

EL GOBIERNO CORPORATIVO  
Y LOS INVERSORES INSTITUCIONALES



Preparando la Temporada de Juntas 2019

Georgeson



CUATRECASAS



# EL GOBIERNO CORPORATIVO Y LOS INVERSORES INSTITUCIONALES

Preparando la Temporada de Juntas 2019

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 noviembre de 2018 y los autores no asumen ningún compromiso de actualización o revisión de su contenido.

# GEORGESON

Fundada en 1935 en Nueva York, es la compañía más antigua y con mayor reconocimiento a nivel internacional en servicios de comunicación e información a los accionistas.

Las compañías confían a Georgeson, y a sus más de 83 años de experiencia, la organización de sus juntas de accionistas, la consultoría en materia de gobierno corporativo y el asesoramiento en fusiones y adquisiciones, lo que le ha permitido posicionarse como líder indiscutible en los mercados en los que opera. En 2018 ha vuelto a ser el primer operador del mercado español en la gestión de juntas de accionistas.

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

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

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

## MADRID

---

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

---

### **Stefano Marini**

CEO, Corporate Advisory South Europe  
& Latin America  
s.marini@georgeson.com

### **Carlos Sáez Gallego**

Director & Head of Business Development -  
Spain & Latin America  
c.saez@georgeson.com

### **Claudia Morante Belgrano**

Head of Corporate Governance  
c.morante@georgeson.com

### **Giulia A. Matteo Sézille**

Head of Execution  
g.sezille@georgeson.com

### **Eva Martí Serra**

Corporate Governance Manager  
e.marti@georgeson.com

### **Aída Cruz Folgar**

Operations Analyst  
a.folgar@georgeson.com

### **Francesca Livoti**

Operations Analyst  
f.livoti@georgeson.com



## CUATRECASAS

Cuatrecasas es un despacho de abogados líder con marcada implantación en España, Portugal y América Latina. Con un equipo multidisciplinar y diverso de más de 1.500 profesionales y 24 nacionalidades, cubre todas las disciplinas del derecho de empresa aplicando conocimiento y experiencia desde una visión sectorial y enfocada a cada tipo de negocio. Posee 27 oficinas en 12 países y mantiene además una estrecha colaboración con firmas líderes de otros países para ofrecer un equipo adaptado a las necesidades de cada cliente y situación.

En el ámbito del mercado de valores cuenta con un equipo reconocido por la calidad de sus servicios, profundo conocimiento de la especialidad y probada experiencia y pericia técnica en el diseño y ejecución de complejas operaciones. Han participado en algunas de las operaciones más importantes del mercado, incluyendo salidas a bolsa, ofertas y emisiones de valores, ofertas públicas de adquisición, *distressed public M&A* y operaciones de reestructuración e inversión. Asesoran de forma regular a sociedades cotizadas y a compañías admitidas a negociación en el MAB, tanto a empresas en expansión como a SOCIMIs. En los últimos años, han ayudado a numerosos clientes, tanto cotizados como no cotizados, en su adaptación a las mejores prácticas de gobierno corporativo. Además, desde la Fundación Cuatrecasas, que forma parte de la responsabilidad corporativa del despacho, se promueven las buenas prácticas en gobierno corporativo, a través de la concesión anual del Premio Manuel Olivencia.

En 2018 Cuatrecasas ha sido reconocida como la firma más innovadora en Europa continental en los premios que cada año celebra la prestigiosa publicación Financial Times bajo el sello de Innovative Lawyers. Directorios internacionales como Chambers o Legal 500 también reconocen a Cuatrecasas como número 10 en las principales prácticas legales.

### MADRID

---

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

---

**Juan Aguayo**  
Socio  
juan.aguayo@cuatrecasas.com

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

**Javier Juste**  
Consejero  
javier.juste@cuatrecasas.com

**Francisco Pérez-Crespo**  
Socio  
francisco.perezrespo@cuatrecasas.com

**José Luis Rodríguez**  
Socio  
joseluis.rodriguez@cuatrecasas.com

---

**ÁREA DE CONOCIMIENTO E INNOVACIÓN**  
Esta guía ha sido coordinada por:

**Coro Fernández-Rañada**  
Abogada  
coro.ranada@cuatrecasas.com

### BARCELONA

---

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

---

**Gerard Correig**  
Socio  
gerard.correig@cuatrecasas.com

**Ana Mª Gamazo**  
Socia  
anamaria.gamazo@cuatrecasas.com

**Pere Kirchner**  
Socio  
p.kirchner@cuatrecasas.com

### NEW YORK

---

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

---

**Antonio Baena**  
Socio  
antonio.baena@cuatrecasas.com



## PRESENTACIÓN

Un año más, Georgeson y Cuatrecasas han analizado el comportamiento de los inversores institucionales extranjeros en las empresas del Ibex-35 y del Top 40 del Mercado Continuo durante la última temporada de juntas, con el fin de ayudar a las sociedades cotizadas españolas a preparar su próxima junta general y anticiparse a las demandas de estos inversores. Como novedad, este año, se ha modificado la estructura del informe para realizar un análisis más profundo del comportamiento de las compañías en los últimos años en materia de gobierno corporativo y, en especial, de la evolución en temas relativos al consejo de administración. La presencia en el capital de las sociedades cotizadas españolas de inversores institucionales extranjeros que consideran los aspectos de gobierno corporativo es cada vez mayor. Por este motivo y, para facilitar el diálogo de las compañías con estos inversores, el informe incluye un análisis pormenorizado de su comportamiento y de sus principales demandas y preocupaciones.

En esta nueva edición hemos mantenido el alcance del último estudio, que abarca las empresas que conforman el Ibex-35 y el Top 40 del Mercado Continuo. Este último incluye a las 40 compañías del Mercado Continuo con un mayor volumen de capitalización.

La siguiente tabla muestra las 34 empresas del Ibex-35 que se han analizado, que formaban parte del índice a cierre de la Temporada de Juntas 2018 (julio 2018). Con respecto al año 2017, se incluye en el estudio a CIE Automotive y se excluye a Abertis. Gas Natural Fenosa ha cambiado su denominación social a Naturgy Energy Group y, al igual que en otras ediciones, no se toma en cuenta a ArcelorMittal por su naturaleza diversa frente al resto de las empresas del índice.

Empresas del Ibex-35 analizadas en la Temporada de Juntas 2018	Empresas del Ibex-35 analizadas en la Temporada de Juntas 2017
-	Abertis
Acciona	Acciona
Acerinox	Acerinox
ACS	ACS
AENA	AENA
Amadeus	Amadeus
Banco de Sabadell	Banco de Sabadell

Empresas del Ibex-35 analizadas en la Temporada de Juntas 2018

Empresas del Ibex-35 analizadas en la Temporada de Juntas 2017

Banco Santander	Banco Santander
Bankia	Bankia
Bankinter	Bankinter
BBVA	BBVA
CaixaBank	CaixaBank
Cellnex	Cellnex
CIE Automotive	-
Colonial	Colonial
DIA	DIA
Enagás	Enagás
Endesa	Endesa
Ferrovial	Ferrovial
Grifols	Grifols
IAG	IAG
Iberdrola	Iberdrola
Inditex	Inditex
Indra	Indra
Mapfre	Mapfre
Mediaset	Mediaset
Melia Hotels	Melia Hotels
Merlin Properties	Merlin Properties
Naturgy Energy Group	Gas Natural Fenosa
REC	REC
Repsol	Repsol
Siemens Gamesa	Siemens Gamesa

Empresas del Ibex-35 analizadas en la Temporada de Juntas 2018

Empresas del Ibex-35 analizadas en la Temporada de Juntas 2017

Técnicas Reunidas

Técnicas Reunidas

Telefónica

Telefónica

Viscofan

Viscofan

La siguiente tabla identifica las 40 empresas que se han tenido en cuenta para realizar el estudio sobre el **Top 40 del Mercado Continuo**. Respecto al año 2017, se incluyen en el análisis a Airbus Group, Atresmedia, Quabit y Tubos Reunidos; y se excluyen Axiare, CIE Automotive, Elecnor y Saeta Yield.

Empresas del Mercado Continuo analizadas en la Temporada de Juntas 2018

Empresas del Mercado Continuo analizadas en la Temporada de Juntas 2017

Abengoa

Abengoa

Airbus Group

-

Alantra Partners

Alantra Partners

Almirall

Almirall

Applus

Applus

Atresmedia

-

-

Axiare

BME

BME

Catalana Occidente

Catalana Occidente

-

CIE Automotive

Codere

Codere

C. y A. de Ferrocarriles

C. y A. de Ferrocarriles

C.F. Alba

C.F. Alba

Duro Felguera

Duro Felguera

Ebro Foods

Ebro Foods

Empresas del Mercado Continuo  
analizadas en la Temporada de Juntas  
2018

Empresas del Mercado Continuo  
analizadas en la Temporada de Juntas  
2017

-	Elecnor
Ence	Ence
Europac	Europac
Euskalte	Euskaltel
Faes Farma	Faes Farma
Fluidra	Fluidra
FCC	FCC
GAM	GAM
G. E. San Jose	G. E. San Jose
Lar España	Lar España
Liberbank	Liberbank
Logista	Logista
NH Hotel	NH Hotel
Obrascón Huarte Lain	Obrascón Huarte Lain
Pharma Mar	Pharma Mar
Prisa	Prisa
Prosegur	Prosegur
Quabit	-
Realia	Realia
Rovi	Rovi
Sacyr Vallehermoso	Sacyr Vallehermoso
-	Saeta Yield
Sniace	Sniace
Talgo	Talgo
Tubacex	Tubacex

Empresas del Mercado Continuo analizadas en la Temporada de Juntas 2018	Empresas del Mercado Continuo analizadas en la Temporada de Juntas 2017
Tubos Reunidos	-
Vidrala	Vidrala
Vocento	Vocento
Zardoya Otis	Zardoya Otis

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

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

Finalmente, hemos estudiado el comportamiento de aquellos inversores institucionales extranjeros que consideran los aspectos de gobierno corporativo y que tienen mayor presencia en el accionariado de las empresas cotizadas españolas (el “**Top 85 de los Inversores Institucionales**”):

Top 85 de los Inversores Institucionales	
1. Aberdeen Standard Life Investments	8. Allianz Global Investors
2. Abn Amro Investments	9. Amundi Asset Management
3. Acadian Asset Management	10. Andra Ap Fonden
4. Actiam	11. Apg Asset Management
5. Aegon Investment Management	12. Aviva Investors
6. Ag2r La Mondiale Gestion D'actifs	13. Axa Investment Management
7. Allianceberstein	14. Baillie Gifford

## Top 85 de los Inversores Institucionales

15. Bank of New York Mellon Corporation	39. Grantham, Mayo, Van Otterloo & Co. Llc
16. Blackrock Group	40. Goldman Sachs Asset Management
17. Bmo Global Asset Management	41. Hermes
18. Bnp Paribas Asset Management	42. Hsbc Global Asset Management
19. British Columbia Investment Management	43. Invesco Asset Management Limited
20. Caisse de Depot et Placement Du Quebec	44. Investec Asset Management
21. California Public Employees' Retirement System	45. Irish Life Investment Managers
22. California State Teachers Retirement System	46. J.p. Morgan Asset Management Uk
23. Calvert Investment Management	47. Janus Henderson
24. Capital Research Global Investors	48. La Banque Postale Asset Management
25. Charles Schwab Investment Management	49. Lazard Asset Management
26. Cohen & Steers Capital Management	50. Legal & General Investment Mgmt
27. Columbia Threadneedle Management	51. Lombard Odier
28. Degroof Petercam	52. Lyxor
29. Deka Investments	53. M&G Investments
30. Dimensional Fund Advisors	54. Macquarie Investment Management
31. Dws Investment	55. Manulife Financial Corporation
32. Edinburgh Partners	56. Mfs Investment Management
33. Fidelity Management & Research	57. Mirova
34. Fidelity International	58. Mondrian Investment Partners
35. First Trust Advisors	59. Morgan Stanley Investment Management
36. Florida Retirement System	60. Ostrum Asset Management
37. Franklin Templeton	61. Nnip Investment Partners B.v.
38. Generali Investments Group	62. Norges Bank Investment Management



### Top 85 de los Inversores Institucionales


63. Northern Trust Global Investments	75. State Street Global Advisors
64. Merian Global Investors	76. State Teachers Retirement System Ohio
65. Ontario Teachers Pension Plan Board	77. T. Rowe Price International
66. Pggm Vermogensbeheer	78. Theam
67. Pictet Group	79. Thornburg Investment
68. Pioneer Investment Management	80. Ubs Global Asset Management
69. Principal Global Investors	81. Union Investments
70. Pzena Investment Management	82. Uss
71. Rare Infrastructure Limited	83. Vanguard Group
72. Robeco	84. Wellington Management
73. Sba Florida	85. William Blair & Company
74. Schroders	

# EL GOBIERNO CORPORATIVO Y LOS INVERSORES INSTITUCIONALES

## ÍNDICE

1. VISIÓN GENERAL DE LA TEMPORADA DE JUNTAS 2018 EN ESPAÑA	17
2. ANÁLISIS DE LA TEMPORADA DE JUNTAS 2018 EN EL IBEX-35 Y EN EL TOP 40 DEL MERCADO CONTINUO	19
2.1. NIVEL DE PARTICIPACIÓN	19
2.2. CUESTIONES MÁS CONFLICTIVAS	21
<b>2.2.1. Consejo de administración</b>	<b>23</b>
• Evolución de la separación de cargos de presidente y primer ejecutivo en los últimos 3 años. Tipología de presidente en las empresas del Ibex-35 y del Top 40 del Mercado Continuo	
• Evolución de la independencia de los consejos en las empresas del Ibex-35 y del Top 40 del Mercado Continuo en los últimos tres años	
• Evolución de la diversidad de género en los consejos del Ibex-35 y del Top 40 del Mercado Continuo durante los últimos tres años	
• Resultados en las votaciones sobre nombramiento, ratificación y reelección de consejeros. Evolución en los últimos tres años	
• Recomendaciones de voto de los <i>proxy advisors</i> por tipo de consejero	
<b>2.2.2. Remuneración de los consejeros y altos directivos</b>	<b>35</b>
• Resultados en las votaciones en materia de retribución. Evolución en los últimos tres años de las votaciones del Informe Anual de Remuneraciones de Consejeros	
• Influencia de los <i>proxy advisors</i>	
<b>2.2.3. Modificación del capital social</b>	<b>39</b>
• Resultados en las votaciones en materia de modificación del capital y evolución en los últimos tres años	
3. ACTIVISMO ACCIONARIAL	43
3.1 INTRODUCCIÓN	43
3.2 ¿QUÉ ES EL “ACTIVISMO ACCIONARIAL”?	43
3.3 ¿CUÁLES SON TRADICIONALMENTE LAS DEMANDAS DE LOS ACCIONISTAS ACTIVISTAS?	46
3.4 ¿QUÉ ESTRATEGIAS PUEDE UTILIZAR UN ACCIONISTA ACTIVISTA ESPAÑA?	47

3.4.1	Diálogo con los gestores de la compañía (shareholders engagement)	47
3.4.2	Ejercicio del derecho de información	47
3.4.3	Campaña en los medios de comunicación y en las redes sociales	48
3.4.4	Presentación de sus propuestas de cambio a los accionistas	48
3.4.5	Acceso al consejo de administración	50
3.4.6	Posibles acciones legales	51
3.5	¿QUÉ MEDIDAS PUEDE ADOPTAR UNA SOCIEDAD COTIZADA ANTE ESTE FENÓMENO?	52
3.5.1	Medidas preventivas	52
3.5.2	Medidas ante una concreta actuación	52
4.	COMPORTAMIENTO DE LOS PRINCIPALES INVERSORES INSTITUCIONALES EXTRANJEROS	54
4.1	COMPORTAMIENTO EN TÉRMINOS DE <i>ENGAGEMENT</i>	54
4.2	ANÁLISIS DE LAS POLÍTICAS DE VOTO DEL TOP 85 DE LOS INVERSORES INSTITUCIONALES	54
4.2.1	<b>Demandas de los inversores institucionales respecto de la estructura del consejo de administración</b>	57
	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Duración del cargo. Mención especial al caso de los consejeros independientes</li> <li>• Participación de los consejeros en el capital social</li> <li>• Estructura y composición de las comisiones del consejo</li> </ul>	
4.2.2	<b>Demandas de los inversores institucionales en temas de retribución</b>	59
4.2.3	<b>Demandas de los inversores institucionales en las ampliaciones de capital</b>	60
5.	¿CÓMO PREPARAR LA TEMPORADA DE JUNTAS 2019?	61



---

*La Temporada de Juntas ha estado caracterizada por el creciente esfuerzo de las compañías del Ibex-35 por alinearse con las prácticas internacionales de gobierno corporativo más exigentes.*

---

*Los temas más controvertidos en 2018 han vuelto a ser los relativos a la composición del consejo de administración y su retribución.*

---

*Desde Georgeson hemos percibido un creciente interés de los inversores institucionales por los asuntos sociales y medioambientales.*

# 1

## VISIÓN GENERAL DE LA TEMPORADA DE JUNTAS 2018 EN ESPAÑA

Un año más, la temporada de juntas ha estado caracterizada por el creciente esfuerzo de las compañías del Ibex-35 por alinearse con las prácticas internacionales de gobierno corporativo más exigentes, a través de un diálogo continuo con los inversores institucionales más activos en esta materia. La involucración de los inversores institucionales en el proceso de toma de decisiones ha ido creciendo a lo largo de estos últimos años en el mercado español y se ha consolidado en el 2018. No obstante, un número elevado de compañías aún lleva a cabo este *engagement* dentro del periodo de juntas de accionistas. Los inversores institucionales penalizan cada vez más esta práctica, ya que se interpreta como una manera de intentar influir en el sentido del voto semanas antes de la junta.

