

4ª EDICIÓN: OBSERVATORIO DE REMUNERACIONES EN ESPAÑA

# La retribución de los consejeros ejecutivos

Radiografía de las cotizadas españolas vs europeas, comportamiento del mercado y recomendaciones a futuro

Septiembre 2024

CERTAINTY | INGENUITY | ADVANTAGE

**Georgeson**



# ÍNDICE

## 1. Introducción

4

## 2. Principales hallazgos

7

## 3. Temporada de Juntas 2024 a nivel internacional - Europa

10

3.1 Comportamiento del mercado: *Snapshot* regional

3.2 "*Best practice*" en *disclosure* retributivo a nivel internacional

## 4. Temporada de Juntas 2024 en España

22

4.1 Motivos de penalización más frecuentes por parte del mercado

4.2 Impacto del comportamiento de voto de los inversores en los resultados de las juntas de accionistas

4.3 La importancia de la estructura de capital en los resultados de votos

4.4 Caso práctico: Incrementos de salario fijo al primer ejecutivo en España

## 5. Recomendaciones para la próxima Temporada de Juntas 2025

39

# Introducción



# INTRODUCCIÓN

Por cuarto año consecutivo, Georgeson ha elaborado el Observatorio sobre las retribuciones de los consejeros ejecutivos, con el fin de continuar aportando una visión práctica sobre un asunto que es de máxima actualidad y relevancia para las compañías cotizadas y sus grupos de interés.

Como en ediciones anteriores, en este informe se ponen sobre la mesa las preocupaciones y demandas de los inversores institucionales extranjeros y domésticos más relevantes -presentes en el capital de las cotizadas españolas-, y las de los principales proxy advisors, cuyas recomendaciones de voto impactan en el nivel de apoyo que reciben las propuestas retributivas en las juntas de accionistas.

**Novedad:** En esta 4ª edición, se ha analizado, además de la situación de las cotizadas españolas en materia retributiva, la de otros mercados europeos. Ello permitirá dar una visión sobre la realidad de las compañías a nivel internacional, así como identificar nuevas tendencias y buenas prácticas retributivas en materia de transparencia.

El informe se estructura en dos grandes bloques, en los que se analiza en profundidad los siguientes asuntos:

01

## Temporada de Juntas 2024 a nivel internacional

Se ha tomado como mercados comparables a dos mercados europeos, Reino Unido e Italia. El análisis regional contempla:

1. Los asuntos retributivos sometidos a aprobación en las juntas de las compañías europeas.
2. El comportamiento de los proxy advisors y el nivel de apoyo recibido por los inversores.
3. Identificación de buenas prácticas en *reporting* en los informes anuales de remuneraciones de los consejeros (en adelante "informes anuales de remuneraciones" o "IARC") de compañías que han obtenido un elevado nivel de apoyo por parte del mercado.

02

## Temporada de Juntas 2024 en España

En este apartado, se ha contemplado:

1. Los motivos de penalización más recurrentes por parte de proxy advisors e inversores institucionales en esta Temporada de Juntas 2024.
2. Una comparativa a nivel nacional en términos de capitalización, diferenciando entre las compañías del IBEX-35 e IBEX Medium Cap (IBEX-MC), incluyendo un análisis evolutivo de los resultados de junta, así como un análisis en términos de estructura de capital, distinguiendo entre resultados de quorum, capital flotante y capital flotante votante.
3. Un apartado con casos prácticos que permitan reflexionar sobre uno de los asuntos protagonistas en esta Temporada de Juntas: los incrementos salariales a los primeros ejecutivos. Desde Georgeson se han puesto sobre la mesa algunos ejemplos de cómo las compañías han abordado estos incrementos salariales, y la reacción del mercado ante estas propuestas.

# INTRODUCCIÓN

Tras este análisis, se han planteado una serie de **recomendaciones** que, desde la experiencia de Georgeson, puedan servir de guía a las compañías cotizadas españolas en la mejora continua de sus modelos retributivos.

## Premisas de partida para el análisis

El presente estudio se ha elaborado a partir de información pública, así como a partir del conocimiento que tiene Georgeson como experto en materia retributiva y proveedor de servicios de asesoramiento de las grandes cotizadas a nivel internacional.

Para la elaboración de esta edición, se han tomado como muestra los siguientes grupos de comparables:

- El mercado español, contemplando las compañías pertenecientes al índice IBEX-35, así como las pertenecientes al índice IBEX-MC, ambos índices en su composición a 22 de julio de 2024.
- El mercado europeo, contemplando las compañías pertenecientes a los índices de referencia, en los siguientes mercados europeos: Reino Unido (FTSE 100) e Italia (FTSE MIB).





## Principales hallazgos

# PRINCIPALES HALLAZGOS

Los asuntos retributivos, y en especial, aquellos que afectan a las retribuciones de los ejecutivos, se consolidan como uno de los más controvertidos en las juntas de accionistas a nivel global, encontrándose un año más entre los asuntos con mayor nivel de disidencia por parte del mercado.

A continuación, se presentan los principales hallazgos de esta 4ª edición del Observatorio de remuneraciones:



## Temporada de Juntas 2024 a nivel internacional

El análisis comparativo realizado entre las compañías pertenecientes a los mercados de Reino Unido (FTSE 100), Italia (FTSE MIB) y España (IBEX-35), pone de manifiesto las siguientes conclusiones:

- > Reino Unido es el mercado que ha recibido un mayor nivel de apoyo en la aprobación de sus informes anuales de remuneraciones correspondientes al ejercicio 2023 y sus políticas retributivas en esta Temporada de Juntas 2024, con una media de apoyo de 95,10% y 92,30%, respectivamente; lo que pone en evidencia que sus modelos retributivos y su nivel de *reporting* cumplen en mayor precisión con las expectativas del mercado.
- > En segundo lugar, se encuentra el mercado italiano, cuyas compañías han recibido un nivel de apoyo medio de 88,40% en sus informes anuales de remuneraciones y de 88,50% en sus políticas.
- > El mercado español se sitúa en tercer lugar, con el menor nivel de apoyo de los 3 países analizados, tanto en los IARC (87,68%), como en las políticas retributivas (84,88%), aunque merece la pena señalar que en la aprobación

de los IARCs se observa una tendencia creciente con respecto a ejercicios anteriores.

En materia de *reporting*, se han tomado como ejemplo de *best practice* en divulgación, 9 informes anuales de remuneraciones a nivel nacional e internacional. Los hallazgos identificados deben ser tomados en consideración por aquellas cotizadas españolas que quieran mejorar sus informes. Al respecto:

- > Entre los aspectos comunes de divulgación en los distintos informes, destacan: carta inicial del presidente/a de la comisión de remuneraciones; apartado específico sobre "*remuneration at a glance*"; información relativa a la actividad de *engagement* con inversores y proxy advisors; información sobre el mix retributivo; información ex ante sobre métricas, pesos y escalas de logro, así como información ex post sobre el nivel de cumplimiento individualizado; detalle sobre *benchmarks* retributivos; y compañías comparables (*peers*) en el cálculo del TSR de la retribución variable.
- > Si bien todos los informes anuales de remuneraciones de las compañías tomadas como ejemplo pueden ser considerados *best practice* en divulgación, desde la experiencia de Georgeson destacan, como los más completos y visuales, los informes de United Utilities, IAG y Repsol.

# PRINCIPALES HALLAZGOS

02

## Temporada de Juntas 2024 en España

En materia de inversores institucionales:

- > Entre los inversores institucionales extranjeros que con mayor frecuencia han penalizado a las compañías cotizadas españolas (IBEX-35 e IBEX-MC), en materia retributiva esta Temporada de Juntas 2024, se encuentran: Amundi Asset Management, Legal & General Investment Management, BNP Paribas Asset Management, Candriam Asset Management, Allianz Global Investors, AVIVA Investors y HSBC Global Asset Management.
- > En esta Temporada de Juntas, se ha observado una mayor actividad y protagonismo por parte de inversores institucionales domésticos, a nivel de engagement y ejercicio de su deber fiduciario. Entre ellos, destacan CaixaBank Asset Management y Santander Asset Management.
- > Los argumentos más comunes de penalización en materia retributiva se mantienen a lo largo de las últimas Temporadas de Juntas, sin embargo, en 2024 los “incrementos al salario fijo del primer ejecutivo” se han posicionado como uno de los motivos más recurrentes de voto en contra por parte de los inversores

institucionales, tanto en las compañías del IBEX-35 como en las IBEX-MC. Adicionalmente, argumentos como “posibilidad de pagos por debajo de la mediana”, “mix retributivo no enfocado al largo plazo”, “falta de divulgación del cumplimiento individualizado de las métricas y/o de los objetivos para calcular la retribución variable”, y “falta de respuesta ante una disidencia elevada” se sitúan entre los más reiterados en las juntas.

