unidos, en relación con las propuestas de *say on climate* en compañías europeas. Los resultados son los siguientes:

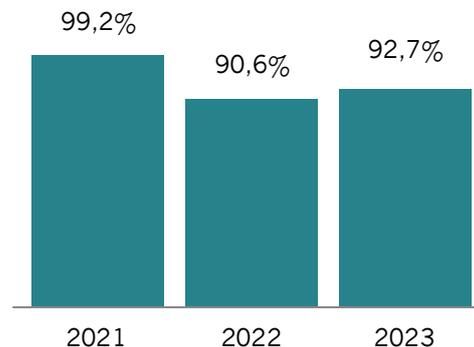
- Los inversores ubicados en Europa tienden a ser más estrictos al apoyar este tipo de propuestas que los inversores del mercado americano.
- El nivel de apoyo de los inversores europeos se redujo en 19,9 puntos básicos entre 2021 y 2023, alcanzando una media de apoyo de 73,9% en 2023.
- En el caso de los inversores ubicados en Estados Unidos, aunque el nivel de apoyo también disminuyó desde 2021, la caída fue significativamente menor, pasando de 99,2% en 2021 a 92,7% en 2023, lo que representa una reducción de 6,5 puntos porcentuales.

²⁶ Datos extractados del informe europeo de Georgeson: [2024 European Season Review](#).

Cómo votaron los 10 mayores
gestores de activos europeos
sobre las propuestas climáticas



Cómo votaron los 10 mayores
gestores de activos de EE.UU.
sobre las propuestas climáticas



Dado que las propuestas de *say on climate* son un concepto relativamente nuevo, existe diversidad de opiniones de los inversores. Estas opiniones oscilan entre un enfoque general centrado en la gobernanza de la propuesta (p.ej., su alineación con los intereses a largo plazo de los accionistas) y un enfoque más detallado que especifica los criterios con los que debe de cumplir un plan de transición climática (p.ej., alcanzar el objetivo de “cero emisiones netas” para el año 2050).

Esperamos que, en las próximas temporadas de juntas, cada vez más inversores detallen en sus políticas de voto las expectativas que tienen sobre las acciones que deben llevar a cabo las compañías y la información que esperan que estas divulguen en este ámbito.





4

¿Cómo preparar la temporada de juntas 2025?

4 ¿CÓMO PREPARAR LA TEMPORADA DE JUNTAS 2025?

Esta Temporada de Juntas 2024 ha dejado varios aprendizajes para los consejos de administración de las compañías cotizadas españolas, y también ha planteado múltiples retos que deberán ser tenidos en consideración de cara a la Temporada de Juntas 2025. Entre los más relevantes, destacamos los siguientes:

4.1. NUEVOS ÁMBITOS DE SUPERVISIÓN PARA EL CONSEJO

Los consejos de administración vienen experimentando, de manera creciente en los últimos años, una serie de acontecimientos que los están llevando a enfrentarse a nuevos riesgos y, por ende, a nuevos ámbitos de supervisión cada vez más complejos. Los asuntos relacionados con la geopolítica, la proliferación de ciberataques como consecuencia del uso de las nuevas tecnologías, o el impacto — aún desconocido en toda su dimensión— del uso de la inteligencia artificial, constituyen algunos de los temas que deberán formar parte de la agenda de los consejos de administración en el año 2025. El conocimiento de los consejeros sobre estos asuntos se torna cada vez más relevante, por lo que se prevé que las sesiones formativas en estos ámbitos serán cada vez más necesarias.

4.2. IDENTIFICACIÓN DE NUEVOS PERFILES EN EL CONSEJO EN RELACIÓN CON LAS NUEVAS TECNOLOGÍAS Y EL ESG

Para atender a estos riesgos emergentes, los consejos de administración deben incorporar en sus funciones de supervisión los asuntos derivados del uso de las nuevas tecnologías, así como los ligados a la sostenibilidad. Sin embargo, existe un debate abierto sobre la mejor forma de abordar estos riesgos emergentes desde el consejo.

Mientras que algunos abogan por nombrar consejeros con conocimientos y experiencia específica en estos asuntos, otros son partidarios de contar con asesoramiento externo. Un tercer grupo se inclina por integrar en el equipo directivo a personas expertas en esta materia, que reporten y den seguimiento al consejo de administración.