Los temas más controvertidos en 2018 han vuelto a ser los relativos a la composición del consejo de administración y su retribución. En relación con el primer asunto, el denominado *board refreshment* es uno de los aspectos al que más atención han prestado los inversores institucionales. En particular, al análisis de las competencias y capacidades de los miembros del consejo para poder ejercer sus funciones y a la existencia de un mapa de competencias. Cada vez es mayor el interés en conocer cómo la comisión de nombramientos articula los mecanismos para garantizar que la estructura del consejo es acorde con los retos de la compañía, y los consejeros reúnan las habilidades necesarias.

La comisión de nombramientos va a tener un papel fundamental en los próximos años. El mayor nivel de responsabilidad y el alcance de sus funciones, que tienen un gran impacto en la sostenibilidad a largo plazo de las empresas, han generado un debate respecto a qué perfiles y competencias deben reunir sus miembros. La retención y captación de talento es clave para la estrategia de la compañía, la sucesión de los altos directivos esencial para su sostenibilidad, y el alineamiento de las estructuras de retribución de los ejecutivos crucial para la estrategia a largo plazo. Todo ello, está motivando una profunda reflexión sobre el perfil de los miembros de esta comisión.

Por otro lado, crecen en importancia los asuntos relativos a la diversidad de género. El número de inversores que impulsan la diversidad en los consejos es cada vez mayor. Este es el caso de State Street Global Advisors, quien anunció el año pasado que quiere que las empresas cotizadas se aseguren de que sus consejos de administración sean diversos. Si no lo hacen, penalizará a los responsables de proponer nuevos consejeros, votando en contra de ellos, como ha hecho este año en diversas compañías que no contaban con ninguna mujer en el consejo. Otros inversores como Hermes, Allianz u Ostrum (antes Natixis) han manifestado durante esta Temporada de Juntas su intención de votar en contra de los consejeros no independientes que se sometan a reelección en aquellas compañías en las que no se alcance el 30% de mujeres en el consejo.



En materia de retribuciones, los inversores institucionales han centrado su atención en el denominado *pay for performance*, la divulgación de métricas financieras y no financieras asociadas a la retribución a corto y largo plazo, los pagos por terminación de contrato, los pagos discrecionales y el detalle sobre el nivel de cumplimiento de los objetivos de desempeño.

Por último, desde Georgeson hemos percibido un creciente interés de los inversores institucionales por la responsabilidad social corporativa (ESG). Tanto en las sociedades cotizadas norteamericanas como en las europeas, cuando los inversores votan en contra del nombramiento o reelección de consejeros, casi siempre lo hacen por un motivo relacionado con el gobierno corporativo. Sin embargo, en España, inversores como Lyxor o Calvert ya han votado en contra de la reelección del presidente de la comisión de auditoría o del presidente de la comisión de retribuciones por un mal desempeño de la compañía en materia de responsabilidad social corporativa. Esto pone de relieve la necesidad de que los consejos realicen una adecuada supervisión de los riesgos sociales, ambientales y de orden ético a los que están expuestas las sociedades cotizadas españolas. En este sentido, el Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas recomienda que la política de responsabilidad corporativa sea una facultad indelegable del consejo de administración.

---

*Se mantiene la tendencia, observada desde el año 2013, de aumento en la participación de los accionistas en las juntas del Ibex-35.*

---

*En el Top 40 del Mercado Continuo, el quorum de asistencia en la Temporada de Juntas 2018 desciende algo más de un punto porcentual respecto a 2017.*

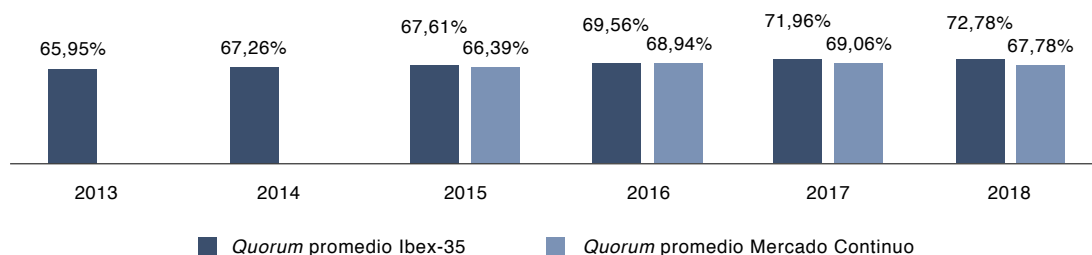
# 2

## ANÁLISIS DE LA TEMPORADA DE JUNTAS 2018 EN EL IBEX-35 Y EN EL TOP 40 DEL MERCADO CONTINUO

### 2.1. NIVEL DE PARTICIPACIÓN

El nivel medio de participación de los accionistas en las juntas generales es mayor en el Ibex-35 que en el Top 40 del Mercado Continuo. En 2018 se mantiene la tendencia, observada desde el año 2013, de aumento en la participación de los accionistas en las juntas del Ibex-35. Este aumento es de alrededor de seis puntos porcentuales con respecto a 2013. Por el contrario, en el Top 40 del Mercado Continuo<sup>1</sup>, el *quorum* de asistencia en la Temporada de Juntas 2018 desciende algo más de un punto porcentual respecto a 2017. Este dato se ha visto influenciado por el caso particular de una compañía, cuyo *quorum* se redujo alrededor de diez puntos porcentuales con respecto al año anterior.

Ibex-35 y Mercado Continuo: Evolución del promedio del *quorum* 2013 - 2018

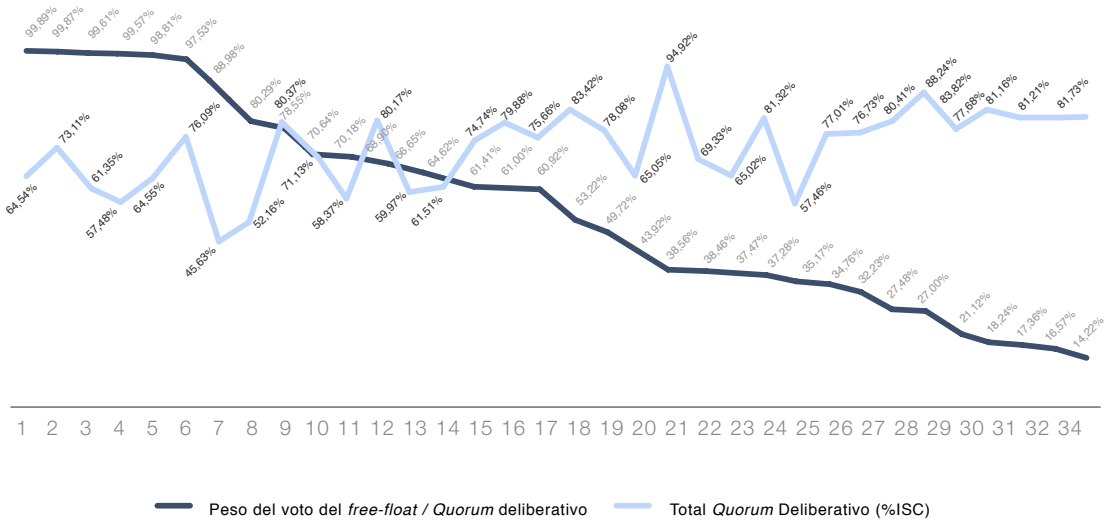


Los gráficos de la siguiente página reflejan la participación en la Temporada de Juntas 2018 en las empresas del Ibex-35 y del Top 40 del Mercado Continuo, detallando el peso que tiene el *free-float* en el *quorum* total.<sup>2</sup> Como se observa en los dos gráficos, cuando el *free-float* es bajo, generalmente, el nivel de participación aumenta. Esto se debe a que, en las compañías con un menor porcentaje de *free-float*, suele existir un núcleo duro de accionistas que tiende a votar con toda su posición en la junta. Este sería el caso, por ejemplo, de la compañía número 29 del gráfico del Ibex-35. Sin embargo, existen algunas compañías (por ejemplo, la número 9 del gráfico del Ibex-35) que, pese a tener un porcentaje elevado de *free-float*, consiguen un *quorum* de participación alto. Generalmente, esto se debe al tipo de inversores que forman parte del accionariado, su peso en el capital, su política activa en materia de voto y los esfuerzos de diálogo con los accionistas (*engagement*) realizados por cada empresa. Otros ejemplos de este tipo de compañías serían las números 1, 3 y 9 del gráfico del Top 40 del Mercado Continuo, que tienen un *quorum* relativamente alto, a pesar de tener un alto nivel de *free-float*.

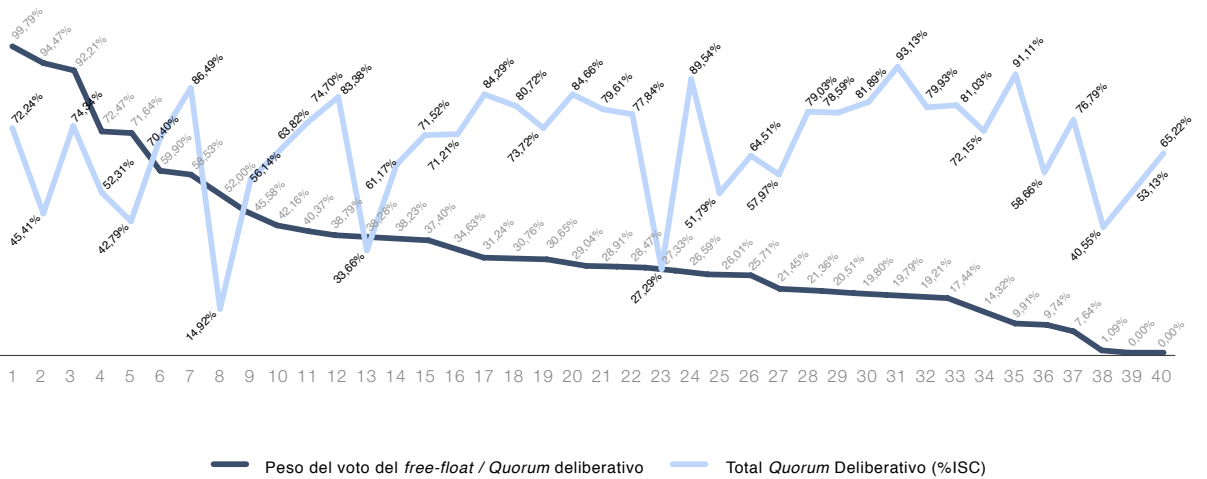
<sup>1</sup> Disponemos de datos del nivel de participación en las empresas del Mercado Continuo desde 2015.

<sup>2</sup> El cálculo del *free-float* de cada compañía y su proporción sobre el *quorum*, se ha realizado con la información pública disponible en el momento de celebración de la junta ordinaria de cada sociedad.

### Ibex-35: Participación en la junta 2018



### Mercado Continuo: Participación en la junta 2018



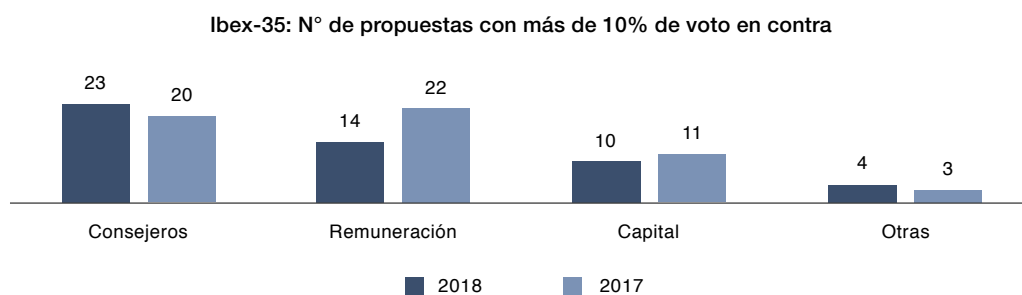


## 2.2. CUESTIONES MÁS CONFLICTIVAS

Durante esta Temporada de Juntas 2018, tanto en el Ibex-35 como en el Top 40 del Mercado Continuo, el tema que ha suscitado mayor controversia entre los grandes inversores institucionales y el *proxy advisor* de referencia (ISS) ha sido el relativo al nombramiento, ratificación y reelección de los consejeros, seguido por los ámbitos retributivos y las propuestas de ampliaciones y reducciones de capital. Cabe destacar que el número de propuestas con voto en contra es considerablemente mayor en el Top 40 del Mercado Continuo, lo que evidencia el mayor grado de desarrollo y madurez de las prácticas de buen gobierno en las compañías del Ibex-35.

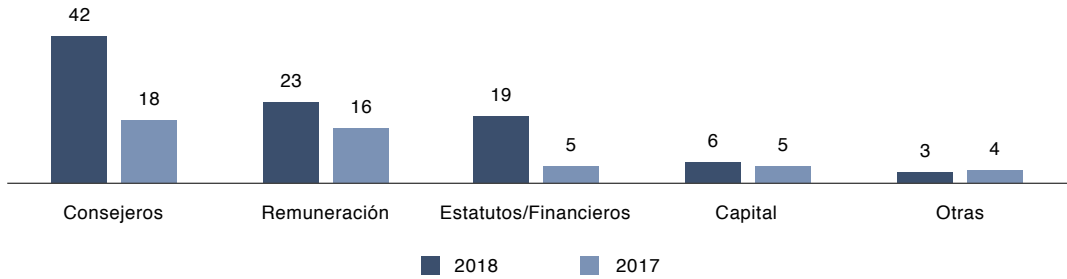
En relación con el nombramiento, ratificación y reelección de consejeros, el número de sociedades del Ibex-35 que recibieron la oposición de más de 10% de los accionistas en al menos una de las propuestas sometidas a la aprobación de la junta general fue menor que en la Temporada de Juntas 2017 (21 compañías en lugar de 22). Sin embargo, el número de propuestas que recibió este tipo de oposición en 2018 fue ligeramente mayor que en el año anterior. Respecto a la remuneración de consejeros, tanto el número de propuestas con un voto contrario superior al 10% como el número de compañías que recibieron esa oposición fue menor que en 2017 (9 compañías en lugar de 14). Los asuntos relativos a aumentos y reducciones de capital se han mantenido relativamente estables en los últimos dos años, tanto en el número de propuestas con un voto contrario mayor al 10% como en el número de compañías afectadas (8 compañías en 2017 y 7 en 2018).

Finalmente, el número total de propuestas de sociedades del Ibex-35 con más de 10% de votos en contra se redujo en la Temporada de Juntas 2018 (51 propuestas en 2018 frente a 56 en 2017).



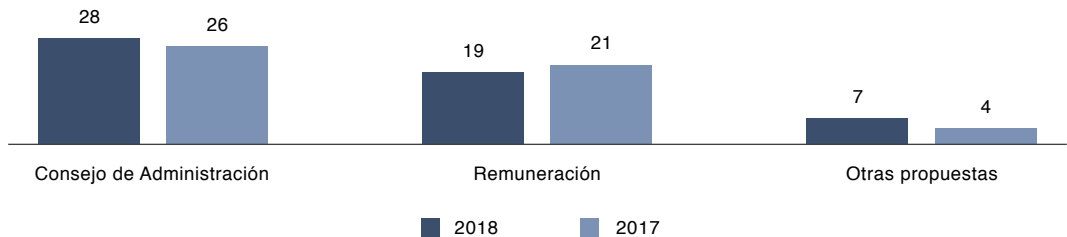
En el Top 40 del Mercado Continuo, un total de 93 propuestas, de 19 compañías, obtuvieron en 2018 más del 10% de oposición, frente a las 48 propuestas de 16 compañías del año anterior. Este destacado aumento se debe principalmente a dos compañías que han recibido una importante penalización por parte de sus accionistas (en 20 y 11 puntos del orden del día, respectivamente, referidos principalmente al nombramiento, ratificación y reelección de consejeros y a la modificación de los estatutos sociales).