En cuanto a los resultados en junta, tras comparar a las compañías pertenecientes al índice IBEX-35 vs las IBEX-MC, destaca lo siguiente:

- > En términos generales, los planes de incentivos a largo plazo son las propuestas que reciben mayor nivel de apoyo promedio por parte de los inversores, seguidos de las políticas, y por último de los informes anuales de remuneraciones.
- > Se observa que el promedio de voto en contra a los informes anuales de remuneraciones, cuando se analiza tomando en consideración el quórum, es ligeramente superior en las compañías del IBEX-35 (6,87%), que en las compañías del IBEX-MC (6,81%). Sin embargo, cuando los resultados de voto se analizan en relación con el capital flotante que participó en la junta de accionistas, los resultados se

invierten, recibiendo un promedio de voto en contra de 23,97% en las IBEX-35 vs un 28,82% en las IBEX-MC, casi 5pp por encima.

- > Al analizar las recomendaciones de voto de los proxy advisors, ISS y Glass Lewis, en materia retributiva, se observa un menor grado de alineación en las recomendaciones de ambos en esta última Temporada de Juntas 2024, produciéndose, en todos los casos, un mayor escrutinio por parte de Glass Lewis.

Por último, en esta Temporada de Juntas 2024 se ha visto como los incrementos al salario fijo han sido una práctica habitual entre las compañías cotizadas españolas, sin embargo, es importante señalar que la reacción ante estos incrementos por parte de los proxy advisors e inversores ha variado, dando lugar a escenarios muy dispares y, en algunos casos, mediáticos. Tras el análisis y reflexión de los casos prácticos, se concluye que la penalización a estos incrementos se ha visto condicionada en función de una serie de factores considerados como esenciales por el mercado, estos son, el quantum, la coherencia con otras medidas afines por parte de la compañía y el nivel de transparencia respecto al “*rationale*” divulgado por las compañías.



**Temporada de Juntas 2024  
a nivel internacional - Europa**

## 3.1 COMPORTAMIENTO DEL MERCADO: SNAPSHOT REGIONAL

En el presente apartado, se ha realizado un análisis comparativo en relación con las propuestas retributivas sometidas a aprobación en la Temporada de Juntas 2024 a nivel internacional. Para el análisis se han seleccionado, junto con el mercado español, dos mercados clave en Europa, Italia y Reino Unido, por la similitud en cuanto a normativa y principios de buen gobierno en materia retributiva con España, por la semejanza en sus modelos de gobierno corporativo (modelo *one-tier* o modelo monista), así como por el conocimiento y amplia experiencia de Georgeson en estos mercados.

Para el análisis de datos, se ha considerado el comportamiento de las compañías pertenecientes a los principales índices de cada mercado, en esta Temporada de Juntas 2024<sup>1</sup>.

- > España: IBEX-35<sup>2</sup> (31 compañías analizadas)
- > Italia: FTSE MIB<sup>3</sup> (34 compañías analizadas)
- > Reino Unido: FTSE 100 (100 compañías analizadas)

Tras el análisis de datos, se desprende lo siguiente:

### Marco regulatorio y de buenas prácticas sobre Gobierno Corporativo

A diferencia de Reino Unido, Italia y España cuentan con normativa (*hard law*) y recomendaciones (*soft law*) que enmarcan las prácticas retributivas de las compañías. Si bien las compañías en Reino Unido únicamente cuentan con una guía de recomendaciones como marco de actuación, como se verá a continuación, es uno de los países cuyas compañías se encuentran mejor posicionadas en materia retributiva.



**Hard y soft law**



**Hard y soft law**



**Soft law**



<sup>1</sup>Para los mercados de Italia y Reino Unido la fuente de información para el análisis es el informe elaborado por Georgeson "2024 European AGM Season Review", que abarca las juntas celebradas entre el 1 de julio de 2023 y el 30 de junio de 2024.

<sup>2</sup>Para el análisis se ha tomado en consideración la composición del índice con fecha 22 de julio de 2024, excluyendo 2 compañías por estar sujetas a normativa internacional, 1 por no haber publicado sus resultados a fecha de elaboración de este informe, y 1 debido a su reciente salida a bolsa.

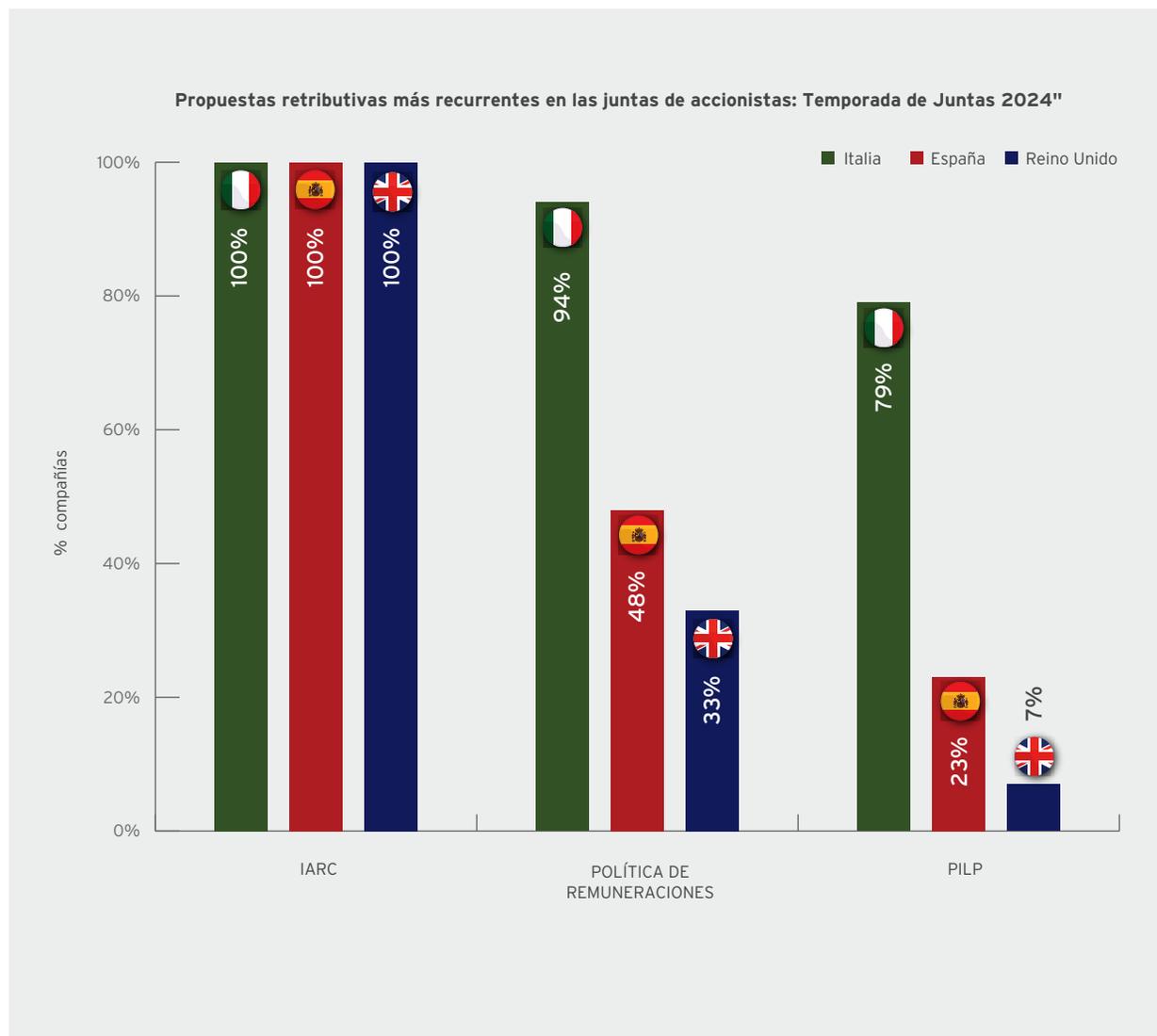
<sup>3</sup>Se han excluido 6 compañías cuyas sedes sociales se encuentran ubicadas fuera de Italia.