En el estudio de Cuatrecasas "[Diversidad y matriz de competencias en el consejo de administración](#)" presentado en la V edición del Premio Manuel Olivencia al Buen Gobierno, reflexionamos sobre la diversidad en la cualificación y aptitudes técnicas de los consejeros, y aportamos varias ideas que pueden contribuir a este debate. Entre otros, señalamos lo siguiente:

- La aproximación a la diversidad de la composición del consejo no es una cuestión meramente formal o mecánica, y debe partir de un análisis sustancial de las contribuciones que los distintos perfiles pueden aportar a cada compañía.
- La comisión de nombramientos debe identificar las necesidades principales del consejo para asegurarse de cubrirlas con los perfiles adecuados. Las áreas que no queden cubiertas por los consejeros, especialmente aquellas que puedan requerir un alto grado de especialización, habrán de completarse acudiendo al auxilio de expertos internos o externos de la compañía.
- La matriz de competencias es una herramienta interna esencial para que la comisión de nombramientos pueda analizar las fortalezas y debilidades del consejo en términos de diversidad. Además, la publicación de esta matriz puede ayudar al mercado y a los accionistas a evaluar la composición del consejo.
- La especialización excesiva de cada uno de los consejeros podría fragmentar las responsabilidades del consejo, que debe operar como un órgano colegiado con una voluntad unitaria. Además, las recomendaciones sobre el tamaño óptimo del consejo, que la Recomendación 13 CBG sitúa en un máximo en 15 consejeros, limitan la inclusión de múltiples perfiles técnicos.

En conclusión, no existe una fórmula única para supervisar estos nuevos riesgos ligados a las nuevas tecnologías y a la sostenibilidad. Cada compañía debería evaluar cuál es el sistema que mejor se ajusta a sus necesidades, asegurando que todas las áreas críticas estén cubiertas, ya sea a través de los miembros del consejo o con el apoyo de expertos internos o externos.

4.3. REQUERIMIENTOS EN MATERIA DE PARIDAD

La nueva [Ley Orgánica de Paridad](#), que entró en vigor el pasado 22 de agosto, incorpora a nuestro ordenamiento jurídico la [Directiva 2022/2381/UE](#) estableciendo un régimen más estricto que el previsto por el legislador comunitario.²⁷ Aunque la Recomendación 15 CBG ya aconsejaba que las compañías contasen, al menos, con un 40% de mujeres en el consejo antes de finalizar 2022, es previsible que los grupos de interés (*stakeholders*) sean más exhaustivos al analizar la diversidad de género en los consejos tras la aprobación de la Ley Orgánica de Paridad.

En la publicación de Cuatrecasas “[Paridad obligatoria en los consejos de las cotizadas](#)” resumimos los aspectos clave de la nueva ley. Brevemente, la nueva ley impone:

- Una cuota legal mínima en el consejo del sexo menos representado del 40% a partir del 30 de junio de 2026 para las 35 sociedades con mayor valor de capitalización bursátil (determinada utilizando la cotización de cierre del 21 de agosto de 2024) y del 30 de junio de 2027 para las demás sociedades cotizadas.
- Ajustes en los procesos de selección de los consejeros.
- Nuevas medidas de transparencia.
- Una norma programática para incrementar la paridad en la alta dirección. Las sociedades deberán velar porque la alta dirección tenga una composición que asegure la presencia, como mínimo, de un 40% del sexo menos representado. Esta disposición afectará a las 35 sociedades con mayor valor de capitalización bursátil (determinada utilizando la cotización de cierre a 21 de agosto de 2024) a partir del 30 de junio de 2026 y, al resto de las sociedades cotizadas, a partir del 30 de junio de 2027.
- Sanciones en caso de incumplimiento.

4.4. EL ÁMBITO RETRIBUTIVO SEGUIRÁ ESTANDO BAJO CRECIENTE ESCRUTINIO

Las retribuciones continuarán bajo el creciente escrutinio de los *proxy advisors* e inversores institucionales. En general, en la Temporada de Juntas 2024 hubo cierta mejoría en el nivel de apoyo recibido en los IARC tanto en las compañías del Ibex-35 como del Top 40 del Mercado Continuo. No obstante, el asesor de voto Glass Lewis fue más crítico que ISS en este ámbito y penalizó los IARC de algunas compañías que, en ejercicios anteriores, habían mostrado un nivel elevado de disidencia en la aprobación de sus políticas de retribución, aun cuando durante el ejercicio no habían aplicado los aspectos controvertidos de dicha política (p.ej., pagos por terminación de contrato por encima de las expectativas de mercado o la posibilidad de pagos extraordinarios). Se espera que este comportamiento continúe durante la próxima temporada de juntas.