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



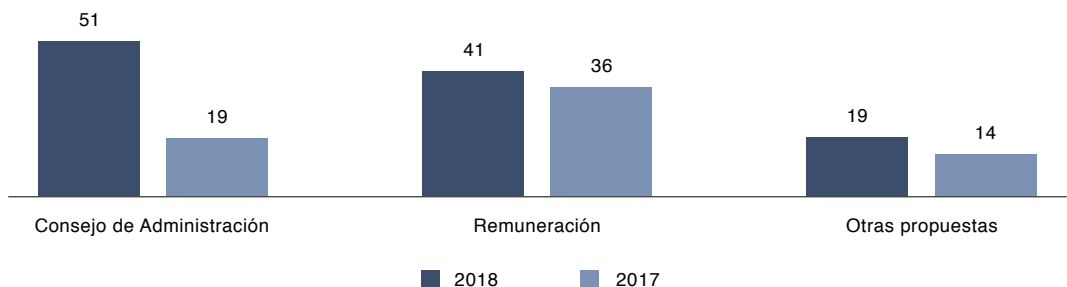
Si analizamos las recomendaciones de voto del *proxy advisor* de referencia (ISS) para las empresas del Ibex-35, tanto en 2018 como en 2017, el mayor número de sus recomendaciones de voto no favorables se referían a propuestas sobre el nombramiento, ratificación y reelección de consejeros. Por lo tanto, podemos concluir que sus recomendaciones de voto no favorable han influido en los resultados de las juntas de aquellas empresas en las que la presencia de inversión extranjera es mayor.

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



En el Top 40 del Mercado Continuo, las recomendaciones de voto del *proxy advisor* de referencia (ISS) en 2018 se centraron en el nombramiento, ratificación y reelección de consejeros mientras que el año anterior afectaron a la remuneración.

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



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

### 2.2.1. CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN

Como hemos comentado anteriormente, los aspectos relativos al consejo de administración han sido los que más controversia han generado por parte de inversores institucionales y *proxy advisors*. El denominado *board refreshment*, se fundamenta en que la renovación del consejo tiene que garantizar que sus miembros reúnan las habilidades, experiencias y conocimientos necesarios para que este órgano pueda ejercer sus funciones de una manera eficiente y adecuada.

La presencia de mujeres en los consejos es otro de los asuntos en los que han trabajado las compañías del Ibex-35 y del Top 40 del Mercado Continuo durante esta temporada. Aunque la situación es indudablemente mejor que hace unos años, aún queda camino por recorrer para poder alcanzar el umbral del 40% de presencia femenina en los consejos que trató de proponer la Comisión Europea para el año 2020. En los últimos años, los reguladores han fomentado que los consejos de administración sean diversos para generar mayor debate y enriquecer el proceso de toma de decisiones, con la aportación de distintos enfoques y perfiles.

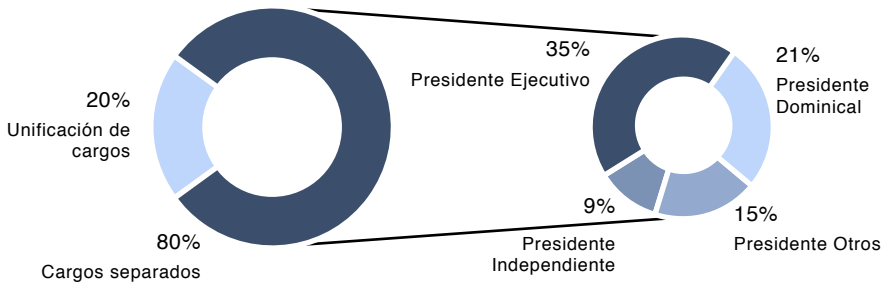
#### **Evolución de la separación de cargos de presidente y primer ejecutivo en los últimos 3 años. Tipología de presidente en las empresas del Ibex-35 y del Top 40 del Mercado Continuo**

Las empresas españolas siguen esforzándose para adaptarse a los estándares internacionales en materia de gobierno corporativo. Uno de los aspectos más demandados por los inversores institucionales extranjeros es la separación del cargo de presidente del consejo y consejero delegado. Sin embargo, aún son muchas las compañías que mantienen estos cargos unificados. La Ley permite que el primer ejecutivo de la compañía sea, a su vez, el presidente del consejo pero, como medida de contrapeso, cuando esto suceda, se deberá nombrar a un consejero coordinador de entre los consejeros independientes (*lead independent director*).

**Los aspectos relativos al consejo de administración han sido los que más controversia han generado entre los inversores institucionales y proxy advisors.**

**Uno de los aspectos más demandados por los inversores institucionales extranjeros es la separación del cargo de presidente del consejo y consejero delegado.**

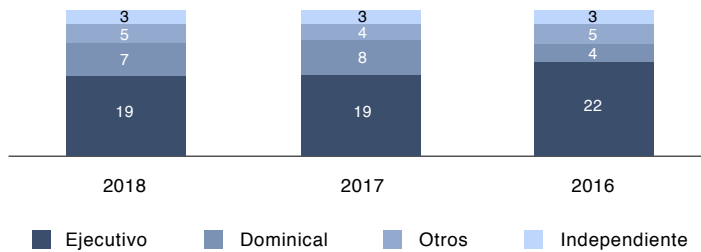
**Ibex-35: Unificación vs. separación de cargos entre el presidente y consejero delegado 2018**



En agosto de 2018, había siete compañías que tenían los cargos unificados y, en las 27 compañías restantes, existía un presidente del consejo y un consejero delegado. A pesar de esta separación formal de los cargos, en 19 de estas 27 compañías el presidente era ejecutivo. En el caso de estas últimas compañías, de acuerdo con los estándares internacionales, la presencia de un consejero delegado sirve como una medida de contrapeso para evitar la concentración de poder.

Si analizamos la tipología de los presidentes de los consejos del Ibex-35 observamos que la mayoría son consejeros ejecutivos (55%). Sin embargo, el número de presidentes ejecutivos ha disminuido desde 2016 y ha crecido el de presidentes con categoría de dominicales y de otros externos. Los presidentes independientes, siguen siendo minoría en los consejos de administración.

**Ibex-35: Presidentes del consejo según su tipología**

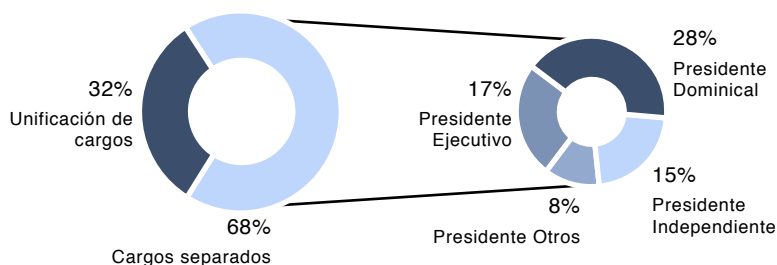


ISS suele ser el *proxy advisor* más inflexible en las recomendaciones de voto sobre la unificación de cargos. En pocas ocasiones, emite una recomendación de voto favorable y lo condiciona a que exista un límite de dos años para la separación de cargos junto con medidas de contrapeso eficaces. Por el contrario, Glass Lewis sí que ha recomendado votar a favor de estos puntos del orden del día. En sus políticas para el mercado español, señala que aceptará la combinación de cargos siempre que sea aprobada por dos tercios del consejo de administración, y que exista la figura de consejero independiente coordinador, como medida de contrapeso.

En la Temporada de Juntas de 2018 se ha sometido a votación la ratificación y reelección de cuatro consejeros delegados que son a su vez presidentes del consejo. Aunque los cuatro recibieron recomendaciones de voto contrarias por parte de ISS, el promedio de voto en contra fue solo de un 8,14%. Ello se debe a la importante presencia en estas compañías de un núcleo duro de accionistas que no siguió esa recomendación de voto. El 91% del Top 85 de los Inversores Institucionales indican en sus políticas de voto que los cargos de consejero delegado y presidente del consejo deberían estar separados. No obstante, un 46% de estos inversores aceptaría medidas de contrapeso y considera la unificación de cargos como una característica específica del mercado español. El 36% del Top 85 de los Inversores Institucionales aceptaría la unificación de cargos de manera temporal, lo que otorga un margen a las compañías para que puedan implementar la separación de ambos cargos.

En el Top 40 del Mercado Continuo, aún queda un mayor camino por recorrer. En la Temporada de Juntas 2018 no se ha sometido a votación la reelección de ningún consejero que tenga los cargos de presidente y consejero delegado unificados. No obstante, si analizamos la composición de los consejos del Top 40 del Mercado Continuo, un 32% de las compañías tiene los cargos unificados y, de las 27 empresas que tienen los cargos separados, siete presidentes son ejecutivos<sup>3</sup>.

**Mercado Continuo: Unificación vs. separación de cargos entre el presidente y consejero delegado 2018**



<sup>3</sup> Una de las empresas analizadas en el Mercado Continuo no posee un consejero delegado, únicamente tiene la figura de presidente independiente.



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

La independencia en los consejos de administración sigue siendo uno de los aspectos de mayor preocupación para los inversores institucionales y *proxy advisors*, quienes generalmente exigen que el 50% de los consejeros sean independientes. Como excepción, cuando se trate de una compañía controlada o con una capitalización bursátil muy pequeña, dicho umbral se reduce a un tercio (33%). En esta misma línea se manifiesta el Código de Buen Gobierno en su Recomendación 17.<sup>4</sup>

Tras analizar las políticas de voto del Top 85 de los Inversores Institucionales, observamos que el 91% indica que el nivel mínimo de independencia debe ser del 50%. Un 35% de estos inversores especifica en sus políticas que, para aquellas compañías que estén controladas, requerirán un 33% de independencia. Un 9% de estos inversores son más exigentes y exigen que más de dos tercios de los consejeros sean independientes (entre otros, State Teachers Retirement System of Ohio y CalSTRS). Bank of New York Mellon Corporation indica en sus políticas que los consejos de administración deberían estar íntegramente formados por consejeros independientes, aunque reconoce la importancia de que exista un consejero delegado. Por ello, a excepción de este cargo, no apoyarán el nombramiento de ningún otro consejero interno.

---

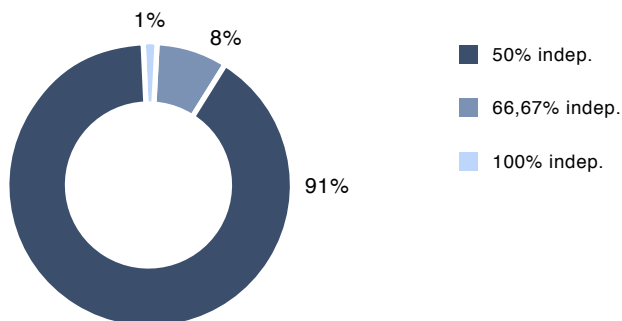
<sup>4</sup> La Recomendación 17 del Código de Buen Gobierno aconseja que el número de consejeros independientes represente, al menos, la mitad del total de consejeros. Cuando la sociedad no sea de elevada capitalización o cuando, aun siéndolo, cuente con un accionista o varios actuando concertadamente, que controlen más del 30% del capital social, se aconseja que el número de consejeros independientes represente, al menos, un tercio del total de consejeros.

***La independencia en los consejos de administración sigue siendo uno de los aspectos de mayor preocupación para los inversores institucionales y proxy advisors.***

***Las compañías del Ibex-35 han mostrado un significativo avance en los últimos años en cuanto a la estructura de los consejos de administración, que cada vez están más alineados con los requerimientos internacionales.***

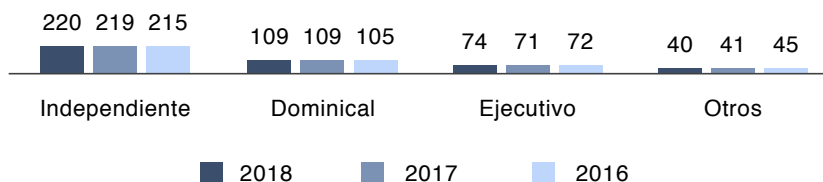


**Proporción mínima de consejeros independientes exigida por el Top 85 de los Inversores Institucionales**

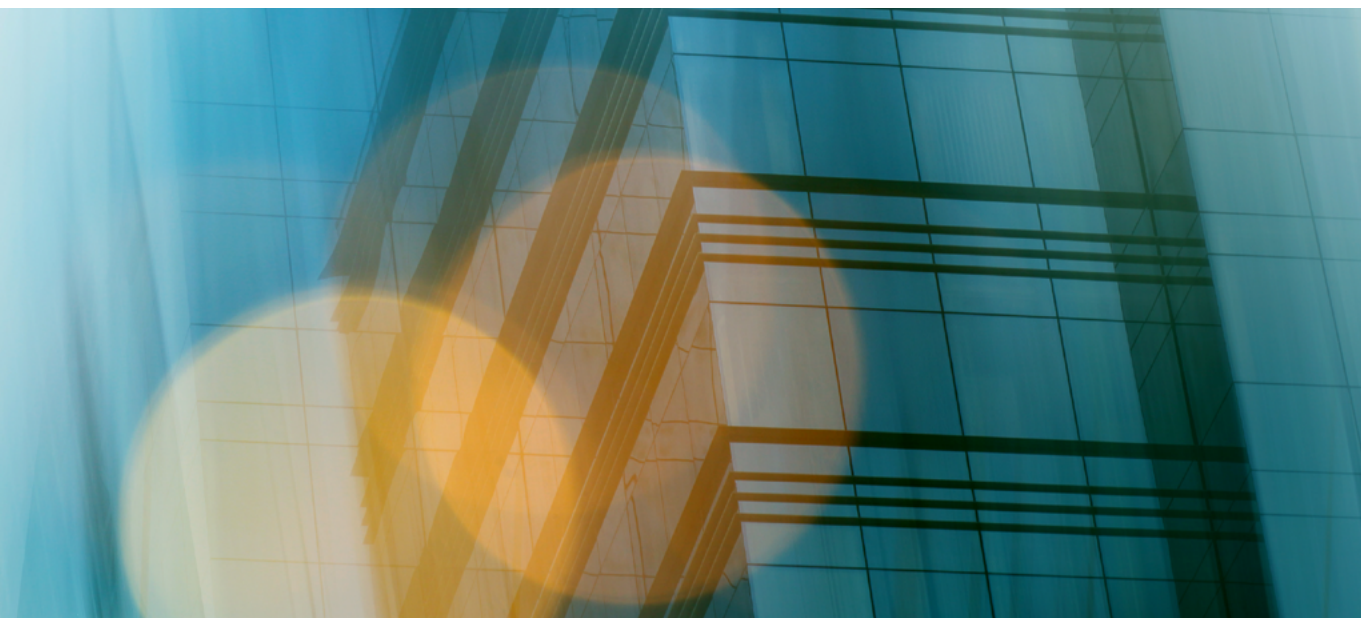


Las compañías del Ibex-35 han mostrado un significativo avance en los últimos años en cuanto a la estructura de los consejos de administración, que cada vez están más alineados con los requerimientos internacionales. El siguiente gráfico muestra como el número de consejeros independientes se ha incrementado durante los últimos años, pasando de 215 en el año 2016 a 220 consejeros en 2018.

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



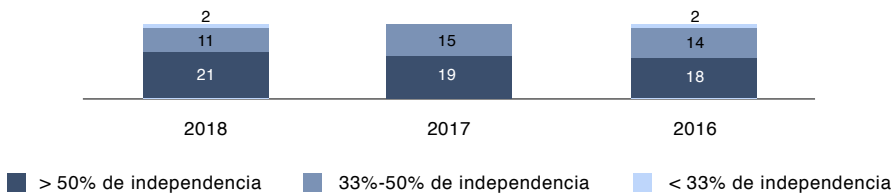
Estos datos difieren de los extraídos de las páginas web de las compañías analizadas. La razón es que una compañía ha categorizado a dos de sus consejeros como independientes, a pesar de que cuentan con una antigüedad superior a los 12 años.