## 3.1 COMPORTAMIENTO DEL MERCADO: SNAPSHOT REGIONAL

### Propuestas retributivas más recurrentes en las juntas de accionistas

Las propuestas más recurrentes llevadas a aprobación en la Temporada de Juntas 2024, en los 3 mercados analizados, son:

- > El voto consultivo del IARC -llevado por el 100% de las compañías-, dado el carácter obligatorio que tiene su aprobación, con carácter anual, en todos los mercados.
- > En cuanto al número de propuestas relativas a políticas de remuneraciones y planes de incentivos a largo plazo (PILP) sometidos a aprobación, los datos son más heterogéneos dado que responden a los requerimientos específicos de cada mercado.



## 3.1 COMPORTAMIENTO DEL MERCADO: SNAPSHOT REGIONAL

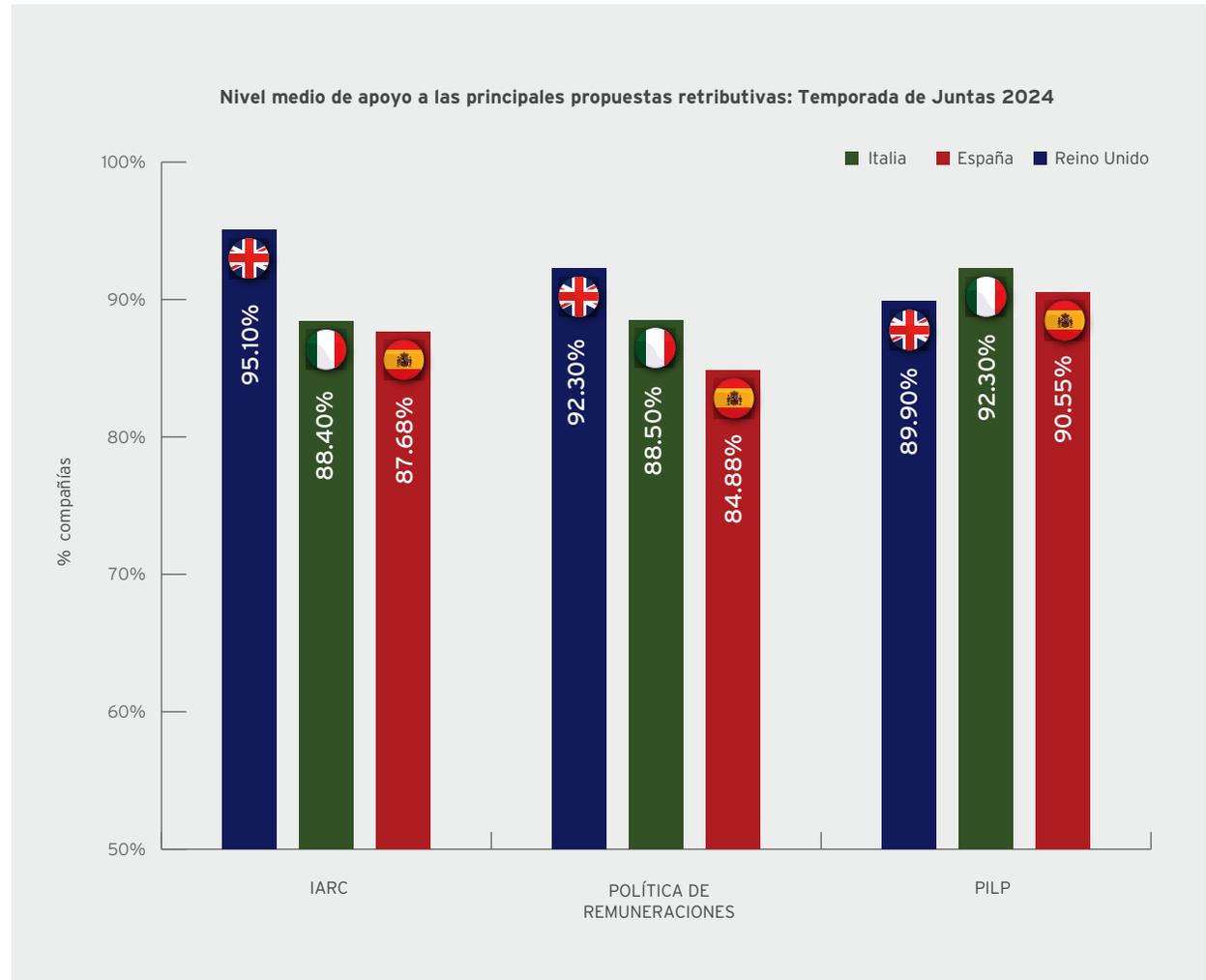
### Nivel medio de apoyo a las propuestas retributivas

Se observa que Reino Unido es el mercado que ha recibido un mayor nivel de apoyo en sus informes anuales de remuneraciones correspondientes al ejercicio 2023, con una media de apoyo de 95,10%, poniendo en evidencia que los informes pertenecientes a este país cumplen en mayor precisión con los principios que los inversores y proxy advisors recogen en sus políticas de voto. Italia y España recibieron un nivel de apoyo medio de 88,40% y 87,68%, respectivamente.

En relación con las políticas retributivas, una vez más, Reino Unido encabeza el nivel de apoyo, con un 92,30%.

Por último, en relación con las propuestas referentes a los planes de incentivos a largo plazo, se observa que el nivel de apoyo promedio (88,90%) es menor en las compañías de Reino Unido que en los otros mercados, esto se debe a dos propuestas que han recibido menor nivel de apoyo<sup>4</sup>.

Cabe destacar que las compañías españolas<sup>5</sup> han obtenido de media el menor nivel de apoyo de los 3 mercados analizados en los IARC (con un nivel de apoyo medio de 87,68%) y en las políticas retributivas (84,88% de apoyo medio), aunque muestran una tendencia creciente con respecto a ejercicios anteriores (para más detalle ver apartado 4.2 del presente documento).



<sup>4</sup> En una de las propuestas, el accionista de referencia se abstuvo y otra propuesta fue penalizada por considerarse que el incremento retributivo era excesivo.

<sup>5</sup> Debemos mencionar que, en el caso de España, varias compañías del IBEX-35 cuentan con un accionista significativo (Sociedad Estatal de Participaciones Industriales) que tiene por política abstenerse en la votación de asuntos retributivos.

### 3.1 COMPORTAMIENTO DEL MERCADO: SNAPSHOT REGIONAL

#### Número de propuestas retributivas rechazadas en las juntas de accionistas

En esta Temporada de Juntas 2024, tanto las compañías del Reino Unido como las españolas han aprobado todas sus propuestas retributivas. En cambio, en el caso de Italia, una compañía vio como sus tres propuestas en materia retributiva fueron rechazadas, debido a la abstención de su principal accionista<sup>6</sup>.