Asimismo, entre los principales aspectos que probablemente seguirán siendo objeto de especial escrutinio por parte de los asesores de voto e inversores institucionales, destacamos:

- La existencia de un incentivo a largo plazo (ILP) con una duración mínima de 3 años.
- La transparencia en materia retributiva (p.ej., *mix* retributivo o nivel de cumplimiento de métricas de manera individualizado).
- La inclusión de métricas ESG en toda la retribución variable.
- En relación con la métrica TSR²⁸ utilizada en los planes de incentivo a largo plazo, establecer una escala de logros que no permita el pago del incentivo cuando el desempeño de la compañía en relación con esta métrica esté por debajo de la mediana de compañías comparables (*peers*).
- La definición de *peers* adecuados, detallando los motivos de su elección, y su divulgación.

27 Entre otros, eleva el porcentaje mínimo del sexo infrarrepresentado en el consejo. La Directiva instruye a los Estados miembros a garantizar que el sexo menos representado ocupe como mínimo el 40% de los puestos de consejeros no ejecutivos o el 33% del total de consejeros y el legislador español ha previsto una cuota legal mínima del 40% del total de consejeros.

Para más detalle sobre esta Directiva véase la publicación de Cuatrecasas “[Impulso a la diversidad de género en los consejos de cotizadas](#)”.

28 El retorno total para los accionistas (RTA o TSR por sus siglas en inglés) es una métrica de rendimiento muy común en el mercado. Esta métrica mide la creación de valor de una empresa en el tiempo y permite a los inversores medir la eficacia de la gestión y el rendimiento de su inversión.

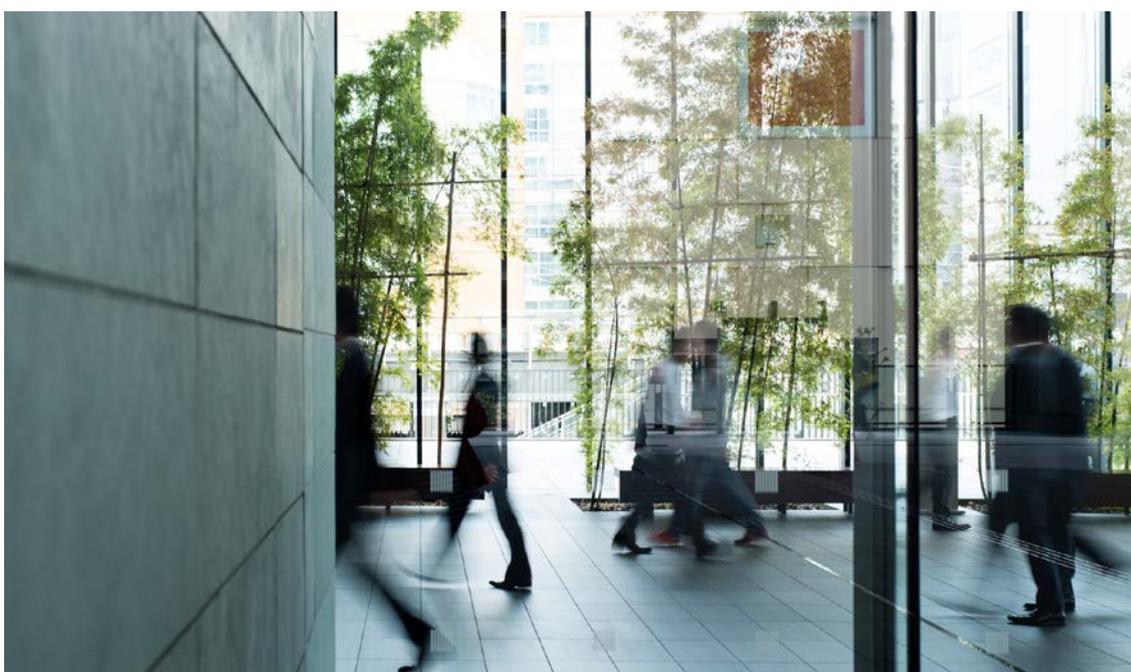
- La eliminación de la discrecionalidad excesiva otorgada a la comisión de retribuciones, tanto para modificar al alza las retribuciones como para conceder pagos extraordinarios.
- La contribución a los planes de pensiones de los consejeros ejecutivos en línea con la del resto de los empleados de la compañía.
- La importancia de dar respuesta al mercado ante elevados niveles de disidencia en una junta anterior.
- La relevancia del *quantum* retributivo y la divulgación de criterios comparativos de retribución (*benchmarks*) como justificación para incrementos salariales.