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

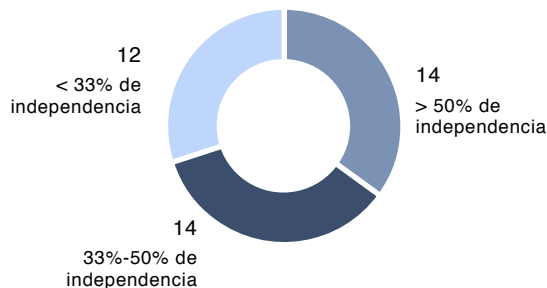
- 21 compañías (el 61,8%), tienen más de un 50% de independencia en sus consejos. Si comparamos estos datos con los del año 2016, hay 3 compañías más que superan este umbral.
- 11 compañías (el 32,4%), tienen un nivel de independencia entre el 33% y el 50%.
- 2 compañías (el 5,8%), no alcanzan un umbral de independencia del 33%.

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



En el Top 40 del Mercado Continuo solo 14 compañías (un 35%) tienen un porcentaje de independencia superior al 50%. De las 26 empresas que tienen un porcentaje de independencia por debajo del 50%, siete son empresas controladas. Por lo tanto, habría 19 empresas que no cumplen con los requisitos mínimos de independencia, que generalmente exigen los inversores institucionales extranjeros y sus asesores de voto.

**Mercado Continuo: N° de compañías según el nivel de independencia en los consejos de administración**



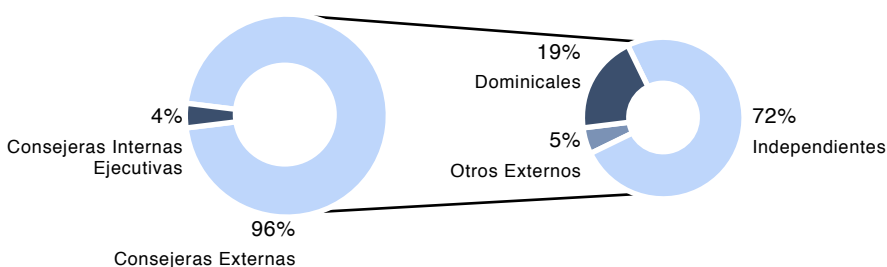


## Evolución de la diversidad de género en los consejos del Ibex-35 y del Top 40 del Mercado Continuo durante los últimos tres años

En la Temporada de Juntas de 2018, se ha tratado la diversidad en el consejo en su sentido más amplio: diversidad geográfica, cultural y de conocimiento. Sin embargo, la diversidad de género sigue siendo la más demandada por inversores institucionales y *proxy advisors*. Algunos de ellos, detallan en sus políticas el número o porcentaje de mujeres que debe haber en los consejos. Tras analizar las políticas de voto del Top 85 de los Inversores Institucionales, observamos que un 77% de estos inversores indican en sus políticas que debería existir diversidad en los consejos de administración. Un 9% de ellos establecen cuotas específicas, en forma de porcentaje, respecto de las mujeres que debería haber en los consejos. Entre otros, Legal & General, que exige, con carácter general, que los consejos tengan al menos una mujer y, en el caso de las empresas del FTSE 350, que al menos el 25% del consejo esté formado por mujeres. Standard Life Aberdeen indica que votará en contra de los consejos en los que el porcentaje de hombres supere el 80%. Otros inversores institucionales, como Hermes, Allianz y Ostrum (antes Natixis), son aún más exigentes y requieren que las mujeres representen más del 30% en los consejos.

La Comisión Europea propuso, en el año 2012, medidas para romper el “techo de cristal” que impide que las mujeres accedan a puestos de alto nivel en las mayores empresas de Europa. Así trató de fijar como objetivo que el género menos representado alcanzase un 40% de los puestos no ejecutivos de los consejos de las empresas cotizadas, exceptuadas las pequeñas y medianas empresas. A nivel nacional, el Código de Buen Gobierno (Recomendación 14), aconseja que las mujeres representen un 30% de los miembros del consejo en el año 2020. Actualmente, hay 104 mujeres en los consejos de administración del Ibex-35; el 96% de ellas son consejeras externas.

**Ibex-35: Categoría consejeras tras la Temporada de Juntas 2018**

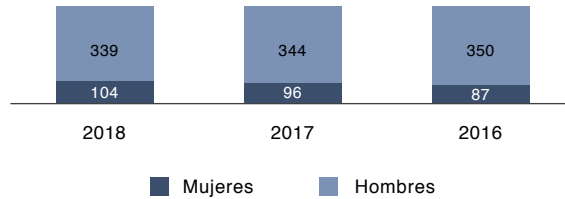


*Un 77% del Top 85 de los Inversores Institucionales indican en sus políticas que debería existir diversidad en los consejos de administración.*

*Actualmente, hay 104 mujeres en los consejos de administración del Ibex-35. El 96% de ellas son consejeras externas.*

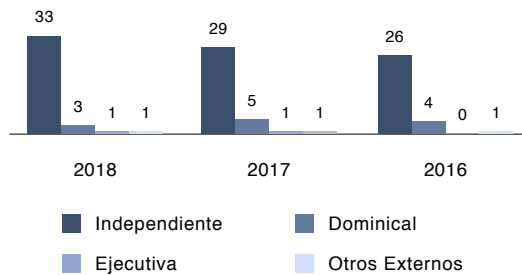
La presencia de mujeres en los consejos de administración de las sociedades del Ibex-35 ha seguido una tendencia creciente. En los últimos tres años, su presencia se ha incrementado en 3,6 puntos porcentuales. En 2016, las mujeres representaban un 19,9% del total de consejeros y, en 2018, un 23,5%.

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

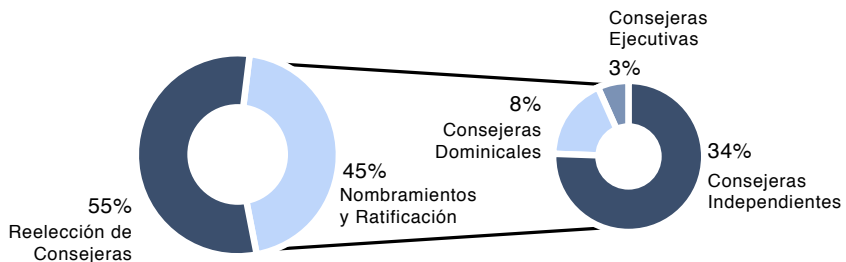


En la Temporada de Juntas 2018 en el Ibex-35 se ha sometido a votación el nombramiento, ratificación o reelección de 38 mujeres. Se mantiene la tendencia de años anteriores y crece el número de consejeras propuestas que, en 2018, han sido siete consejeras más que en 2016. El promedio de votos a favor del nombramiento, ratificación y reelección de consejeras en 2018 ha sido de un 97,33%.

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



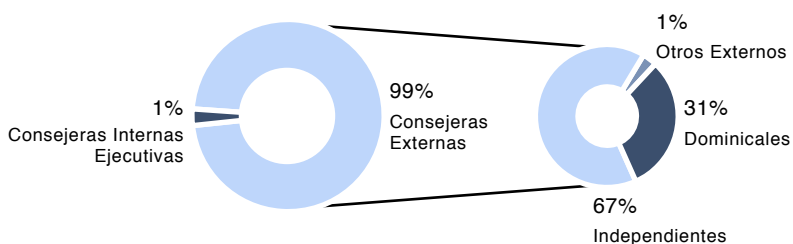
**Ibex-35: Tipo de propuesta para las consejeras sometidas a votación en la junta 2018**



En el Ibex-35, un 87% de las consejeras sometidas a votación son clasificadas como independientes. Si comparamos esta cifra con la de nombramiento, ratificación y reelección de consejeros, el número disminuye considerablemente. De 121 consejeros, solo un 50% son consejeros independientes.

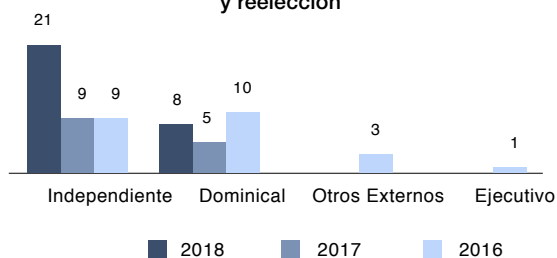
En el Top 40 del Mercado Continuo, de 411 consejeros 75 son mujeres, lo que representa un 18% del número total de consejeros. De ellas, un 99% son consejeras externas, de las cuales un 67% son independientes.

**Mercado Continuo: Categoría consejeras tras la Temporada de Juntas 2018**

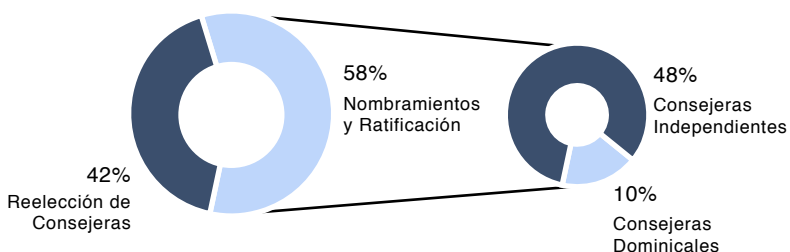


En la Temporada de Juntas 2018 del Top 40 del Mercado Continuo se ha propuesto el nombramiento, ratificación o reelección de 29 mujeres. El número se ha incrementado en 15 consejeras respecto de 2017.

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



**Mercado Continuo: Tipo de propuesta para las consejeras sometidas a votación en la junta 2018**

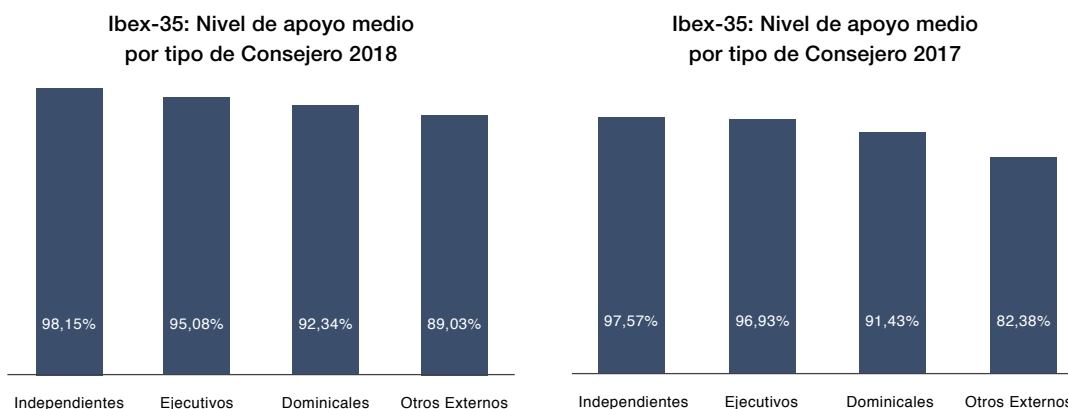


En los últimos tres años, la presencia de mujeres en los consejos del Ibex-35, se ha incrementado en 3,6 puntos porcentuales.

En el Top 40 del Mercado Continuo el 18% de los consejeros son mujeres. De ellas, un 99% son consejeras externas.

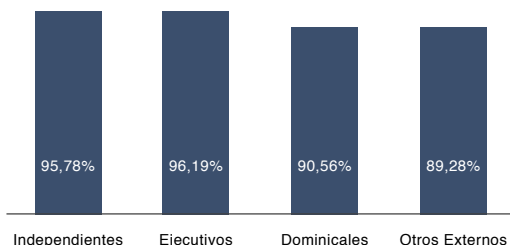
### Resultados en las votaciones sobre nombramiento, ratificación y reelección de consejeros. Evolución en los últimos tres años

Los siguientes gráficos reflejan los niveles de apoyo, en los últimos dos años, a las propuestas de nombramiento, ratificación y reelección de consejeros en las empresas del Ibex-35 y del Top 40 del Mercado Continuo, distinguiendo por nivel de apoyo medio y por tipo de consejero. En las empresas del Ibex-35, no sorprende que los consejeros independientes sean los que hayan obtenido el mayor nivel de votos favorables. Si comparamos los resultados de 2018 con los del año anterior, las categorías de consejeros ejecutivos y dominicales permanecen relativamente estables. En cambio, se observa un aumento en el nivel de apoyo a los consejeros clasificados como “otros externos”. Esto se debe a que, en 2017, hubo un menor nivel de apoyo promedio en la reelección de cuatro consejeros externos de una compañía en particular, que obtuvieron, en todos los casos, un porcentaje de votos favorables menor al 70%.

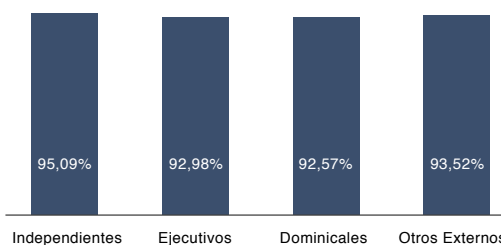


En el Top 40 del Mercado Continuo, si comparamos las cifras de 2018 y 2017, se aprecia un aumento en el nivel de apoyo promedio a los consejeros ejecutivos y una reducción en el nivel de apoyo a los consejeros dominicales y “otros externos”. Los votos en contra en propuestas referidas a consejeros dominicales y “otros externos” crecieron respecto a 2017. El incremento se debe, en el caso de los consejeros calificados como “otros externos”, a que hubo dos propuestas de dos compañías diferentes (una de ellas relativa a la reelección del presidente del consejo), que recibieron un nivel de voto en contra superior al 25%. En el caso de los consejeros dominicales, el crecimiento se explica por el rechazo a tres propuestas sometidas a aprobación por una compañía, que recibieron más de un 25% de votos en contra. Dicha compañía, posee alrededor de un 36% de consejeros independientes.

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



Mercado Continuo: Nivel de apoyo medio por tipo de Consejero 2017

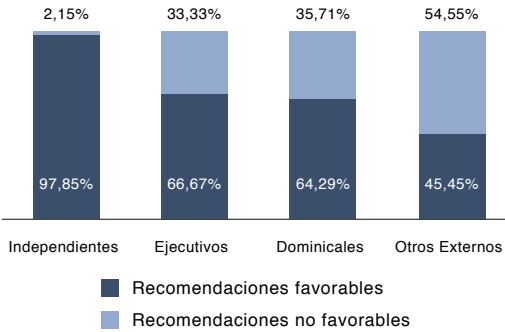


### Recomendaciones de voto de los *proxy advisors* por tipo de consejero

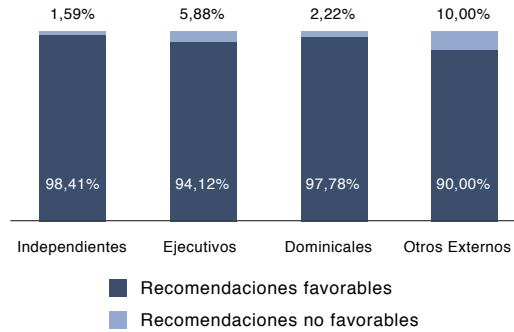
Si analizamos las recomendaciones de voto de ISS y Glass Lewis por tipo de consejero para las empresas del Ibex-35, como en años anteriores, los consejeros independientes son los que más apoyo reciben por parte de los *proxy advisors*. Durante la Temporada de Juntas 2018, ISS emitió un total de 27 recomendaciones contrarias al nombramiento, ratificación o reelección de consejeros de un total de 159 resoluciones en materia de consejo, lo cual representa el 17% de las resoluciones de esta categoría. La mayoría de ellas se referían a consejeros ejecutivos y dominicales, a diferencia del año anterior, donde la mayor parte de ellas afectaron a consejeros dominicales. De sus 27 recomendaciones no favorables, nueve provienen de la misma compañía. En la Temporada de Juntas 2018, Glass Lewis emitió tan solo cuatro recomendaciones no favorables en materia de consejo, de un total de 159 resoluciones en esta materia, lo que representa tan solo un 3% de estas recomendaciones.