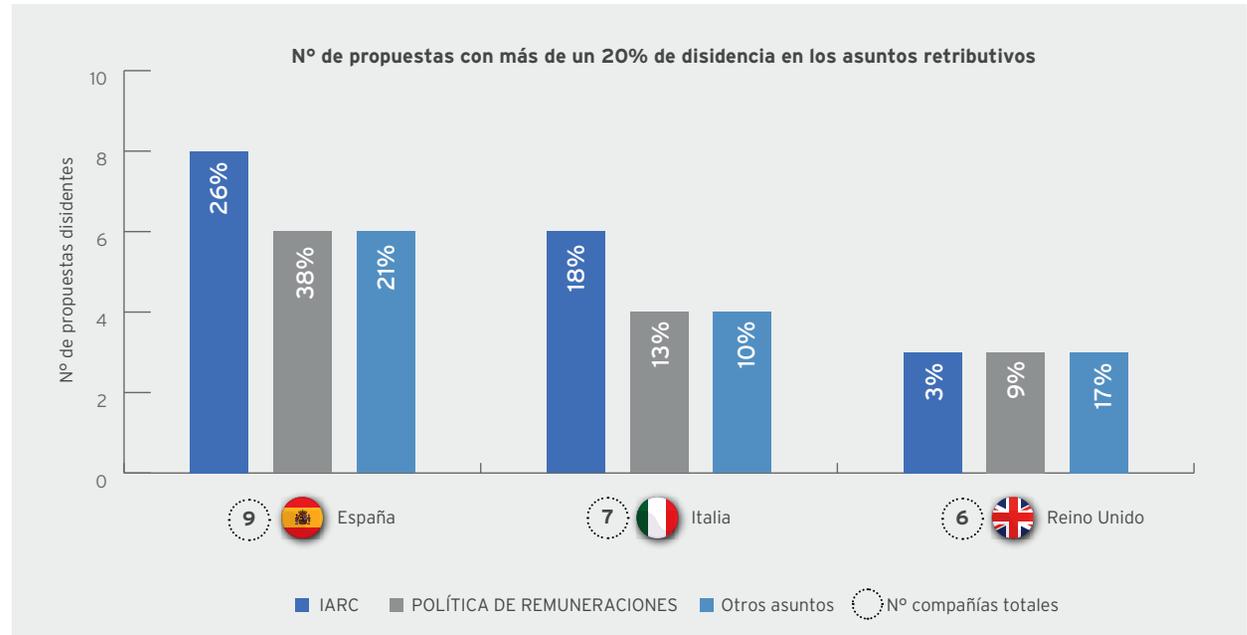
-  **100%** de las propuestas retributivas fueron aprobadas
-  **97,2%** de las propuestas retributivas fueron aprobadas
-  **100%** de las propuestas retributivas fueron aprobadas

<sup>6</sup> IARC (44,4% a favor), política de remuneraciones (42% a favor) y modificación del plan de incentivos a largo plazo (46% a favor).

#### Número de compañías con más de un 20% de voto en contra en los asuntos retributivos

España es el país con el mayor número de propuestas que han recibido un voto disidente superior al 20% (20 propuestas pertenecientes a 9 compañías), seguido de Italia (14 propuestas pertenecientes a 7 compañías), y, por último, Reino Unido (9 propuestas pertenecientes a 6 compañías). Esta información se refleja en el gráfico a continuación. Cabe destacar que, en el caso de España, 12 de las propuestas retributivas

con disidencia mayor al 20% pertenecen a 3 compañías donde existe la presencia de un accionista significativo que por política se abstiene de votar en materia retributiva en las juntas donde posee participación accionarial. Asimismo, los porcentajes reflejan el número de propuestas con un nivel de disidencia mayor al 20% sobre el total de propuestas sometidas a aprobación para cada categoría.



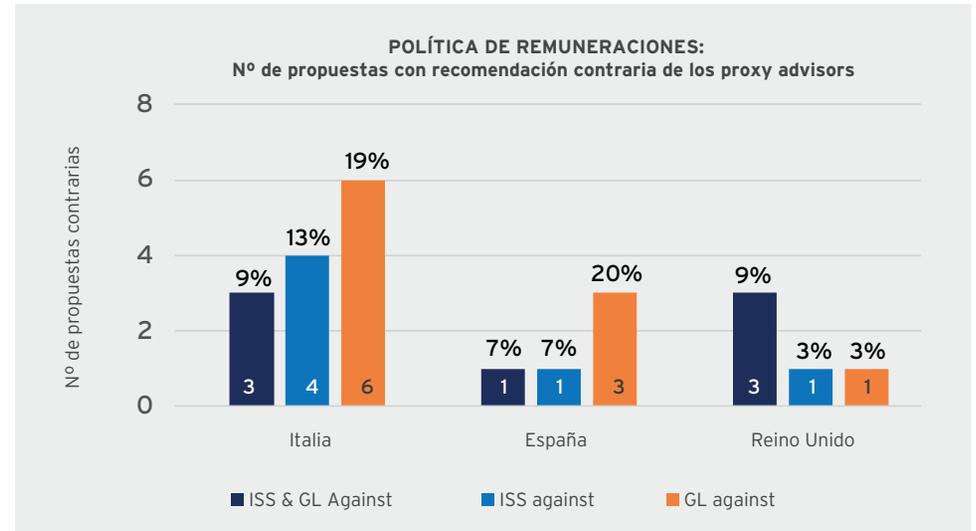
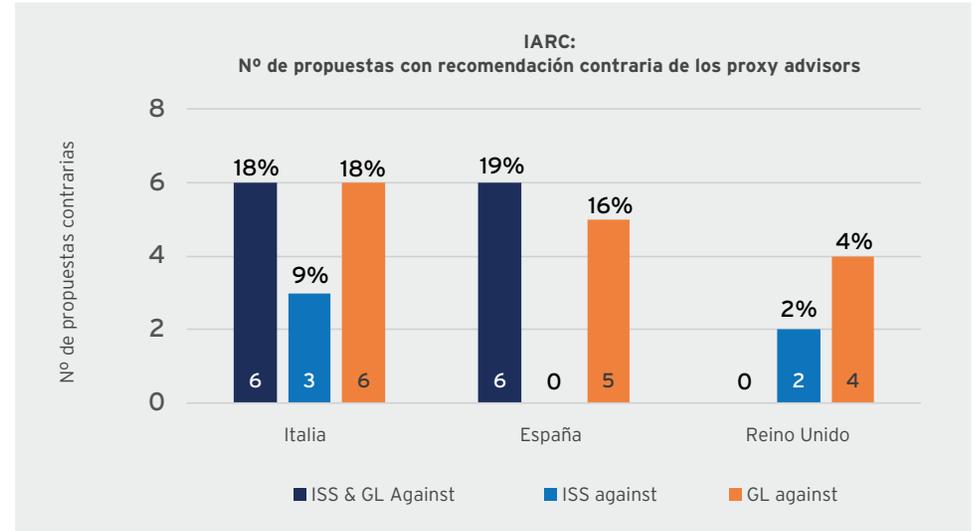
## 3.1 COMPORTAMIENTO DEL MERCADO: SNAPSHOT REGIONAL

### Nivel de apoyo de los proxy advisors a los asuntos retributivos

En esta Temporada de Juntas 2024 se ha observado al proxy advisor Glass Lewis ser más crítico con las compañías en los aspectos retributivos, recomendando en contra de propuestas de este tipo con mayor frecuencia que ISS, en todos los mercados.

En relación con el IARC, Reino Unido ha sido el país más alineado con los estándares de los proxy advisors, al recibir, en términos agregados, menor número de recomendaciones en contra por parte de los proxy advisors (6 propuestas -un 6% del total de propuestas-), seguido de España e Italia. Esta información se refleja en el gráfico a continuación; dónde los porcentajes reflejan la proporción de propuestas respecto al total de propuestas.

En relación con la Política de remuneraciones, Reino Unido (con 5 propuestas recomendadas en contra -que representan un 15% del total de propuestas-) y España (con 5 propuestas recomendadas en contra -que representan un 34% del total de propuestas-) han sido los países que menor recomendación contraria han recibido por parte de los proxy advisors. Por otro lado, Italia (con 13 propuestas recomendadas en contra -41% del total de propuestas de este tipo-) ha sido el mercado que ha recibido mayor penalización en relación con los otros mercados analizados.



## 3.2 "BEST PRACTICE" EN *DISCLOSURE* RETRIBUTIVO A NIVEL INTERNACIONAL

Teniendo en consideración la relevancia que el mercado otorga a la divulgación por parte de las compañías sobre sus prácticas retributivas, a continuación, se presenta un análisis de diversos informes anuales de remuneraciones, de compañías consideradas "*best practice*". Estos informes pertenecen a los 3 mercados objeto de estudio. El objetivo es que puedan servir como referencia a las compañías españolas, sobre cómo algunas compañías están divulgando su información, y poder alinearse a los mejores estándares en *reporting*.