4.5. ASUNTOS RELACIONADOS CON LA SOSTENIBILIDAD CON IMPACTO EN LAS JUNTAS DE ACCIONISTAS

Los asuntos relativos a la sostenibilidad seguirán estando en la agenda de los consejos de administración y bajo la continua supervisión de este órgano. En España, destacan dos cuestiones vinculadas a la sostenibilidad a efectos del orden del día de las juntas de la próxima temporada:

- **La aprobación de la información de sostenibilidad.** Si bien en los últimos años la aprobación de la denominada “información no financiera” no ha resultado especialmente conflictiva hasta ahora, cabe esperar que el incremento en las obligaciones de transparencia derivadas de la Directiva CSRD (ver apartado 3.1.3.) conlleve un mayor escrutinio por parte de los accionistas y otros grupos de interés (*stakeholders*). Esto supondrá que las compañías deberán realizar un mayor esfuerzo en reportar adecuadamente. Asimismo, desde Georeson consideramos que la emisión de una opinión “sin reservas” por parte del verificador externo continuará siendo de especial relevancia para que el nivel de apoyo en este punto del orden del día se mantenga.
- **Propuestas en relación con el “say on climate”.** Tal y como hemos apuntado en el apartado 3.2., existe un debate en torno a este tema. Esperamos que continúe la heterogeneidad en las expectativas de los *proxy advisors* e inversores y que algunos cuestionen la conveniencia de someter propuestas de *say on climate* a la votación (consultiva o vinculante) de los accionistas.

Si bien la falta de criterio común puede desincentivar a ciertas compañías a llevar este tipo de propuestas, consideramos que las empresas pertenecientes a sectores con mayor impacto ambiental, o aquellas que cuenten con un accionista activista en materia de cambio climático en su accionariado, deberán valorar la posibilidad de someterlo a aprobación. Además, deberán trabajar para alinearse con las mejores prácticas de *reporting* de información climática.



4.6. ACCOUNTABILITY DE LOS CONSEJEROS

Como ya es una práctica habitual, los *proxy advisors* e inversores institucionales están “penalizando” la reelección de consejeros —generalmente, a quienes presiden las comisiones o forman parte de ellas— cuando algún punto del orden del día de la junta del ejercicio anterior recibió un voto disidente elevado (más de un 20% de voto no favorable) en algún ámbito de su responsabilidad y el mercado considera que el consejo no abordó adecuadamente las preocupaciones manifestadas por sus accionistas.

Los motivos por los que, con mayor frecuencia, se está “penalizando” a los consejeros son:

- La falta de independencia o diversidad de género en el consejo (con impacto en la comisión de nombramientos).
- La falta de alineación en el modelo retributivo de los consejeros ejecutivos (con impacto en la comisión de retribuciones).

Con menor frecuencia, se ha “penalizado” alguna propuesta relativa a cambio climático.

Se recomienda a aquellas compañías que se enfrentaron a un escenario similar en la Temporada de Juntas 2024 que diseñen un plan de acción y lo difundan al mercado con el objetivo de reducir el riesgo de que se penalice la reelección de consejeros en la Temporada de Juntas 2025.

4.7. ACTIVISMO / OPA / CAMBIOS EN LA ESTRUCTURA ACCIONARIAL

Aunque España se ha caracterizado en los últimos años por un bajo nivel de activismo accionarial, en parte debido a la estructura de capital de las cotizadas españolas (con núcleos de control que hacen más difícil la entrada en su capital), 2024 ha marcado un punto de inflexión. Se ha observado una mayor actividad por parte de inversores institucionales y grupos de inversores que intentan ampliar su participación o adquirir, total o parcialmente, una compañía cotizada. Destaca en este ámbito la creciente inversión de fondos soberanos asiáticos en las sociedades cotizadas españolas, lo que puede tener un impacto significativo en el éxito o fracaso de acciones corporativas.

Se espera que este activismo continúe durante 2025, por lo que las compañías deben supervisar muy de cerca a su accionariado y a los movimientos que se produzcan en su estructura accionarial. Para ello es crucial implementar estrategias efectivas como el uso periódico de servicios de identificación accionarial y movimientos en el registro, así como mantener una comunicación proactiva, continua y transparente (*engagement*) con los accionistas.