**En las empresas del Ibex-35, no sorprende que los consejeros independientes sean los que hayan obtenido el mayor nivel de votos favorables.**

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



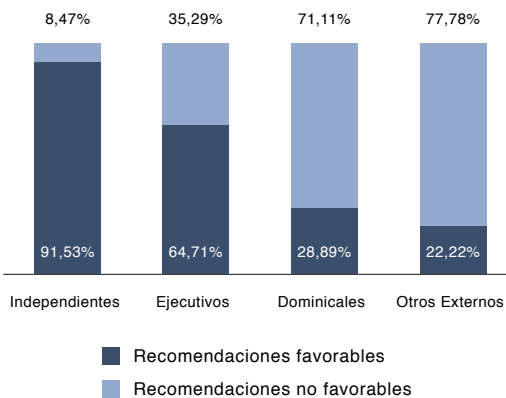
**Ibex-35: Recomendaciones de voto de Glass Lewis por tipo de consejero 2018**



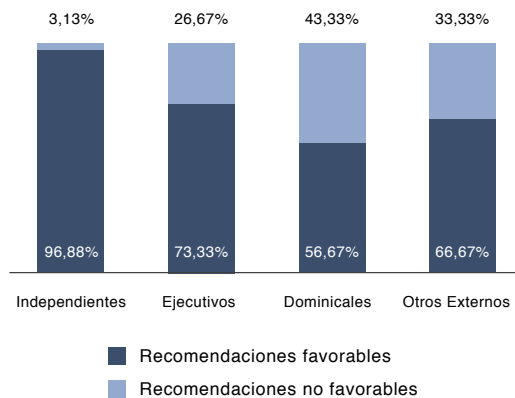
En el Top 40 del Mercado Continuo, si estudiamos la evolución de las recomendaciones de voto de ISS por tipo de consejero entre 2017 y 2018 observamos que, en todas las categorías de consejeros, se produce un aumento en el porcentaje de recomendaciones de voto en contra. En la Temporada de Juntas 2018 se sometieron a votación 135 resoluciones relativas al nombramiento, ratificación o reelección de consejeros. De ellas, 50 recibieron una recomendación de voto en contra por parte de ISS, lo que representa el 37% de estas resoluciones. Más de la mitad de estas resoluciones no favorables afectaban a consejeros dominicales.

En la Temporada de Juntas 2017, se sometieron a aprobación 84 resoluciones relativas al nombramiento, ratificación o reelección de consejeros. De ellas, 19 resoluciones (un 23%) recibieron una recomendación no favorable de ISS. No sorprende que en las categorías de consejeros dominicales y “otros externos” sea donde se produce un mayor aumento en el porcentaje de recomendaciones de voto en contra. Para este tramo, más de la mitad de las resoluciones con recomendaciones no favorables provienen de cinco compañías, que tienen un elevado número de consejeros dominicales y ejecutivos en el consejo (más del 50% en casi todos los casos).

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



**Mercado Continuo: Recomendaciones de voto de ISS por tipo de consejero 2017**



Si evaluamos las 27 propuestas del Ibex-35 en materia de consejo que han recibido una recomendación no favorable por parte de ISS o Glass Lewis, observamos que el nivel de voto en contra en 20 de ellas fue superior al 10%. Si hacemos este mismo análisis en el Top 40 del Mercado Continuo, de las 50 propuestas que recibieron una recomendación no favorable por parte de ISS, 28 de ellas recibieron un porcentaje de votos en contra superior al 10%.

## 2.2.2. REMUNERACIÓN DE LOS CONSEJEROS Y ALTOS DIRECTIVOS

Durante la Temporada de Juntas 2018, los aspectos relativos a la remuneración han sido nuevamente un elemento de alta relevancia e interés tanto para los inversores institucionales extranjeros como para los *proxy advisors*.

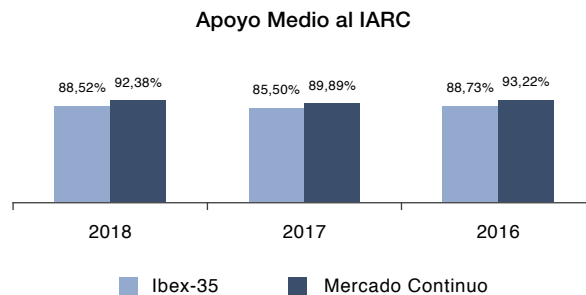
Tras analizar las recomendaciones no favorables de ISS y Glass Lewis y las explicaciones que publican algunos inversores institucionales para justificar su voto negativo, los motivos por los que se han penalizado propuestas de retribución en las empresas con un mayor nivel de *free-float* son los siguientes:

- La no realización de cambios concretos en las políticas de remuneraciones que den respuesta al alto nivel de votos en contra recibidos durante la junta de 2017 (por ejemplo, muchas compañías aún no han introducido una cláusula de *clawback*).
- El aumento relevante en el salario de los consejeros ejecutivos o en los *bonus* anuales, que la compañía no ha justificado.
- La remuneración excesiva en relación con el desempeño de la sociedad.
- La falta de alineación de la remuneración de los consejeros ejecutivos con los intereses de los accionistas a largo plazo en comparación con las empresas similares que operan en el mismo sector (*peers*).
- Los pagos por terminación (*severance payments*) exceden del importe correspondiente a 24 meses de la retribución total.
- La falta de transparencia en el contenido de la política de remuneraciones.
- Los planes de pensiones resultan excesivos.

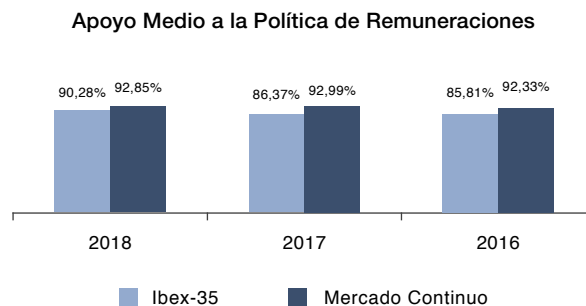
Finalmente, algunos inversores, sobre todo procedentes del mercado francés (que suelen tener unas políticas de voto más estrictas en materia de retribuciones), han penalizado la inexistencia de un Plan de Incentivos a Largo Plazo o la ausencia de una adecuada divulgación bien de las métricas utilizadas para la determinación de los objetivos a corto y a largo plazo bien del grado de cumplimiento de cada uno de estos objetivos.

### Resultados en las votaciones en materia de retribución. Evolución en los últimos tres años de las votaciones del Informe Anual de Remuneraciones de Consejeros

Durante la Temporada de Juntas 2018, el apoyo medio al Informe Anual de Remuneraciones de Consejeros (“IARC”), tanto en las compañías del Ibex-35 como en las del Top 40 del Mercado Continuo, ha sido superior al del año anterior. Sin embargo, estos apoyos muestran ligeros descensos respecto a 2016. El nivel de apoyo es menor en las empresas del Ibex-35 que en las del Top 40 del Mercado Continuo debido a que la presencia de inversores institucionales extranjeros en el capital de estas últimas es menor. Sin embargo, es importante destacar que el promedio de apoyo en las empresas del Ibex-35 se ha visto afectado en los últimos años por la situación de cinco compañías, que han recibido un nivel de apoyo menor al 70% en cada uno de estos años.



En la Temporada de Juntas 2018, 21 compañías del Ibex-35 sometieron a aprobación su política de remuneraciones. El apoyo medio a estas política fue significativamente superior al de otros años. Desde el año 2016, se ha producido un aumento de casi cinco puntos porcentuales. En el Top 40 del Mercado Continuo, fueron 25 las compañías que sometieron su política de remuneraciones a votación y el nivel de votos favorables fue similar al de otros años. En los últimos tres años, se ha producido un ligero aumento de 0,5 puntos porcentuales.





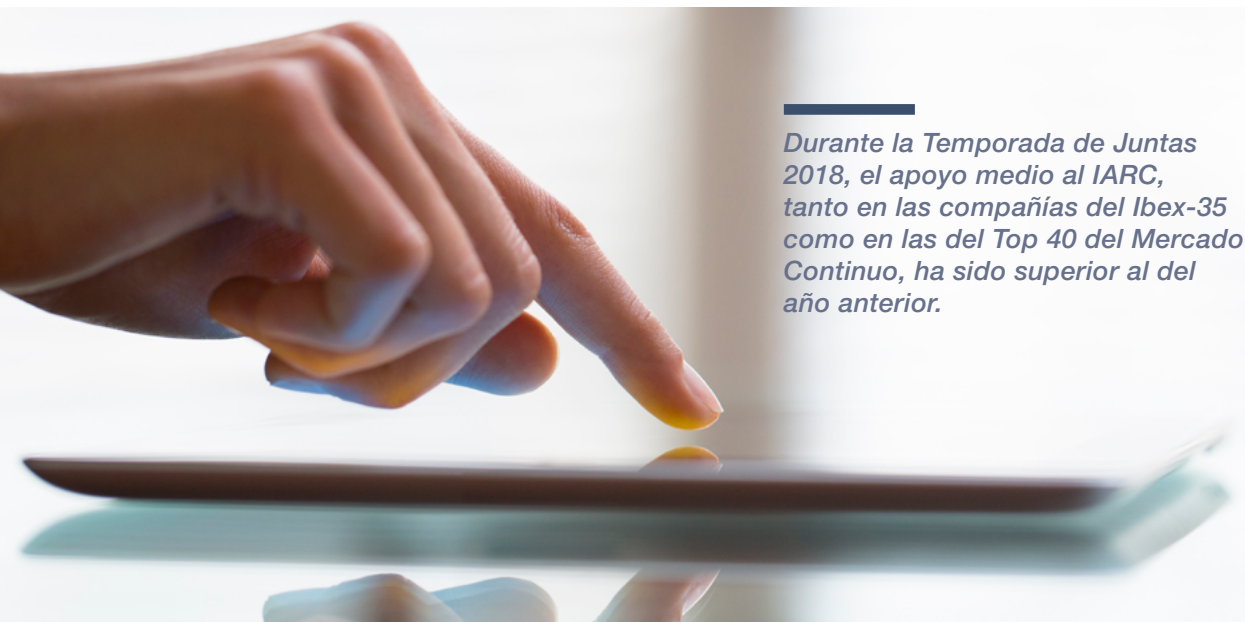
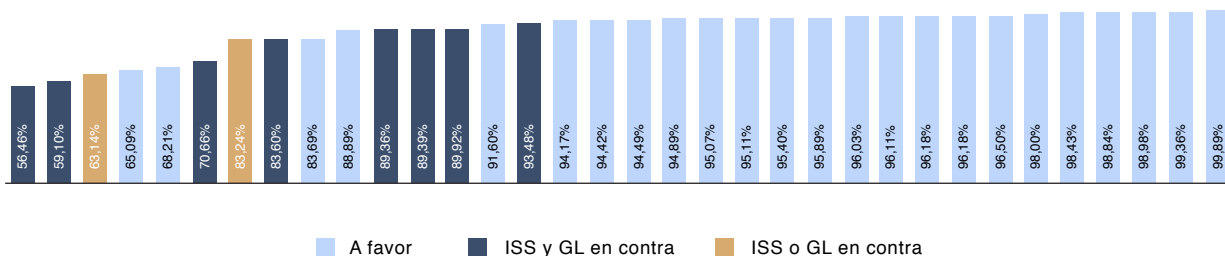
### Influencia de los proxy advisors

Si analizamos el voto en cada una de las empresas del Ibex-35, la compañía que obtuvo menor apoyo, recibió un 56,46% de votos a favor, mientras que la compañía que obtuvo el mejor resultado contó con el apoyo del 99,89% de los votos. Esto la situó en más de 10 puntos por encima de la media, que fue de 88,52% de votos a favor.

Respecto a la votación del IARC, 21 empresas han recibido más del 90% de votos a favor. De ellas, solamente una obtuvo una recomendación en contra por parte de los principales proxy advisors. Las recomendaciones emitidas por ISS y Glass Lewis influyeron, sobre todo, en las 13 empresas que obtuvieron más del 10% de votos no favorables. De ellas:

- siete recibieron una recomendación en contra tanto por parte de ISS como de Glass Lewis;
- dos obtuvieron, al menos, una recomendación en contra de un proxy advisor;
- las cuatro compañías restantes recibieron las recomendaciones favorables de ambos proxy advisors y, sin embargo, obtuvieron un nivel de apoyo menor al 89%.

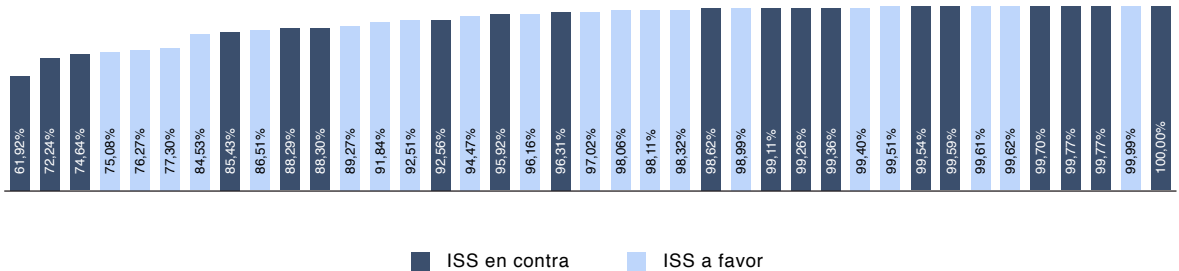
Ibex-35: IARC  
 Nivel de apoyo y recomendaciones de los proxy advisors



*Durante la Temporada de Juntas 2018, el apoyo medio al IARC, tanto en las compañías del Ibex-35 como en las del Top 40 del Mercado Continuo, ha sido superior al del año anterior.*

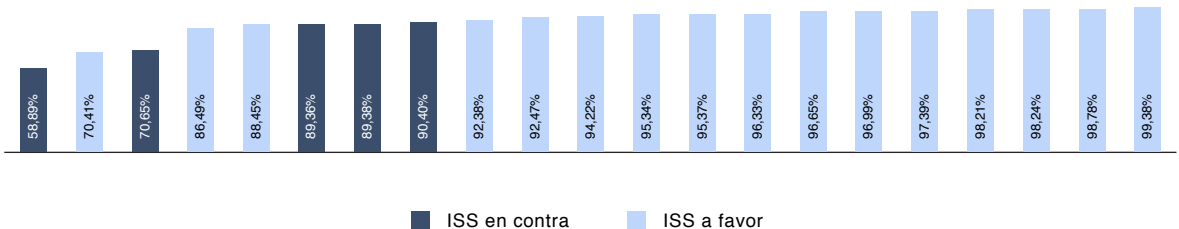
En el Top 40 del Mercado Continuo, la compañía que obtuvo el menor número de votos favorables tiene un porcentaje de apoyo de 61,92%, mientras que la compañía con mejores resultados recibió un 100% de votos favorables. La media de votos favorables en el Top 40 del Mercado Continuo fue de 92,38% y 12 compañías recibieron un porcentaje de votos negativos superior al 10% del *quorum*. La influencia de las recomendaciones de ISS en los resultados de las juntas del Top 40 del Mercado Continuo es menor que en el Ibex-35. Por ejemplo, nueve de las 14 compañías que recibieron un apoyo superior al 99% del *quorum* habían obtenido una recomendación no favorable de ISS. Este menor impacto de las recomendaciones de ISS se debe a que el nivel de *free-float* de estas compañías es más bajo que el de las empresas del Ibex-35 y, por consiguiente, tiene un menor número de inversores institucionales activos en materia de gobierno corporativo.

**Mercado Continuo: IARC**  
**Nivel de apoyo y recomendaciones de los proxy advisors**



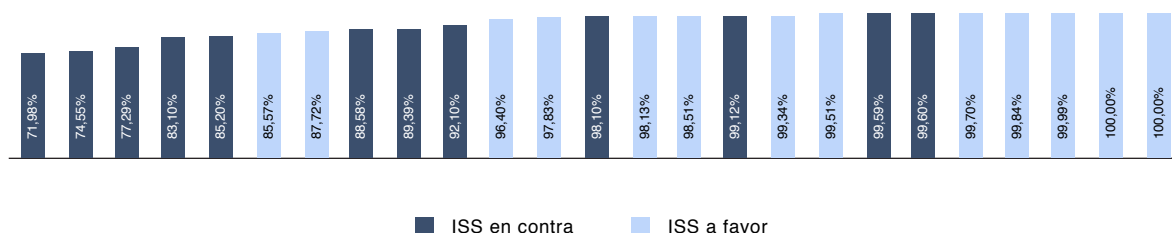
En 2018, los principales *proxy advisors* para las empresas del Ibex-35 emitieron cinco recomendaciones no favorables, que afectaron a las mismas compañías y tanto al IARC como a la política de remuneraciones.

**Ibex-35: Política de remuneraciones**  
**Nivel de apoyo de los inversores institucionales**



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

**Mercado Continuo: Política de remuneraciones**  
**Nivel de apoyo de los inversores institucionales**



### 2.2.3. MODIFICACIÓN DEL CAPITAL SOCIAL

En la Temporada de Juntas 2018, las propuestas de modificación de estructura de capital más frecuentes en las sociedades del Ibex-35 y del Top 40 del Mercado Continuo fueron:

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

Los temas más controvertidos para los inversores institucionales y los *proxy advisors* durante esta Temporada de Juntas han afectado a las ampliaciones de capital social. Si analizamos las razones que se han hecho públicas para justificar el rechazo de este tipo de propuestas, son principalmente tres:

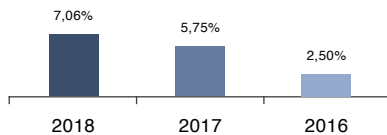
- El importe del aumento de capital que, en ocasiones, no cumple con los límites fijados en las políticas de voto de los inversores institucionales, que oscilan entre el 5% y el 300% del capital social.