Dado que las compañías utilizan múltiples formas para reportar la información, se han seleccionado una serie de informes anuales de remuneraciones de compañías, como ejemplos, tomando en consideración los siguientes criterios:

1. Compañías que han recibido más de un 90% de voto a favor en el IARC correspondiente al ejercicio 2023, siendo compañías cuya estructura de capital está constituida en su gran mayoría por capital flotante<sup>7</sup>.
2. Compañías que han recibido la recomendación favorable de ambos proxy advisors -ISS y Glass Lewis- en dicho informe de remuneraciones.

3. En el caso de compañías españolas, se ha tomado en consideración que sean informes anuales de remuneraciones elaborados en formato libre al caracterizarse éstos por ofrecer información más estratégica/ cualitativa y alineada, generalmente, con los requerimientos de mercado.
4. Se ha tenido en consideración la propia experiencia y conocimiento de Georgeson con respecto a los estándares reconocidos internacionalmente como "*best practice*" en materia de divulgación.

En consecuencia, se comparten ejemplos de 9 compañías (3 compañías por cada mercado) que cumplen con los criterios antes descritos. Si bien existe una muestra más amplia de compañías con informes anuales de remuneraciones que se pueden caracterizar por sus buenas prácticas en divulgación, el análisis de estas 9 compañías contribuirá a identificar las grandes tendencias en materia de *disclosure* en el ámbito retributivo.

País	Índice	Compañías tomadas como ejemplo
	FTSE 100	<a href="#">United Utilities</a> <a href="#">British American Tobacco</a> ("BAT") <a href="#">J Sainsbury</a>
	FTSE MIB	<a href="#">Generali Assicurazioni</a> <a href="#">Enel</a> <a href="#">Leonardo</a>
	IBEX-35	<a href="#">Repsol</a> International Airlines Group ("IAG") <a href="#">BBVA</a>

<sup>7</sup> Para reducir el riesgo de que el nivel de soporte sea consecuencia de la propia estructura accionarial de la compañía (con accionista de control), se ha considerado aquellas compañías que cuenten al menos con un 50% de capital flotante.

## 3.2 "BEST PRACTICE" EN *DISCLOSURE* RETRIBUTIVO A NIVEL INTERNACIONAL

Las principales conclusiones tras analizar las 9 compañías y sus informes anuales de remuneraciones son las siguientes:

- > Se han identificado los siguientes **aspectos de divulgación comunes** en la mayoría de las compañías analizadas, y que pueden ser consideradas como *best practice*, siendo estos relativas a los siguientes ámbitos de divulgación:

01 **Carta presidente de la comisión de remuneraciones**

02 **Remuneration at a glance**

03 **Engagement con inversores y proxy advisors**

04 **Mix retributivo**

05 **Información ex ante**

06 **Información expost**

07 **Benchmarks y peers**

08 **Peers para el cálculo del TSR**

- > Adicionalmente, se han identificado algunos aspectos diferenciales en la forma de *reporting* por parte de algunas compañías, que van más allá y detallan mayor información, respecto a los siguientes conceptos:

09 **Cambios en la política retributiva**

10 **Director's shareholding**

11 **CEO Pay ratio**

- > Si bien la información contenida en los informes anuales de remuneraciones de las 9 compañías tomadas como ejemplo, es muy buena, destacan como *best practice*: United Utilities, IAG y Repsol.

A continuación, se detallan los diferentes aspectos que han sido identificados como buenas prácticas de *disclosure* en los informes anuales de remuneraciones.



## 3.2 "BEST PRACTICE" EN *DISCLOSURE* RETRIBUTIVO A NIVEL INTERNACIONAL

 100%  100%  33%

### 01 Carta del presidente/a de la comisión de remuneraciones

Todas las compañías analizadas cuentan con una carta inicial dirigida a los accionistas, firmada por quien preside la comisión de retribuciones. En dicha carta, se explica brevemente los acontecimientos más relevantes del ejercicio, principales cambios que se han llevado a cabo en materia retributiva e, incluso, alguna compañía hace mención a la actividad de *engagement* llevada a cabo con sus inversores.

En España, si bien de las 3 compañías analizadas, sólo IAG -que también cotiza en el índice FTSE 100 en Reino Unido- incluye una carta inicial, las otras dos compañías incluyen una sección introductoria al informe.

Entre todas las compañías destaca United Utilities por, además de lo mencionado líneas arriba, incluir links para acceder directamente a la sección correspondiente y poder ampliar la información.

 100%  100%  66%

### 02 "Remuneration at a glance" ("De un vistazo")

Antes de detallar los diferentes aspectos retributivos contenidos en los informes anuales de remuneraciones, constituye una buena práctica incluir un apartado con un resumen ejecutivo de la remuneración del consejo. En él, se suele explicar de forma visual y resumida, a través de tablas y gráficos, todos los aspectos retributivos contemplados durante el ejercicio.

Destacan BAT, United Utilities e IAG por utilizar los formatos más claros y visuales.

 100%  100%  100%

### 03 *Engagement* con inversores y proxy advisors

Todos los informes analizados hacen mención a la actividad de *engagement* realizado durante el ejercicio entre la compañía y sus principales inversores y proxy advisors, aunque con distinto nivel de detalle. La mayoría de los informes analizados hacen referencia a que la compañía ha llevado a cabo esta actividad y algunos agradecen tanto a los inversores como a los proxy advisors por su compromiso continuo y sus valiosas aportaciones.

Entre los informes que mejor divulgan esta información, destaca el de Generali por incluir un apartado específico con información sobre los principales *feedbacks* recibidos de los inversores y las recomendaciones emitidas por los proxy advisors en relación con la política de remuneraciones para el ejercicio 2024. Este mayor detalle puede ser especialmente útil para aquellas compañías que necesiten dar respuesta al mercado ante un nivel de disidencia elevado, obtenido en una junta de accionistas anterior.

## 3.2 "BEST PRACTICE" EN *DISCLOSURE* RETRIBUTIVO A NIVEL INTERNACIONAL

 100%  100%  100%

### 04 Mix retributivo

Si bien la gran mayoría de las compañías suelen ofrecer información suficiente para calcular el mix retributivo de sus consejeros ejecutivos, la mayoría de los informes analizados dan un paso más, y divulgan de manera muy clara la proporción que supone cada componente de la remuneración (fija, variable de corto plazo, y variable de largo plazo) respecto de la retribución total, bajo un escenario mínimo, target y máximo.

Entre las compañías que mejor divulgan esta información se encuentra United Utilities, que divulga gráficamente, por un lado, la proporción de remuneración fija vs variable, y por otro, la proporción a corto y a largo plazo de la remuneración variable. Asimismo, se muestra de manera visual la composición del mix retributivo de la remuneración devengada en el ejercicio.

 100%  100%  100%

### 05 Información ex ante

Todas las compañías analizadas divulgan de manera ex ante la retribución de sus consejeros, dando el detalle de las métricas que se tomarán en consideración para calcular la remuneración variable, así como sus pesos.

Destaca la divulgación ex ante del IARC de Repsol, que indica para cada tipología de objetivos, las métricas, sus pesos, la escala de logro (mínimo, target y máximo) y el nivel de pago asociado (mínimo, target y máximo), para cada una de las métricas.

 100%  100%  100%

### 06 Información expost

Todas las compañías analizadas divulgan de manera expost la retribución de sus consejeros, indicando el grado de consecución alcanzado para cada objetivo de manera individualizada, el nivel de logro alcanzado total y el importe total de la remuneración variable devengada.

Si bien el nivel de divulgación es muy bueno en todas las compañías, resaltan Repsol e IAG por divulgar la información de manera más clara y visual.

## 3.2 "BEST PRACTICE" EN *DISCLOSURE* RETRIBUTIVO A NIVEL INTERNACIONAL

 100%  100%  100%

07

### Benchmarks retributivos y los peers considerados

En relación con la información divulgada sobre si se ha llevado a cabo un *benchmark* retributivo, todas las compañías mencionan en su informe anual de remuneraciones haber llevado a cabo algún tipo de análisis comparativo.

Destacan las 3 compañías italianas analizadas, por detallar los resultados obtenidos de sus *benchmarks* y como éstos han sido utilizados para definir la remuneración.