Además, en línea con lo mencionado en el apartado 4.1 sobre los nuevos ámbitos de supervisión del consejo, las compañías deben formar equipos de respuesta rápida a posibles movimientos activistas. Estos equipos, formados por miembros del consejo y ejecutivos clave, deberían realizar autoevaluaciones periódicas de vulnerabilidades para ayudar a anticipar y abordar posibles focos de atención que pueden utilizar inversores activistas en una campaña de ataque a la compañía. Es importante destacar que el uso de las nuevas tecnologías está jugando un papel cada vez más relevante en este ámbito, facilitando la rápida difusión de ideas por parte de los activistas y permitiendo realizar análisis más sofisticados para identificar oportunidades de activismo y áreas de mejora en gobierno corporativo o sostenibilidad.

Diversos motivos pueden llevar a un inversor a entrar en el accionariado de una compañía (p.ej., baja rentabilidad o desempeño de la acción por debajo de su valor). Desde la perspectiva de gobierno corporativo y sostenibilidad, y considerando el creciente escrutinio y activismo, la adopción proactiva de mejores prácticas en estos ámbitos se vuelve aún más crítica para las cotizadas españolas.

4.8. MAYOR PARTICIPACIÓN DE INVERSORES INSTITUCIONALES DOMÉSTICOS

Como hemos mencionado en el apartado 2.1, la Temporada de Juntas 2024 se ha caracterizado, entre otras cosas, por una mayor involucración de los inversores institucionales españoles en el gobierno corporativo de las compañías. Este fenómeno se ha evidenciado a través de un aumento de las interacciones directas con los emisores españoles a través de actividades de diálogo (*roadshows*), el desarrollo de políticas de voto propias, y un mayor uso de las recomendaciones de voto de los *proxy advisors*.

Esta evolución sitúa al mercado español en una trayectoria similar a la de otros mercados europeos más maduros, como Francia o Alemania, aunque aún está por detrás de referentes internacionales como Estados Unidos o Reino Unido, donde la participación activa de inversores institucionales tiene una historia más larga y arraigada. El reciente lanzamiento del primer *stewardship code* para el mercado español por

parte de la CNMV ha podido ser uno de los principales catalizadores de este movimiento. Asimismo, en el contexto de las directivas europeas sobre derechos de los accionistas y gobierno corporativo, España está dando pasos importantes para alinearse con las mejores prácticas internacionales, lo que podría acelerar la sofisticación de su mercado de capitales y mejorar su atractivo para inversores globales.

Esperamos que en la próxima Temporada de Juntas continúe la consolidación y sofisticación del mercado local, convirtiéndose en un grupo de interés de creciente relevancia.

4.9. DIÁLOGO CON INVERSORES Y *PROXY ADVISORS*: FUERA DE TEMPORADA Y CON ALGÚN MIEMBRO DE LA COMISIÓN DE NOMBRAMIENTOS Y RETRIBUCIONES

Aunque la actividad de diálogo con inversores y *proxy advisors* es una práctica cada vez más común entre las compañías de mayor capitalización (Ibex-35), convendría que se extendiese a todas las compañías cotizadas. Esta actividad debería realizarse, principalmente, fuera de la temporada de juntas, para explicar los avances que se han producido en gobierno corporativo y sostenibilidad, atender las preocupaciones de estos *stakeholders* y darles respuesta. Adicionalmente, durante la temporada de juntas, se recomienda mantener diálogos breves —dada la menor disponibilidad de estos grupos de interés durante este periodo— para explicar aspectos específicos de la junta de accionistas.

La participación de algún miembro del consejo, especialmente del consejero independiente coordinador o del presidente la comisión de retribuciones, en estos diálogos está despertando un interés creciente por parte de *proxy advisors* e inversores.

4.10. CRECIENTES REQUERIMIENTOS EN REPORTING

Las compañías afrontan desafíos importantes en materia de *reporting* como consecuencia de las obligaciones previstas en la Directiva CSRD (ver apartado 3.1.3) y las demandas crecientes de los inversores institucionales y *proxy advisors* en materia retributiva, de buen gobierno, y más recientemente, en materia de sostenibilidad. Esto supondrá que las compañías deberán realizar un mayor esfuerzo en la difusión de información al mercado en un entorno normativo complejo y en constante evolución.

Georgeson



CUATRECASAS