- La exclusión de los derechos de suscripción preferente. Algunos inversores votan en contra de cualquier propuesta que incluya una exclusión de los derechos de preferencia y, por tanto, conlleve una dilución de su participación en el capital. Otros inversores aceptan este tipo de propuestas, siempre y cuando el importe de la emisión no sea superior al 33% del capital.
- La excesiva duración del periodo de autorización que se otorga al consejo para acordar el aumento de capital.

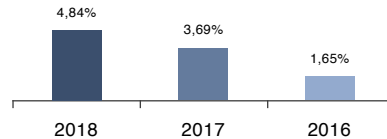
### Resultados en las votaciones en materia de modificación del capital y evolución en los últimos tres años

El porcentaje de votos en contra en las propuestas relativas a ampliaciones de capital y emisión de instrumentos convertibles ha aumentado considerablemente en los últimos tres años, tanto en el Ibex-35 como en el Top 40 del Mercado Continuo. En 2018, el porcentaje de voto en contra fue del 7,06% en el caso de las compañías del Ibex-35 y del 4,84% en el caso de las empresas del Top 40 del Mercado Continuo (se observa entre ellas una diferencia de 2,2 puntos porcentuales).

**Ibex-35: Promedio de voto en contra en ampliaciones del capital**



**Mercado Continuo: Promedio de voto en contra en ampliaciones del capital**

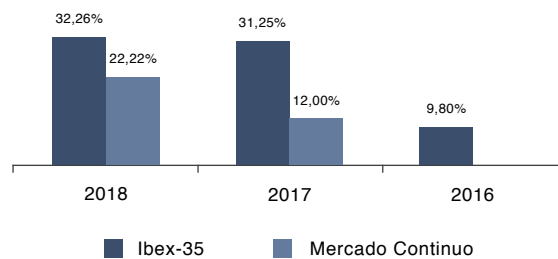


*El porcentaje de votos en contra en las propuestas relativas a ampliaciones de capital y emisión de instrumentos convertibles ha aumentado considerablemente en los últimos tres años, tanto en el Ibex 35 como en el Top 40 del Mercado Continuo.*

Si analizamos los acuerdos 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 han recibido más del 10% de votos en contra en las empresas del Ibex-35 ha aumentado de manera relevante en los últimos tres años.
- En 2016, ninguna propuesta de una empresa del Top 40 del Mercado Continuo obtuvo más del 10% de votos en contra pero, en los dos años posteriores, aumentó considerablemente el porcentaje de propuestas que recibieron esta oposición. Se produjo un incremento anual de, aproximadamente, 10 puntos porcentuales.

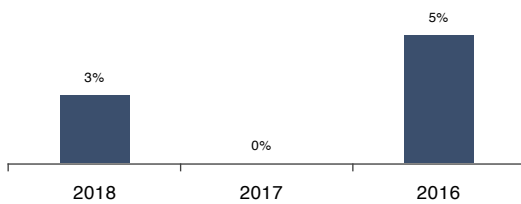
**% de resoluciones con más de 10% del *quorum* en contra**



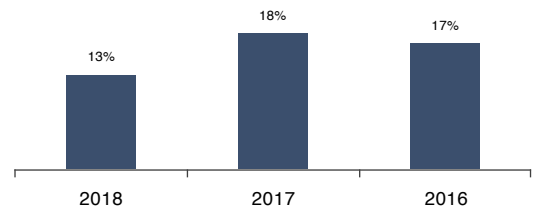


Si contrastamos esta información con las recomendaciones emitidas por ISS, tanto para el Ibex-35 como para el Top 40 del Mercado Continuo, los datos revelan una tendencia inversa. Es decir, ISS ha penalizado menos las propuestas de aumento de capital en los últimos años. Por tanto, los inversores han tomado sus decisiones de voto independientemente de la recomendación de ISS. En las políticas de ISS, el límite para los aumentos de capital con exclusión del derecho de suscripción preferente es del 20% del capital. En 2019, ISS endurecerá sus criterios y este límite del 20% se reducirá al 10% del capital. Las políticas de los inversores institucionales varían pero, de aquellos que publican un límite, casi la mitad (45%) especifica un umbral inferior al 20%. Por tanto, en la actualidad, estos inversores son más estrictos que ISS al emitir su voto.

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

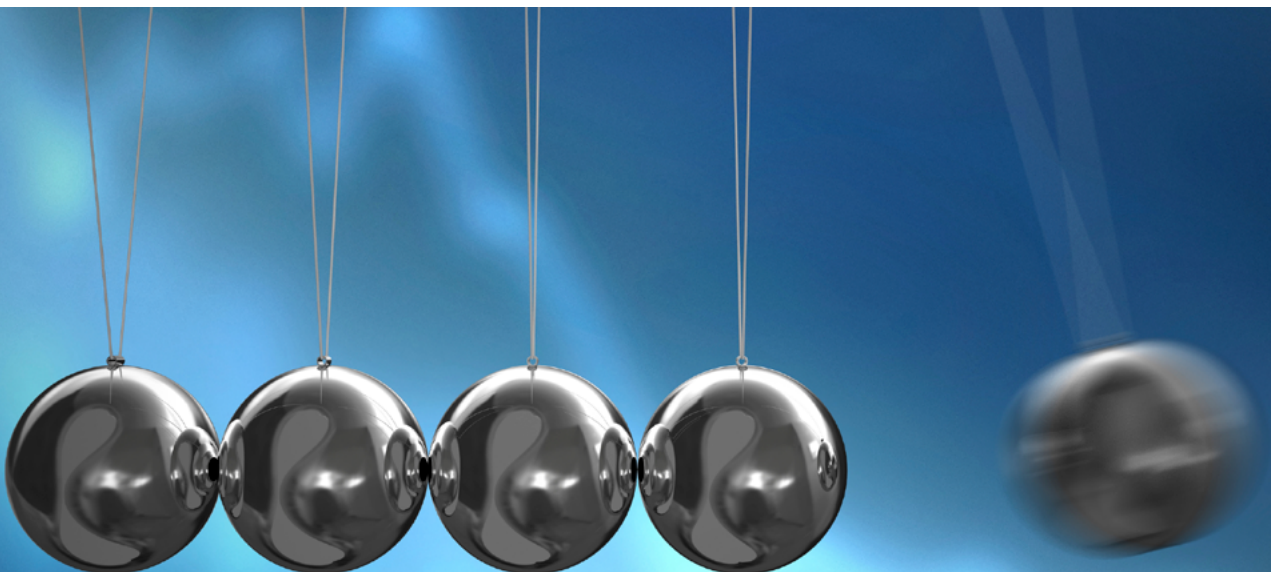


**ISS: Recomendaciones de voto no favorables para empresas del Mercado Continuo**



Cabe destacar que, a partir de 2019, ISS endurecerá sus criterios para emitir una recomendación favorable en los aumentos de capital. El importe del aumento de capital, no podrá ser superior al:

- 10% del capital social, cuando se excluya el derecho de suscripción preferente (actualmente, el umbral es del 20% del capital social).
- 50% del capital social, cuando exista derecho de suscripción preferente (actualmente, el límite es el 100% del capital social).



# 3

## ACTIVISMO ACCIONARIAL

### 3.1 INTRODUCCIÓN

En los últimos años se ha popularizado el concepto del denominado “activismo accionarial”, tanto en nuestro mercado como en los países de nuestro entorno. El propósito de este capítulo es explicar a qué nos referimos por “activismo accionarial”, cuáles son las principales demandas del accionista activista, qué estrategias suelen utilizar y qué medidas puede adoptar una sociedad cotizada ante este fenómeno.

### 3.2 ¿QUÉ ES EL “ACTIVISMO ACCIONARIAL”?

Utilizamos el término “activismo accionarial” para referirnos a las actuaciones que puede llevar a cabo un inversor institucional para influir directamente en la gestión de una sociedad cotizada y provocar un cambio, que podrá afectar a la administración de la compañía en general o a una operación concreta (por ejemplo, a la separación o venta de una determinada de rama de actividad). Por lo tanto, no lo estamos empleando para hacer mención al conjunto de medidas destinadas a luchar contra la apatía de los accionistas de las sociedades cotizadas. Este último es uno de los principales propósitos de la Directiva de Derechos de Accionistas (Directiva 2017/828/UE), que no impone un deber fiduciario de voto a los inversores institucionales, pero sí requiere una mayor transparencia sobre su forma de operar al obligarles a informar sobre sus políticas de voto y sus estrategias de inversión a través de un conjunto de recomendaciones sometidas al principio de “cumplir o explicar”.

Tampoco utilizamos el término “inversor institucional” con la misma acepción que la Directiva de Derechos de Accionistas, que lo emplea para referirse exclusivamente a las empresas que llevan a cabo actividades de seguros de vida y reaseguro y los fondos de pensiones de empleo. El concepto de “inversor institucional” que utilizamos es mucho más amplio y hace mención a aquellas entidades que canalizan la inversión de una pluralidad de personas, asumiendo la gestión y decisión sobre las inversiones. Se trata de un término que engloba a entidades con un perfil muy diferente cuyos intereses y estrategias de inversión difieren sustancialmente y que, en algunos casos, están sometidas a restricciones o condiciones de inversión y en otros no. En la práctica, esto conlleva que el grado de activismo de estos inversores institucionales y sus intereses sean muy distintos, como exponemos a continuación.

Algunos inversores institucionales, como los fondos de pensiones o las entidades aseguradoras, están sometidos a una regulación restrictiva que les obliga a tener una



11,00.00

---

*Accionista activista es aquel que considera que los gestores no están maximizando el potencial valor de una compañía y trata de promover un cambio.*



cartera diversificada de inversiones y, tradicionalmente, han mantenido una actitud más pasiva en las sociedades en las que participan. Es decir, se han interesado más por la rentabilidad a largo plazo de su inversión y no se han implicado tanto en la gestión de las sociedades a través del ejercicio de sus derechos de voto. En el pasado, se limitaban a no votar, a hacerlo a favor de las propuestas del consejo y, en los casos en los que no estaban de acuerdo, en lugar de emitir un voto en contra, optaban por desinvertir de la compañía. En los últimos tiempos, estos inversores tienden a votar tomando en consideración las pautas de sus asesores de voto (*proxy advisors*), lo que les permite defender frente a sus clientes que han actuado de manera informada y diligente. En la práctica, suelen pronunciarse sobre cuestiones de gobierno corporativo como las que hemos identificado en nuestra investigación (p.ej., nombramiento y reelección de consejeros, diversidad en la composición del consejo, política de remuneraciones o separación del cargo de presidente del consejo y primer ejecutivo).

Este perfil de inversor institucional es muy distinto, por ejemplo, al de los fondos de inversión alternativos (*hedge funds*) que, con carácter general, no están sujetos a restricciones en la composición de sus carteras o a condiciones de permanencia. Invierten lo que estiman oportuno (lo que, en muchos casos, se traduce en la adquisición de una participación significativa), generalmente, en compañías donde consideran que un cambio en la estrategia puede generar una mayor rentabilidad. Esto les lleva a involucrarse más en la gestión de las compañías, sin que por ello su horizonte temporal de inversión deje de ser el corto plazo. La forma en la que invierten en las sociedades es también distinta a la de otros inversores institucionales. Por una parte, porque, como hemos apuntado antes, generalmente, no están sujetos a una normativa que les obligue a no traspasar determinados umbrales o a diversificar sus inversiones. Y, por otra, porque no articulan su inversión necesariamente a través de una compra o suscripción de acciones. Frecuentemente, recurren a fórmulas más complejas mediante el uso de instrumentos derivados o préstamos de valores. Precisamente esta circunstancia motivó una reforma del régimen de comunicación de participaciones significativas para, entre otros, facilitar al mercado información sobre esta participación económica de los *hedge funds* en las sociedades (incluyendo las participaciones en corto), que no otorga derechos de voto, pero sí les permite influir en la gestión de las compañías o, por lo menos, en la posible evolución de su cotización. Por esta razón, hoy en día no se debe notificar solo la tenencia de derechos de votos sino también la de instrumentos financieros que confieran derecho a adquirir acciones ya emitidas que atribuyan derechos de voto o que tengan un efecto económico similar. En este último caso, resulta irrelevante si el instrumento financiero se liquida por entrega física de los valores subyacentes o en metálico.

En definitiva, partimos de una categorización amplia de “inversor institucional” que incluye a sujetos muy distintos que, con frecuencia, persiguen intereses diferentes. En unos casos, centrarán sus actuaciones en el gobierno corporativo de la sociedad mientras que, en otros, además, tratarán de influir en su estrategia empresarial.

### 3.3 ¿CUÁLES SON TRADICIONALMENTE LAS DEMANDAS DE LOS ACCIONISTAS ACTIVISTAS?

Un inversor institucional que actúa como accionista activista es aquel que considera que los gestores no están maximizando el potencial valor de una compañía y trata de promover un cambio. En la práctica, un accionista con una participación muy reducida puede tratar de provocar este cambio, pero su capacidad de influencia es mucho menor. Por ejemplo, podrá elevar propuestas a la junta, pero habitualmente tendrá muchas dificultades para conseguir su aprobación por parte del resto de los accionistas. Por ello, centraremos nuestra exposición en las pretensiones más comunes de los inversores institucionales y las estrategias que suelen utilizar para llevarlas a cabo, sin perder de vista la heterogeneidad de este tipo de inversores y sus distintos intereses.

Las principales demandas de los accionistas activistas suelen ser:

- La modificación de la composición del consejo con vistas a una mejora del gobierno corporativo.
- La toma del control del consejo de administración para impulsar un cambio en la estrategia de la compañía. En España, es importante tener en cuenta que este objetivo podría desencadenar la obligación de formular una OPA si se designa a la mayoría de los miembros del consejo en los 24 meses posteriores a la adquisición de una participación inferior al 30% de los derechos de voto de la sociedad cotizada. Este es un supuesto de OPA obligatoria, característico de nuestro ordenamiento jurídico, que no existe en otros países de nuestro entorno.
- El incremento del precio de cotización de la acción, que no constituya una práctica de manipulación de mercado, con el fin de vender su participación y rentabilizar su inversión.
- El fomento de una potencial OPA sobre las acciones de la sociedad con el propósito de vender su participación a un precio que incluya la prima de control.
- La aprobación de una distribución de dividendos o reservas entre los accionistas.
- La revisión de la política de remuneraciones de los consejeros.
- La desinversión de los activos menos rentables o la partición de la empresa en la creencia de que, por ejemplo, las ramas de negocio separadas tendrán mayor valor que unidas.
- La supresión de medidas anti-OPA.
- La influencia sobre, u oposición a, una determinada operación.

### 3.4 ¿QUÉ ESTRATEGIAS PUEDE UTILIZAR UN ACCIONISTA ACTIVISTA EN ESPAÑA?

El alcance de las actuaciones que podrá llevar a cabo el inversor institucional estarán condicionadas por el tamaño de su participación en el capital de la sociedad cotizada. Algunas de las estrategias que exponemos a continuación están vinculadas al ejercicio de derechos de minoría que requieren, al menos, una participación del 3%.

#### 3.4.1 Diálogo con los gestores de la compañía (*shareholders engagement*)

Generalmente, cuando un inversor institucional tiene alguna inquietud o preocupación trata de reunirse con el equipo gestor de la sociedad cotizada. Cada vez es más frecuente que los inversores soliciten reunirse no solo con el equipo de relaciones con inversores, sino también con los miembros de la asesoría jurídica especializados en gobierno corporativo e incluso con el consejero delegado o algún otro consejero. Es importante recordar que, en el contexto de estas reuniones, la compañía, sus consejeros y directivos deben cumplir con (i) el principio de igualdad de trato a los accionistas que se encuentren en posiciones idénticas, (ii) la prohibición de comunicación ilícita de información privilegiada y, además, (iii) en el caso de los consejeros, sus deberes fiduciarios y, más concretamente, su deber de secreto.

#### 3.4.2 Ejercicio del derecho de información

Si en sus reuniones con los gestores de la compañía el inversor no obtiene la información que espera, tratará de acceder a ella de otra manera. El derecho de información del accionista es un derecho fundamental e inherente a la condición de socio. Sin embargo, no se trata de un derecho genérico e indeterminado que le permita reclamar, en todo momento, cualquier información. Por el contrario, debe ejercitarse siempre en los términos previstos en la Ley y teniendo en cuenta las particularidades del caso concreto. Por ello, es importante que, tanto el inversor institucional como la sociedad, se asesoren debidamente sobre el alcance de la información que tienen derecho a solicitar u obligación de facilitar, según sea el caso.