Asimismo, destacan Generali y Repsol por mostrar gráficamente el posicionamiento del Consejero Delegado frente al grupo de comparación, indicando en que percentil se encuentra la retribución total target respecto al resto de compañías y el posicionamiento respecto a la variación del Retorno Total del Accionista.

En cuanto a la selección de los *peers* para llevar a cabo el análisis comparativo, si bien es una práctica habitual divulgar el nombre de las compañías comparables utilizadas, la mejor práctica consiste en divulgar también los criterios de selección de las mismas, como hacen Enel y Repsol. En el caso de Repsol, la compañía explica los criterios de selección, el grupo de comparación resultante y el posicionamiento de la remuneración del Consejero Delegado de Repsol frente a las de compañías comparables.

 100%  100%  100%

08

### "Peers" en el cálculo del TSR de la retribución variable

Todas las compañías analizadas divulgan información sobre los *peers* utilizados para calcular la métrica TSR, algunas de estas hacen la comparación respecto a un índice y otras divulgan los nombres de las compañías comparables utilizadas.

Destaca United Utilities por publicar un gráfico comparativo con la evolución del TSR de la compañía respecto al índice de comparación y la remuneración del CEO.

## 3.2 "BEST PRACTICE" EN *DISCLOSURE* RETRIBUTIVO A NIVEL INTERNACIONAL

 100%  100%  100%

09

### Cambios en la política retributiva

Entre las compañías que han tenido que reflejar los cambios realizados en su política retributiva en el informe anual de remuneraciones, destacan IAG y Enel por divulgar esta información en forma de tablas, haciendo una comparativa muy clara de cómo era previamente la política y cuáles son los cambios que se han realizado.

 100%  100%  100%

10

### Política de tenencia de acciones (*Director's shareholding*)

Todas las compañías analizadas cuentan con una política de tenencia de acciones, así como divulgan información sobre las acciones que poseen sus consejeros ejecutivos, destacan Sainsbury, IAG y United Utilities por ser las compañías que mejor divulgan esta información. Estas compañías además de indicar el número de acciones que poseen los consejeros, muestran en un gráfico el nivel de cumplimiento con la política de tenencia de acciones de la compañía.

 100%  100%  100%

11

### CEO *Pay ratio*

Todas las compañías deben divulgar información sobre la remuneración del CEO respecto al salario medio de los empleados de la compañía. Esta información se suele divulgar en forma de tabla, si bien, el nivel de detalle cambia de una compañía a otra.

Destaca United Utilities que muestra la relación entre el salario del CEO y el promedio de la plantilla a tiempo completo en el percentil 25 (P25), la mediana (P50) y el percentil 75 (P75). Específicamente se detalla el ratio respecto a diferentes componentes de la remuneración (remuneración total, salario base, salario base más retribución variable anual).



## Temporada de Juntas 2024 en España

## 4.1 MOTIVOS DE PENALIZACIÓN MÁS FRECUENTES POR PARTE DEL MERCADO

Si bien los argumentos más comunes de penalización en materia retributiva se mantienen a lo largo de las últimas Temporadas de Juntas, esta última Temporada 2024 se ha visto impactada por una nueva tendencia:

**Los incrementos al salario fijo del primer ejecutivo** se han posicionado como uno de los motivos más recurrentes de voto en contra por parte de los inversores institucionales, tanto en el IBEX-35 como en las compañías del IBEX-MC.

En consecuencia, argumentos como **“quantum excesivo”** o **“retribución variable potencial elevada”** han ganado también mayor protagonismo entre los motivos de penalización más frecuentes.

En términos generales, los asuntos más recurrentes de penalización en materia retributiva pueden clasificarse en dos grandes bloques:

1. Penalización por **contar con determinados elementos retributivos** que no están alineados con las prácticas retributivas demandadas por la comunidad inversora. Este argumento lleva a los inversores y proxy advisors a votar o recomendar en contra tanto de los puntos relativos a las políticas retributivas y planes de incentivos, como de los informes anuales de remuneraciones en los que se aplican los elementos que generan preocupación.
2. Penalización en relación con el bajo **nivel de transparencia y divulgación sobre el modelo retributivo o la aplicación del mismo en el ejercicio en cuestión**. Estos motivos, aunque suelen ser un argumento de voto o recomendación en contra en los informes anuales de remuneraciones, también pueden ser motivo de penalización -aunque en menor medida- en la política retributiva o los planes de incentivos, cuando no se cumple con las expectativas de transparencia del mercado.



## 4.1 MOTIVOS DE PENALIZACIÓN MÁS FRECUENTES POR PARTE DEL MERCADO

### Motivos relacionados con elementos retributivos:

- > Retribuciones consideradas elevadas. Retribución fija muy elevada “*quantum excesivo*” respecto al sector o las compañías comparables, o propuestas de incrementos excesivos que conllevan una retribución variable potencial elevada.
- > Falta de alineación de las retribuciones con el rendimiento de la compañía (*pay for performance*), con la retribución de sus compañías comparables, o con la experiencia de sus accionistas.
- > Mix retributivo no suficientemente alineado con el largo plazo o planes de incentivos a largo plazo con una duración inferior al estándar de mercado.
- > Pagos por terminación de contrato, planes de pensiones, cláusulas de recobro (*clawback*) o políticas de tenencia de acciones no alineadas con las demandas del mercado.
- > Discrecionalidad. Capacidad de la comisión de retribuciones de modificar las retribuciones variables resultantes o posibilidad de realizar pagos extraordinarios.
- > Condiciones de la retribución variable no alineadas con los estándares de mercado: métricas poco retadoras, falta de límites a los incentivos, posibilidad de realizar pagos de incentivos por debajo de la mediana en el cálculo de la métrica TSR, ausencia de métricas ESG en toda la retribución variable o duplicidad de métricas, entre otras.

### Quote de inversores

- *We consider the quantum of the total pay excessive.*
- *Increase in the maximum payout opportunity has no compelling rationale.*
- *We do not believe that the current structure of the incentive compensation plan optimally aligns pay and performance.*
- *Inappropriate discretionary payments. One-off payments inadequately justified. Upward discretion utilised.*
- *A vote against has been applied because awards are permitted to vest for below median relative performance.*
- *No individual incentive limits.*
- *Lack of relative TSR in the LTIP and duplication of metrics across both the short and long-term plan. Unchallenging vesting conditions.*
- *The compensation plan lacks of clawback provisions under the Short-Term Incentive Plan.*

Los argumentos más reiterados por los inversores en 2024 han sido:

**“incrementos excesivos”, “posibilidad de pagos por debajo de la mediana” y “mix retributivo no enfocado al largo plazo”.**

## 4.1 MOTIVOS DE PENALIZACIÓN MÁS FRECUENTES POR PARTE DEL MERCADO

### Motivos relacionados con el bajo nivel de transparencia y divulgación en los siguientes ámbitos:

- › Falta de respuesta por parte de las compañías ante elevados niveles de disidencia en una junta anterior.
- › Nivel de cumplimiento individualizado de las métricas en las retribuciones variables a corto y a largo plazo.
- › Objetivos, métricas, escalas de logro y nivel de cumplimiento de objetivos, a corto y a largo plazo.
- › Compañías seleccionadas en los *benchmarks* retributivos, y motivos de su elección.

### Quote de inversores

- *Insufficient response to shareholder dissent.*
- *Poor overall compensation disclosure.*
- *Insufficient performance outcome information regarding variable pay.*
- *A vote against is applied as the level of disclosures in respect of performance conditions does not allow shareholders to make a fully informed assessment of remuneration.*
- *The Benchmark used for pay-setting not disclosed.*

Los argumentos más reiterados en 2024 han sido:

**“falta de divulgación del cumplimiento individualizado de las métricas y/o de los objetivos para calcular la retribución variable”, y “falta de respuesta ante una disidencia elevada”.**



## 4.2 IMPACTO DEL COMPORTAMIENTO DE VOTO DE LOS INVERSORES EN LOS RESULTADOS DE LAS JUNTAS DE ACCIONISTAS

Las preocupaciones manifestadas por los inversores en materia retributiva, detalladas previamente, han impactado en el nivel de apoyo que las compañías han recibido en sus juntas de accionistas.