Con motivo de la convocatoria de una junta, un accionista puede solicitar por escrito, hasta el quinto día anterior al previsto para la celebración de la junta o verbalmente durante la junta, las informaciones o aclaraciones que estime precisas

---

***El alcance de las actuaciones que podrá llevar a cabo el inversor institucional estarán condicionadas por el tamaño de su participación en el capital de la sociedad cotizada.***

acerca de los asuntos comprendidos en el orden del día, en el informe del auditor o en la información que la sociedad hubiera facilitado a la CNMV desde la celebración de la última junta. Las preguntas y contestaciones realizadas por escrito se incluirán en la web de la sociedad.

Los consejeros tienen obligación de proporcionar esta información, salvo que:

- Ya esté disponible en la página web de la compañía en formato pregunta-respuesta, en cuyo caso podrán remitirse al contenido de la web.
- Resulte innecesaria para la tutela de los derechos del accionista, existan razones objetivas para considerar que podría utilizarse para fines extra sociales o su publicidad pueda perjudicar a la sociedad o a las sociedades vinculadas. Cuando la solicitud de información esté apoyada por, al menos, el 25% del capital social, los consejeros no podrán denegarla.

En ocasiones, cuando el inversor institucional tiene una participación significativa o relevante que le ha permitido tener acceso al consejo de administración, se plantea la cuestión de si es posible que el consejero dominical que está vinculado a él le facilite información. Se trata de un asunto complejo, que excede al ámbito de este estudio y en el que existe un debate doctrinal. En todo caso, conviene recordar que el deber de lealtad del consejero le obliga a guardar secreto sobre las informaciones a las que accede en el desempeño de su cargo y, la normativa de abuso de mercado, prohíbe a quien disponga de información privilegiada comunicarla a un tercero, salvo que lo haga en el normal ejercicio de su trabajo, profesión o funciones. No existe actualmente en la normativa española una excepción expresa a estas obligaciones para el flujo de información entre un consejero dominical y el accionista que hubiese propuesto su nombramiento.

### 3.4.3 Campaña en los medios de comunicación y en las redes sociales

El accionista activista puede hacer uso de los medios de comunicación para dar publicidad a sus críticas y propuestas de cambio. Esta ha sido una estrategia tradicionalmente utilizada en el mercado estadounidense por los accionistas activistas.

Además, en los últimos años, los accionistas activistas han hecho un uso cada vez mayor de las redes sociales e Internet para atraer el interés del resto de los accionistas y movilizarlos.

### 3.4.4 Presentación de sus propuestas de cambio a los accionistas

El accionista activista que tenga una participación de, al menos, el 3% del capital social puede tratar de elevar sus propuestas de cambio a la junta general de accionistas. Simplificando, podrá hacerlo a través de:

- Una **solicitud de convocatoria de junta** a los administradores, indicando los asuntos que quiere tratar.

- Una solicitud de publicación de un **complemento a la convocatoria de una junta ordinaria**, añadiendo uno o más puntos en el orden del día que deberán estar debidamente justificados.
- Una **propuesta alternativa de acuerdo** sobre asuntos ya incluidos en el orden del día o incorporados a través de una solicitud de complemento de orden del día.
- Durante el transcurso de la junta, el inversor institucional podrá hacer uso de su **derecho de intervención** durante el debate para exponer sus propuestas y, si tiene una participación de, al menos, el 1% del capital social, podrá requerir la **presencia de Notario** para que levante acta del contenido de la junta.
- Existen algunas **propuestas relacionadas con la administración de la sociedad** que un inversor institucional puede plantear, con independencia de cuál sea su participación en el capital social, en especial:
  - La destitución del consejero que haya infringido cualquiera de las prohibiciones establecidas en la Ley de Sociedades de Capital para ejercer el cargo o que desarrolle actividades competitivas cuando el riesgo del perjuicio para la sociedad sea relevante.
  - La solicitud a la junta de un acuerdo para entablar una acción social de responsabilidad, que no tendrá porqué constar en el orden del día de la junta.

Asimismo, podrá interponer una acción individual de responsabilidad por actos de los administradores que lesionen directamente sus intereses.

- El accionista activista que quiera impulsar un cambio tendrá interés en **identificar al resto del accionariado** para contactar con él, explicarle sus propuestas y, en última instancia, tratar de que voten en favor de ellas o le deleguen el voto a través de una **solicitud pública de representación (proxy fight)**.

Dicho brevemente, las asociaciones de accionistas que representen, al menos, el 1% del capital y los accionistas que tengan una participación individual o conjunta de, al menos, un 3% del capital social, podrán solicitar a Iberclear la identidad del accionariado. Tendrán derecho a utilizar estos datos únicamente para el ejercicio de sus derechos y la mejor defensa de sus intereses comunes y, en caso de un uso abusivo o perjudicial de esta información, serán responsables de los daños y perjuicios causados.

Los datos que facilita Iberclear permiten conocer a quienes figuran en los registros formales como accionistas, que no son siempre quienes soportan el riesgo de la inversión y determinan el sentido del voto. Este es el caso de los intermediarios financieros que utilizan algunos inversores, especialmente extranjeros, para canalizar su inversión en las sociedades cotizadas españolas. Estos intermediarios figuran formalmente como accionistas, pero actúan como fiduciarios de sus clientes-inversores, que son quienes, en última instancia, pueden decidir el sentido del voto y con quien los accionistas activistas tendrán interés en contactar. Por esta razón, y porque solo aquellos que tengan una participación mínima del 3% pueden pedir a Iberclear la identidad del accionariado, es frecuente que los accionistas

activistas contraten a un consultor (*proxy solicitation agent*) para que les ayude a identificar y contactar con los “titulares materiales” de las acciones, que pueden determinar el sentido del voto.

Como señalamos en nuestra investigación del año pasado, la Directiva (UE) 2017/828 reconoce la importancia de la identificación de accionistas para facilitar su implicación en la compañía. Sin embargo, no obliga a identificar a los “titulares materiales” de las acciones, cuando estos no sean considerados accionistas conforme a la normativa nacional, como sucede en España. No obstante, no cabe duda de que la incorporación de la Directiva (UE) 2017/2018 brinda una oportunidad al legislador español para reconsiderar, en los próximos meses, la cuestión de la identificación de los “titulares materiales” de las acciones en las cadenas de intermediación.

### 3.4.5 Acceso al consejo de administración

Con el fin de trasladar sus inquietudes al seno del consejo, el inversor puede:

- Proponer a la junta el nombramiento de uno o varios consejeros.
- Designar a uno o varios consejeros a través del **sistema de representación proporcional** si, de manera individual o agrupada, reúne una cifra de capital social igual o superior al resultado de dividir la cifra de capital entre el número de miembros del consejo.

Existen pocos precedentes en los que, de manera formal, se haya utilizado el sistema de representación proporcional para designar a un consejero en una sociedad cotizada. Sin embargo, en la práctica, los accionistas con una participación relevante sí suele esgrimirlo como argumento para facilitar que sus intereses estén debidamente representados en el consejo.





### 3.4.6 Posibles acciones legales

En ocasiones, los accionistas activistas amenazan al consejo con emprender acciones legales si no se adoptan las medidas que proponen o si se adoptan acuerdos de los que disiente.

El accionista que represente, individual o conjuntamente con otros, al menos el uno por mil del capital podrá impugnar:

- Los **acuerdos de la junta** que sean contrarios a la Ley, se opongan a los estatutos o al reglamento de junta o lesionen el interés social en beneficio de uno o varios accionistas o terceros. A estos efectos, se entiende que el interés social queda lesionado, entre otros, cuando un acuerdo, aunque no cause un daño al patrimonio social, se impone de manera abusiva por la mayoría. Es decir, cuando, sin responder a una necesidad razonable de la sociedad, se adopta por la mayoría en interés propio y en detrimento injustificado de los demás accionistas.

La acción de impugnación de estos acuerdos sociales caducará en el plazo de tres meses, salvo que sean contrarios al orden público, en cuyo caso la acción no caducará ni prescribirá.

- Los **acuerdos del consejo o de otros órganos colegiados**, en el plazo de 30 días desde que tuvieron conocimiento de ellos y siempre que no hubiere transcurrido un año desde su adopción. Las causas de impugnación serán las mismas que para los acuerdos de junta, con la particularidad de que, en este caso, también procederá por infracción del reglamento del consejo.



## 3.5 ¿QUÉ MEDIDAS PUEDE ADOPTAR UNA SOCIEDAD COTIZADA ANTE ESTE FENÓMENO?

### 3.5.1 Medidas preventivas

- Conocer el fenómeno del activismo accionarial, las principales demandas y estrategias de este tipo de accionistas, los precedentes del mercado y los derechos y herramientas de los que dispone un accionista activista conforme al Derecho español.
- Mantener una comunicación fluida con sus principales accionistas y destinar los recursos necesarios para poder escuchar y, en la medida de lo posible, atender sus inquietudes y peticiones.
- Realizar un seguimiento permanente de la composición del capital, los informes de analistas y las noticias que se publiquen en los medios y redes sociales sobre la compañía, el sector y sus competidores para poder detectar los potenciales riesgos y reaccionar lo más rápido posible. Entre otros, conviene monitorizar los volúmenes anormales de contratación, la actividad de préstamo de valores (que está muy vinculada con la operativa de derivados que, como hemos mencionado antes, es utilizada por muchos *hedge funds* para “invertir” en las sociedades) y la adquisición de derechos de voto con carácter previo a la celebración de la junta (no solo a través de la compra de acciones sino también de otros sistemas como, por ejemplo, la delegación de voto o el préstamo de valores).
- Estudiar las mejores prácticas internacionales de gobierno corporativo y las recomendaciones de los asesores de voto (*proxy advisors*).
- Llevar a cabo “auditorías internas” para identificar aquellas áreas susceptibles de mejora.

### 3.5.2 Medidas ante una concreta actuación

- Analizar, con detalle, el perfil del accionista activista (p.ej., estructura de propiedad, fortaleza financiera, debilidades y comportamiento pasado).
- Estudiar la viabilidad e idoneidad de sus peticiones y, en caso de considerarlo oportuno, plantear propuestas alternativas.
- Trasladar al mercado una respuesta sosegada a la actuación del accionista activista.
- Contactar con los principales accionistas para conocer su opinión acerca de las demandas del accionista activista. Si al final la compañía recaba el apoyo de accionistas relevantes será más sencillo contener la actuación del accionista activista.



- Preparar un guion detallado para ayudar a los consejeros en el desarrollo de la junta en la que se debatirán las propuestas del accionista activista. Este guion debe cubrir tanto cuestiones procedimentales como sustanciales e incluir las respuestas para los distintos escenarios que pudieran llegar a plantearse.
- Analizar las delegaciones de voto y comprobar que cumplen con todos los requisitos legales para ser consideradas válidas.
- Comunicar al mercado su visión sobre el debate de la junta y, en su caso, sobre los acuerdos adoptados.

Para asesorarles en el diseño y ejecución de estas medidas, las compañías suelen contratar los servicios de bancos de inversión, despachos de abogados, agencias de comunicación y consultores especializados en la identificación de accionistas, el fomento de las relaciones entre las compañías y sus socios, y el asesoramiento en el ejercicio del derecho de voto.



# 4

## COMPORTAMIENTO DE LOS PRINCIPALES INVERSORES INSTITUCIONALES EXTRANJEROS

### 4.1 COMPORTAMIENTO EN TÉRMINOS DE *ENGAGEMENT*

La Temporada de Juntas 2018 se ha caracterizado por el creciente esfuerzo de las empresas españolas para alinearse con las mejores prácticas internacionales de gobierno corporativo. Este esfuerzo es más notorio en las compañías del Ibex-35, donde la presencia de inversión extranjera es más elevada que en las empresas del Top 40 del Mercado Continuo, que tienen un menor *free-float*. Con el fin de alinearse con las mejores prácticas del mercado internacional, las sociedades establecen un diálogo continuo con los principales *stakeholders* de la sociedad y, más concretamente, con los inversores institucionales activos en el ámbito del gobierno corporativo y con los *proxy advisors* que más influyen a estos accionistas.

Desde Georgeson vemos una clara diferencia, en términos del nivel de apoyo recibido durante las juntas de accionistas, entre (i) las compañías que no realizan actividades de *engagement* con los principales actores internacionales, (ii) las compañías que entran en contacto con ellos únicamente para abordar los temas que se tratarán en su junta y (iii) las compañías que tienen una política de diálogo continua fuera de la temporada de juntas. Este último grupo es el que recibe mayor apoyo por parte de los inversores.

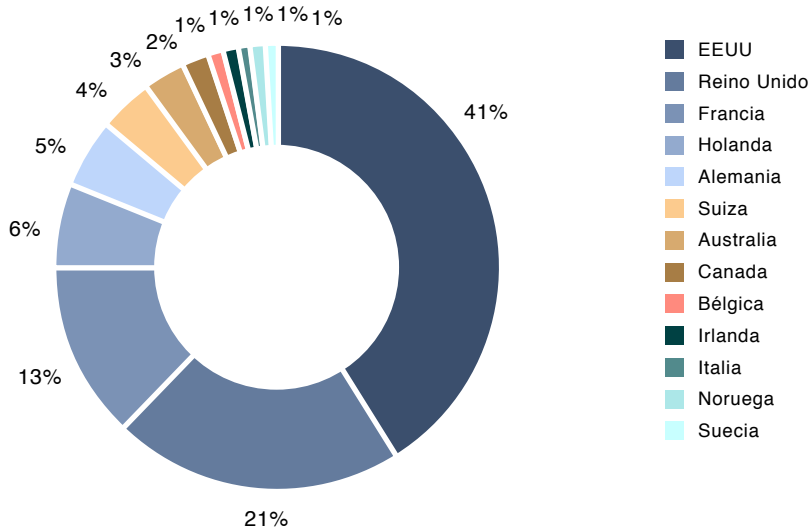
Cada vez es mayor la exigencia del mercado internacional para que las empresas establezcan un diálogo continuo fuera de la temporada de juntas y que el resultado de este diálogo se vea reflejado en la mejora de los estándares de gobierno corporativo y de responsabilidad social corporativa (ESG- *Environmental, Social and Governance*). En caso de que no se puedan atender las demandas de los inversores, se espera que la compañía exponga las razones, aplicando el principio de “*comply or explain*”.

### 4.2 ANÁLISIS DEL TOP 85 DE LOS INVERSORES INSTITUCIONALES Y DE SUS POLÍTICAS DE VOTO

Algunos de los temas de mayor preocupación para el Top 85 de los Inversores Institucionales analizados en este apartado han sido comentados en el capítulo 2 de este informe. Por ello, en este apartado, se presenta un detalle de otros aspectos que aún no han sido considerados.

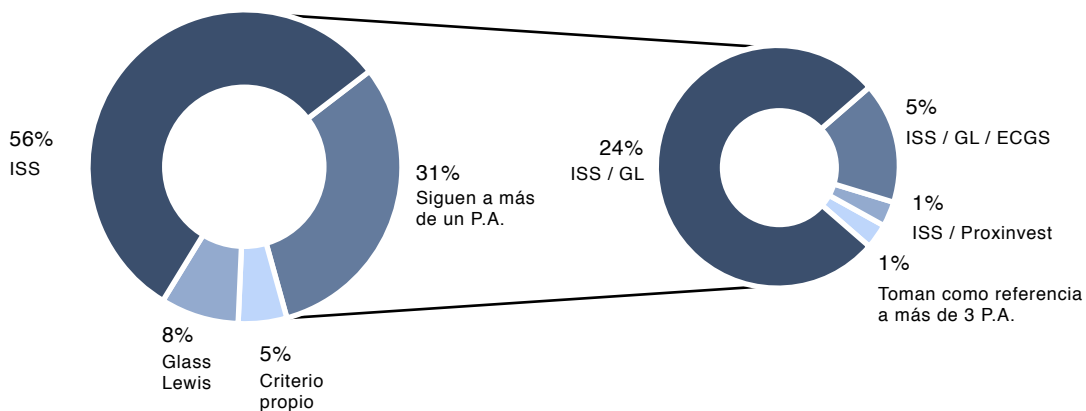
Si analizamos el origen geográfico de los 85 inversores, la gran mayoría (41%) proviene de Estados Unidos, seguido de un 24% procedente de Reino Unido y un 14% de Francia.


Origen geográfico de los inversores analizados



Del Top 85 de los Inversores Institucionales, 17 inversores muestran un alto nivel de dependencia de las recomendaciones de los *proxy advisors* a la hora de tomar sus propias decisiones de voto. Los 68 inversores restantes suelen emitir sus decisiones de voto conforme a una política de voto específica, aunque es cierto que la mayoría de ellos toma como referencia a uno o varios *proxy advisors*.