Como es habitual en el mercado español, tres han sido los asuntos retributivos que, con mayor frecuencia, han sido sometidos a aprobación como puntos separados en el orden del día, en esta Temporada de Juntas 2024<sup>8</sup>. Estos son:

- > **Informe anual de remuneraciones:** 31 compañías del IBEX-35 y 19 del IBEX-MC.
- > **Política de remuneraciones:** 15<sup>9</sup> compañías del IBEX-35 y 10<sup>10</sup> del IBEX-MC.
- > **Plan de incentivo a largo plazo (PILP):** 7 compañías del IBEX-35 y 4 del IBEX-MC.

A continuación, se muestran los principales resultados, según el nivel de capitalización de las cotizadas:

<sup>8</sup> En materia de resultados de juntas debe tenerse en cuenta lo siguiente: (i) para IBEX-35 se han analizado un total de 31 compañías, excluyendo 2 compañías por estar sujetas a normativa internacional, 1 por no haber publicado sus resultados a fecha de elaboración de este informe, y 1 debido a su reciente salida a bolsa; (ii) para IBEX-MC se han analizado un total de 19 compañías, excluyendo a una compañía por estar sujeta a normativa internacional.

<sup>9</sup> De las cuales, 3 compañías se refieren a la aprobación de modificaciones a las Políticas retributivas ya en vigor.

<sup>10</sup> De las cuales, 2 compañías se refieren a la aprobación de modificaciones a las Políticas retributivas ya en vigor.

<sup>11</sup> En 3 de ellas la disidencia se debe a que estas compañías han recibido una abstención elevada en temas de remuneración puesto que la Sociedad Estatal de Participaciones Industriales (SEPI) cuenta con una posición relevante en su capital y por política interna, se abstiene de votar en todas las Juntas Generales de las sociedades cotizadas en las que participa, en los puntos relativos a remuneraciones.

<sup>12</sup> En 3 de ellas SEPI cuenta con una posición relevante.

<sup>13</sup> Esta compañía cuenta con una posición relevante de la SEPI.

	IBEX-35	IBEX-MC
--	---------	---------

Porcentaje de compañías que aprobaron la propuesta	IARC	100%	100%
	Pol. Retribuciones	100%	100%
	PILP	100%	100%

Promedio de voto a favor (quorum)	IARC	87,68%	91,68%
	Pol. Retribuciones	84,88%	90,11%
	PILP	90,55%	98,03%

Nº compañías con disidencia superior al 20%	IARC	8 <sup>11</sup>	5
	Pol. Retribuciones	6 <sup>12</sup>	2
	PILP	1 <sup>13</sup>	0

Nº compañías con disidencia entre 10%-20%	IARC	6	1
	Pol. Retribuciones	1	4
	PILP	0	0

## 4.2 IMPACTO DEL COMPORTAMIENTO DE VOTO DE LOS INVERSORES EN LOS RESULTADOS DE LAS JUNTAS DE ACCIONISTAS

Tal y como se muestra en la tabla superior:

- › En esta Temporada de Juntas 2024, todas las cotizadas españolas han aprobado sus propuestas retributivas, tanto las compañías de mayor capitalización (IBEX-35) como las pertenecientes al IBEX-MC.
- › Los planes de incentivos a largo plazo son las propuestas que reciben mayor apoyo por parte de los inversores, seguidos de los informes anuales de remuneraciones y, por último, de las políticas.
- › El promedio de apoyo a las propuestas retributivas de las compañías pertenecientes al IBEX-35, es ligeramente inferior a la media de apoyo que reciben las compañías de menor capitalización -cuando se analiza en términos de quórum-. Sin embargo, tal y como se detalla en el apartado 4.3, esta situación cambia si se analiza el nivel de apoyo en función del capital flotante.
- › En cuanto a los niveles de disidencia, los informes anuales de remuneraciones han sido las propuestas más penalizadas por los inversores en ambos índices (8 propuestas en las compañías IBEX-35 y 5 en las IBEX-MC). Un total de 9 compañías del IBEX-35<sup>14</sup> y 5 del IBEX-MC han obtenido disidencias (votos en contra más abstenciones) superiores al 20% -en una o varias de sus propuestas retributivas-, esto implica que para su próxima junta de accionistas tendrán que dar respuesta a las preocupaciones manifestadas por los inversores y proxy advisors o se enfrentarán a la penalización de sus propuestas o de sus consejeros. Asimismo, hay que destacar que 7 compañías del IBEX-35 y 4 del IBEX-MC cuentan con un nivel de disidencia que, aunque no supere el 20%, supera el 10%. Estas compañías deben valorar abordar ciertos cambios en sus modelos retributivos o la forma de explicar los mismos para dar mayor confort al mercado.

### ¿Qué inversores institucionales han sido los que más han penalizado a las cotizadas españolas en la Temporada de Juntas 2024?

A nivel internacional, inversores institucionales extranjeros activos en gobierno corporativo, como Amundi Asset Management, Legal & General Investment Management, BNP Paribas Asset Management, Candriam Asset Management, Allianz Global Investors, AVIVA Investors y HSBC Global Asset Management, se encuentran entre los inversores que con mayor frecuencia han penalizado a las compañías cotizadas españolas, IBEX-35 e IBEX-MC, en materia retributiva, en esta Temporada de Juntas 2024.

Cabe destacar que se ha observado mayor actividad y protagonismo a nivel de *engagement* y ejercicio del deber fiduciario por parte de inversores domésticos en esta Temporada de Juntas 2024. Entre ellos, destacan CaixaBank Asset Management y Santander Asset Management.

<sup>14</sup> En 3 de ellas la disidencia se debe a la abstención de SEPI.

## 4.2 IMPACTO DEL COMPORTAMIENTO DE VOTO DE LOS INVERSORES EN LOS RESULTADOS DE LAS JUNTAS DE ACCIONISTAS

### Impacto del comportamiento de los proxy advisors en los resultados de las juntas de accionistas

Al analizar las recomendaciones de voto de los proxy advisors más relevantes a nivel internacional, ISS y Glass Lewis, sobre los asuntos retributivos sometidos a aprobación por las cotizadas españolas en esta Temporada de Juntas 2024, se evidencia de manera relevante una heterogeneidad en el comportamiento de ambos proxy advisors, en las distintas propuestas retributivas.

Tal y como se muestra en el cuadro a continuación:

- > Existe un bajo grado de alineación en las recomendaciones de voto de estos proxy advisors, en los tres asuntos retributivos más comunes sometidos a aprobación en esta Temporada de Juntas 2024.
- > En todos los casos, se observa un mayor escrutinio por parte de Glass Lewis, con un número de recomendaciones contrarias en materia retributiva siempre más elevadas que ISS. Este comportamiento es común tanto en las compañías del IBEX-35 como en las IBEX-MC.

### Recomendaciones contrarias por parte de los proxy advisors: número de propuestas contrarias y porcentaje que representa del total de propuestas de ese tipo sometidas a aprobación

IBEX-35		
TOTAL PROPUESTAS	ISS	GLASS LEWIS
IARC (31 propuestas)	6 19,40%	11 35,50%
Pol. Retribuciones (15 propuestas)	2 13,33%	4 26,66%
PILP (7 propuestas)	0 0%	2 28,60%

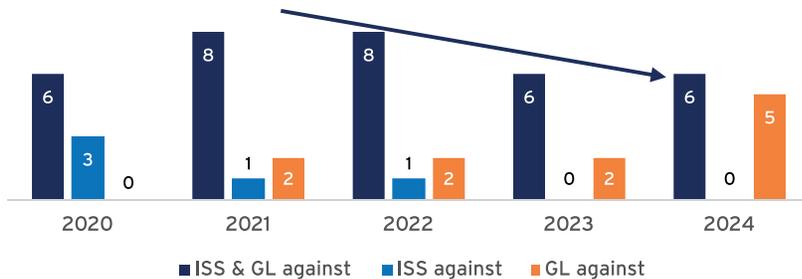
IBEX Medium Cap		
TOTAL PROPUESTAS	ISS	GLASS LEWIS
IARC (19 propuestas)	7 36,84%	7 36,84%
Pol. Retribuciones (10 propuestas)	5 50%	6 60%
PILP (4 propuestas)	0 0%	2 50%