Dependencia de los *proxy advisors*





---

*Los inversores institucionales extranjeros son cada vez más exigentes a la hora de evaluar la composición de los consejos de administración.*

---

*Cada vez es más frecuente que los inversores fomenten la reelección anual de los consejeros.*

---

*El 52% de los inversores analizados considera que debería haber, al menos, un 50% de independientes en las comisiones del consejo, mientras que un 35% considera que las comisiones deberían estar formadas, en su totalidad, por consejeros independientes.*

---

*Un 47% de los inversores limitan la cuantía de la indemnización de los consejeros a dos anualidades de la retribución fija.*



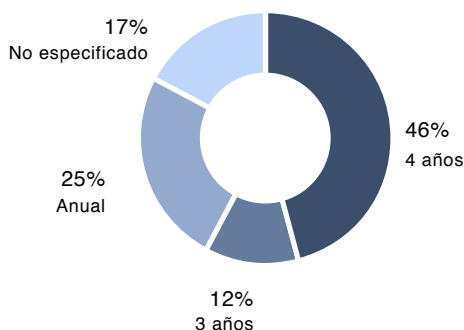
#### 4.2.1 Demandas de los inversores institucionales respecto de la estructura del consejo de administración

Como ya hemos comentado anteriormente, los inversores institucionales extranjeros son cada vez más exigentes a la hora de evaluar la composición de los consejos de administración. Temas como la independencia en el consejo y las comisiones, la separación de los cargos de presidente del consejo y del consejero delegado, o la diversidad en su sentido más amplio, se abordan cada año. Por ello, las compañías deben seguir esforzándose por alinearse con los estándares internacionales.

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

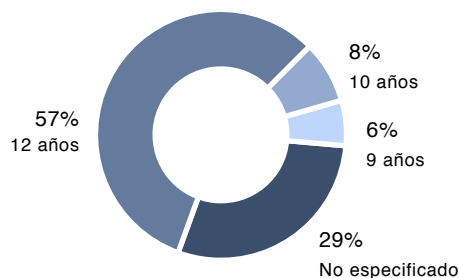
En cuanto a la duración del periodo de reelección de los consejeros<sup>5</sup>, debemos tener en cuenta que la práctica más habitual es de cuatro años (46% del Top 85 de los Inversores Institucionales), o menos. Cada vez es más frecuente que los inversores fomenten la reelección anual de los consejeros. No obstante, aunque los inversores indiquen en sus políticas de voto que los consejos deberían someterse a reelección con carácter anual, a la hora de emitir su voto, no suelen penalizarlos.

##### Intervalo máximo de reelección de consejeros



La Ley de Sociedades de Capital, no permite que sean considerados consejeros independientes quienes hayan sido consejeros durante un período continuado superior a 12 años. Sin embargo, en otros mercados la regla es más estricta y se exige un periodo inferior. Standard Life Aberdeen, un inversor con una importante presencia en el accionariado de las empresas españolas, establece un periodo máximo de nueve años en sus políticas.

##### Término máximo para ser considerado independiente

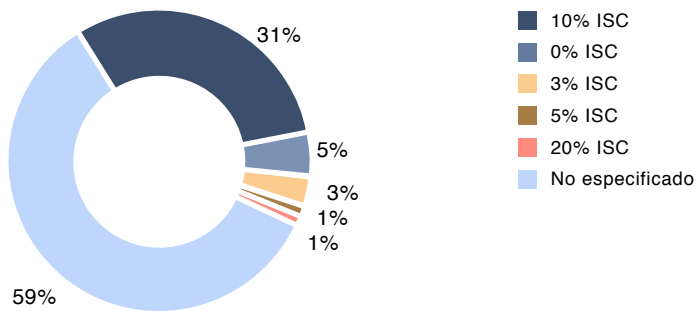


<sup>5</sup> De acuerdo a la Ley de Sociedades de Capital «Artículo 529 undecies. Duración del cargo. 1. La duración del mandato de los consejeros de una sociedad cotizada será la que determinen los estatutos sociales, sin que en ningún caso exceda de cuatro años. 2. Los consejeros podrán ser reelegidos para el cargo, una o varias veces, por periodos de igual duración máxima.»

## Participación de los consejeros en el capital social

En relación con la participación, directa o indirecta, en el capital, que un consejero puede tener para seguir siendo considerado independiente por el mercado, más de la mitad del Top 85 de los Inversores Institucionales no trata este tema en sus políticas y, la gran mayoría de los que sí lo especifican, lo limitan a un 10% del capital.

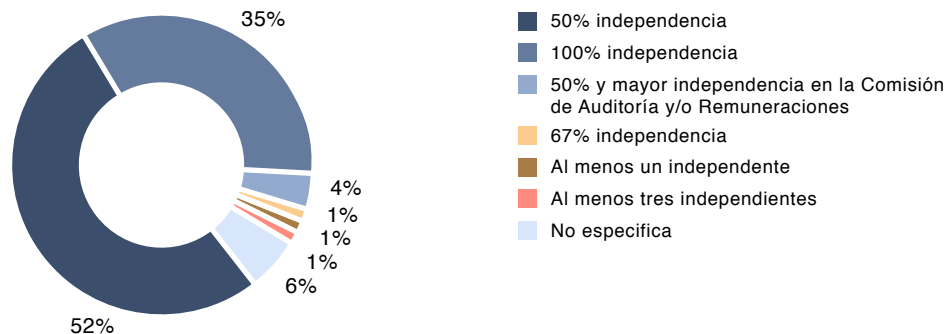
### % ISC para ser considerado independiente



## Estructura y composición de las comisiones del consejo

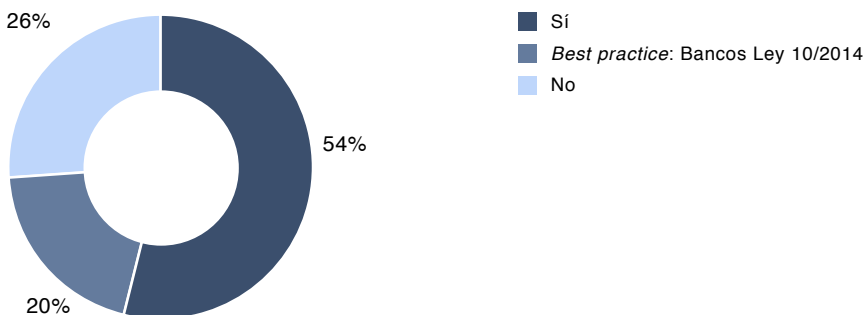
Hemos comentado anteriormente el nivel de independencia en los consejos de administración (ver apartado 2.2.1.). Si analizamos las exigencias del Top 85 de los Inversores Institucionales respecto de la presencia de independientes en las comisiones, vemos que hay diversidad de opiniones al respecto: el 52% considera que debería haber un mínimo de un 50% de independientes, mientras que un 35% considera que las comisiones deberían estar formadas, en su totalidad, por consejeros independientes.

### Proporción mínima de independientes en las comisiones



En cuanto a la estructura de las comisiones, poco más de la mitad del Top 85 de los Inversores Institucionales exige que la comisión de nombramientos y retribuciones estén separadas, mientras que un 20% limita esta separación al sector bancario y un 26% no detalla este tema en sus políticas.

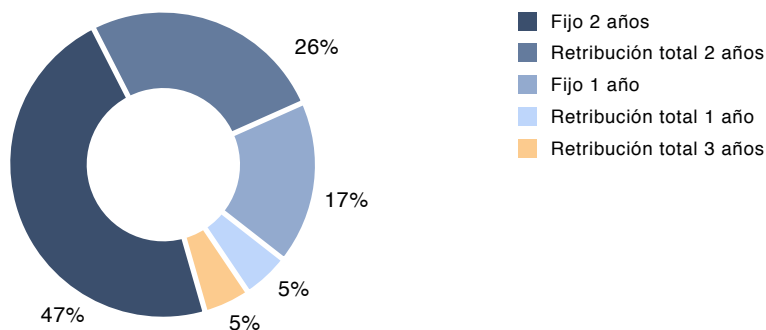
**Exigen que la comisión de nombramientos y retribuciones estén separadas**



**4.2.2. Demandas de los inversores institucionales en temas de retribución**

De los inversores que especifican en sus políticas de voto las cuantías de la indemnización a recibir por los consejeros por terminación de contrato, casi la mitad (un 47%) limitan el importe a un máximo de dos anualidades de la retribución fija, un 26% a un máximo de dos años de la retribución total, un 17% a un máximo de un año de la retribución fija y un 5% a un año de la retribución total. El 5% restante permite que sea, como máximo, de tres años de la retribución total.

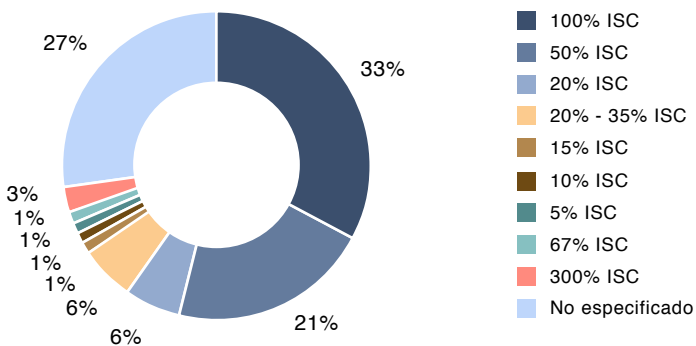
**Cuantía máxima de indemnizaciones por terminación de contrato**



### 4.2.3. Demandas de los inversores institucionales en las ampliaciones de capital

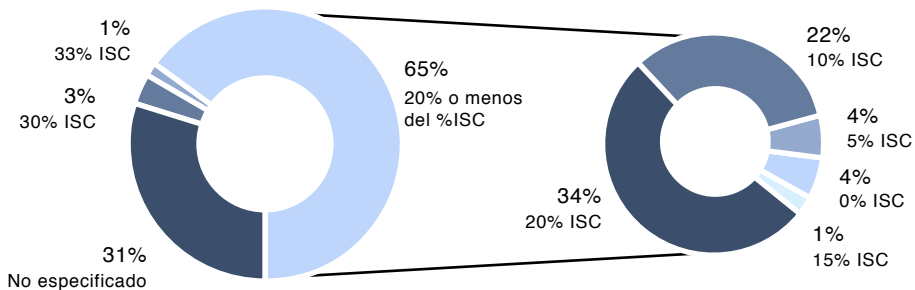
Algunos inversores institucionales señalan en sus políticas el importe de las ampliaciones de capital con derechos de suscripción preferente que, inicialmente, estarían dispuestos a aprobar. Un tercio acepta ampliaciones por un máximo del 100% del capital y, poco más de otro tercio, las aceptan siempre y cuando se limiten a un rango que va desde el 5% al 67% del capital. Solo dos inversores estarían dispuestos a aceptar ampliaciones cuyo importe supere tres veces el capital de la empresa. Por último, cabe resaltar que un 27% del Top 85 de los Inversores Institucionales no hace público dicho porcentaje.

**Autorizaciones para ampliaciones de capital: % ISC máximo**



En cuanto al límite máximo de ampliaciones de capital con exclusión del derecho de suscripción preferente, las políticas de voto del Top 85 de los Inversores Institucionales evidencian que son pocos los inversores que aceptan estas ampliaciones cuando su importe excede del 20% del capital. Solo un 34% acepta ampliaciones de capital con un límite del 20% y un 31% establece límites inferiores al 20%.

**Límite máximo con exclusión de derechos de suscripción preferente**





# 5

## ¿CÓMO PREPARAR LA TEMPORADA DE JUNTAS 2019?

Desde Georgeson podemos afirmar que la Temporada de Juntas 2019, planteará nuevos retos para las compañías cotizadas españolas, como consecuencia del aumento de la participación de los inversores extranjeros en su capital social y las crecientes demandas de estos inversores en materia de gobierno corporativo y en los ámbitos de responsabilidad social corporativa (ESG).

A continuación, resumimos las principales cuestiones en las que las compañías deberían centrar sus esfuerzos:

### Profesionalización del consejo y “*board refreshment*”, teniendo en cuenta:

- La importancia de contar con una **matriz de competencias del consejo**, que identifique los perfiles y capacidades que se requieren en este órgano, así como la forma en que cada consejero contribuye a enriquecer dicha matriz. En este contexto, los inversores demandan conocer el grado de involucración de la comisión de nombramientos y retribuciones en el proceso de nombramientos y, en su caso, la existencia de un asesor independiente para la búsqueda de candidatos.
- El especial interés que suscita la diversidad en el consejo entendida en sentido amplio (conocimientos, habilidades, experiencias, etc.). En este ámbito, cobra especial relevancia la **diversidad de género**. Algunos inversores institucionales, como State Street Global Advisors, han manifestado que votarán en contra de la reelección del presidente de la comisión de nombramientos cuando no haya mujeres en el consejo. Otros inversores más exigentes, como Natixis (Ostrum), Allianz Global o Hermes, establecen en sus políticas de voto un umbral mínimo de presencia de mujeres del 30%.
- La necesidad de contar con un sólido **proceso de evaluación de desempeño**, que permita identificar las fortalezas y áreas de mejora y, posteriormente, establecer un plan de acción.
- La conveniencia de disponer de un **programa de formación y actualización de conocimientos**, así como de un programa de bienvenida para los nuevos consejeros.
- La exigencia de un **plan de sucesión** detallado del presidente y del consejero delegado.

**Solo un 34% del Top 85 de los Inversores Institucionales acepta aumentos con exclusión del derecho de preferencia cuando su importe excede del 20% del capital mientras que un 31% de estos inversores establecen límites inferiores al 20% del capital.**

Es previsible que la composición del consejo, el ámbito retributivo, y las ampliaciones de capital, sigan siendo los temas más controvertidos en la próxima Temporada de Juntas.

- En relación con el **consejo**, el mercado evaluará especialmente la separación de cargos entre el presidente y el consejero delegado y el nivel de independencia del consejo de administración.
- En materia de **retribución**, las compañías tendrán que continuar realizando esfuerzos para mejorar el nivel de transparencia. Para ello, deberían valorar las prácticas de empresas que sean similares a ellas (*peers*), el porcentaje de retribuciones sujetas a riesgo, las métricas (financieras y no financieras) de desempeño existentes, sus ponderaciones, así como su grado de cumplimiento.
- En lo que respecta a las **ampliaciones de capital con exclusión del derecho de suscripción preferente**, existe un creciente número de inversores institucionales, que tienen establecido un umbral inferior al 20%<sup>6</sup>. Amundi, Schroders, APG y PGGM son algunos de los inversores que establecen en sus políticas un límite de 10%. Asimismo, los *guidelines* de ISS para la Temporada de Juntas 2019, endurecen los criterios de este *proxy advisor* para emitir una recomendación de voto favorable en los aumentos de capital con exclusión del derecho de suscripción preferente. Conforme al nuevo criterio, el importe de la ampliación no podrá exceder del 10% del capital social. Hasta ahora, fijaba este límite en el 20% del capital social.

---

6 Solo un 34% del Top 85 de los Inversores Institucionales acepta aumentos con exclusión del derecho de preferencia cuando su importe excede del 20% del capital. Un 31% de estos inversores establecen límites inferiores al 20% del capital.

La identificación de accionistas por parte de las compañías cobrará mayor relevancia.

Las actividades de engagement deberían realizarse fuera de la Temporada de Juntas (entre noviembre y febrero).

La importancia de contar con una matriz de competencias del consejo.

Es previsible que la composición del consejo, el ámbito retributivo, y las ampliaciones de capital, sigan siendo los temas más controvertidos en la próxima Temporada de Juntas.

Profesionalización del “board refreshment”.

Los aspectos sociales y medio ambientales cobrarán mayor fuerza.

- Los aspectos **sociales y medio ambientales** cobrarán mayor fuerza, en línea con lo que se ha observado en esta última temporada de juntas. Por ello, las compañías deberían adoptar un rol proactivo en la explicación de estos temas a los inversores. Asimismo, aspectos que tienen que ver con la supervisión adecuada de los **riesgos cibernéticos o los riesgos derivados del uso de las nuevas tecnologías**, seguirán siendo una preocupación para los inversores.
- Las **actividades de engagement** deberán constituir una prioridad para las compañías. Cada vez es más frecuente que los inversores exijan elevar, por una parte, el nivel de interlocución con la compañía a algún miembro del consejo y, por otra parte, que el interlocutor aporte un mayor nivel de conocimiento y experiencia en las materias tratadas. Estas actividades deberían realizarse fuera de la Temporada de Juntas (entre noviembre y febrero).
- La **identificación de accionistas** por parte de las compañías cobrará mayor relevancia, como consecuencia de las expectativas de un mayor activismo accionarial durante 2019 y de la creciente participación de los inversores institucionales extranjeros en el capital de las cotizadas españolas.



Georgeson



CUATRECASAS