## 4.2 IMPACTO DEL COMPORTAMIENTO DE VOTO DE LOS INVERSORES EN LOS RESULTADOS DE LAS JUNTAS DE ACCIONISTAS

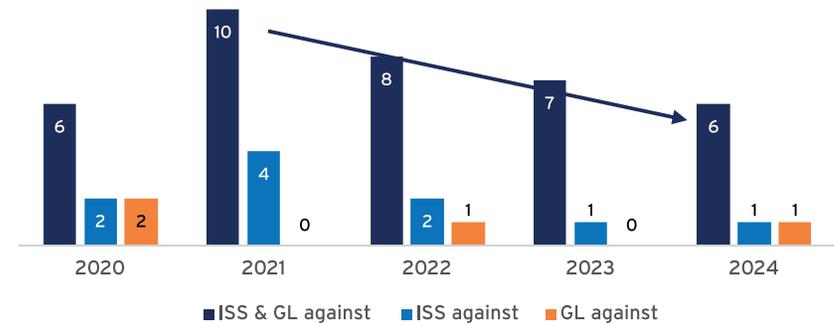
Estas conclusiones se vuelven más evidentes al realizar un análisis de la evolución de las recomendaciones de ISS y Glass Lewis en los últimos cinco años, en relación con la aprobación de los informes anuales de remuneraciones -que se aprueban con carácter anual- de las compañías del IBEX-35 y del IBEX-MC.

En los gráficos a continuación se evidencia que, tanto en las IBEX-35, como en las IBEX-MC ha habido un cambio de tendencia en el comportamiento de los proxy advisors, con una disminución de las recomendaciones comunes entre ambos proxy advisors. Asimismo, en las compañías IBEX-35, se observa que el número de recomendaciones contrarias por parte de Glass Lewis suele ser mayor que el de ISS durante todo el periodo de análisis, intensificándose dicha diferencia en esta última Temporada de Juntas 2024.

**IBEX-35: Evolución recomendaciones contrarias de los PADV IARC**



**IBEX-MC: Evolución recomendaciones contrarias de los PADV IARC**



Desde el conocimiento de Georgeson sobre como influyen las recomendaciones de los proxy advisors en el voto de los inversores institucionales, se puede afirmar que, en términos generales:

1. Una recomendación contraria de ambos proxy advisors puede tener un impacto en el voto en contra en la junta de entre un 20%-30%;
2. Una recomendación contraria únicamente de un proxy advisor suele tener un impacto algo menor, si bien ISS continúa posicionándose como el proxy advisor de mayor impacto.

Los porcentajes deben ser considerados a nivel referencial, puesto que su impacto real estará sujeto a condiciones específicas de cada compañía, como su estructura de capital, nivel de capital flotante o nivel de dependencia a los proxy advisors por parte de los inversores que componen su accionariado. Asimismo, las actividades de *engagement* que la compañía realice, no solo con los proxy advisors, sino con sus inversores institucionales, contribuirá a que estos grupos de interés puedan comprender mejor los modelos retributivos y casuística particular de la compañía, mejorando el apoyo por parte de los mismos.

## 4.2 IMPACTO DEL COMPORTAMIENTO DE VOTO DE LOS INVERSORES EN LOS RESULTADOS DE LAS JUNTAS DE ACCIONISTAS

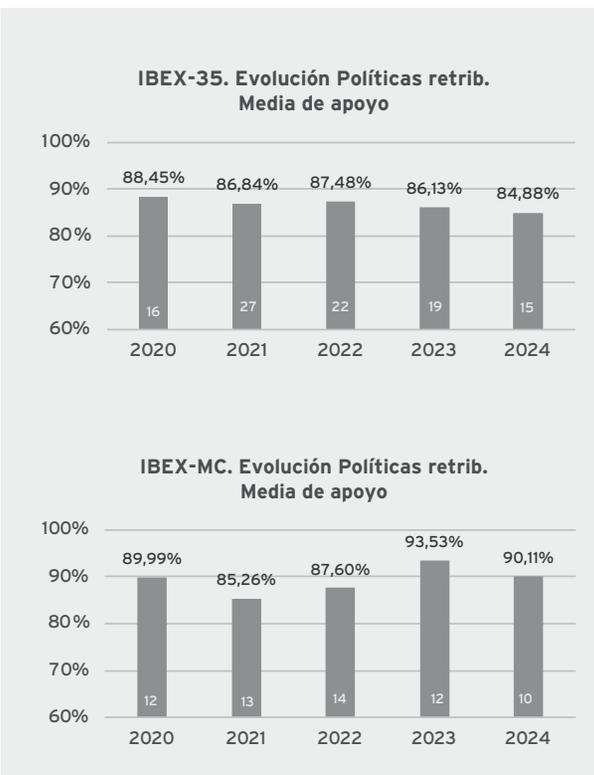
### Evolución del nivel medio de apoyo en materia retributiva en los últimos cinco años

Con un mercado cada vez más exigente en materia retributiva, las compañías cotizadas no descansan en el desarrollo y diseño de sistemas retributivos cada vez más sofisticados.

Cuando se analiza la evolución del nivel de apoyo a las políticas de remuneraciones, se observa como la media de apoyo ha disminuido ligeramente a lo largo de los años en las compañías del IBEX-35, mientras que ha aumentado ligeramente en las IBEX-MC. Esta diferencia de tendencia puede deberse a diversos factores que hacen que no sean datos comparables entre sí; entre otros, puede influir los cambios en la propia composición de los índices, o incluso los modelos retributivos de las compañías que están sometiendo sus políticas cada año. Asimismo, las variaciones en el nivel de apoyo entre ambos índices responden, no solo al apoyo por parte de los accionistas, sino también a las distintas estructuras de capital de las compañías analizadas.

Por otro lado, resulta relevante destacar la caída en el número de Políticas que se someten a aprobación en ambos índices. Esto pone en evidencia aquello que se viene manifestando desde que se comenzó con este Observatorio: el año 2020 marcó un punto de inflexión en las retribuciones, acentuado, en gran parte, por la crisis provocada por la pandemia del

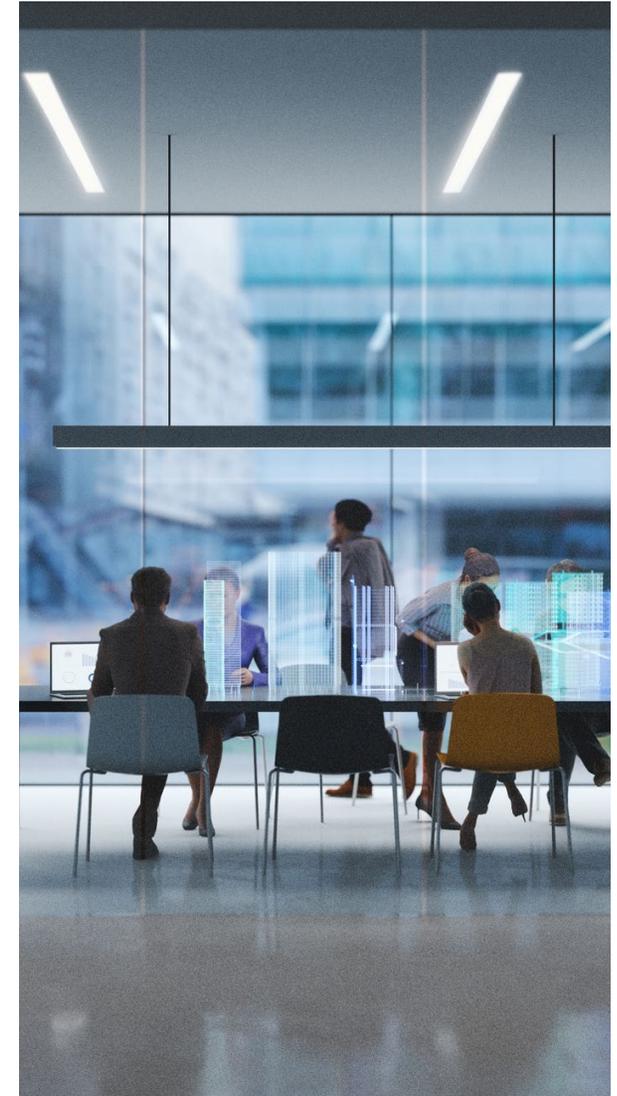
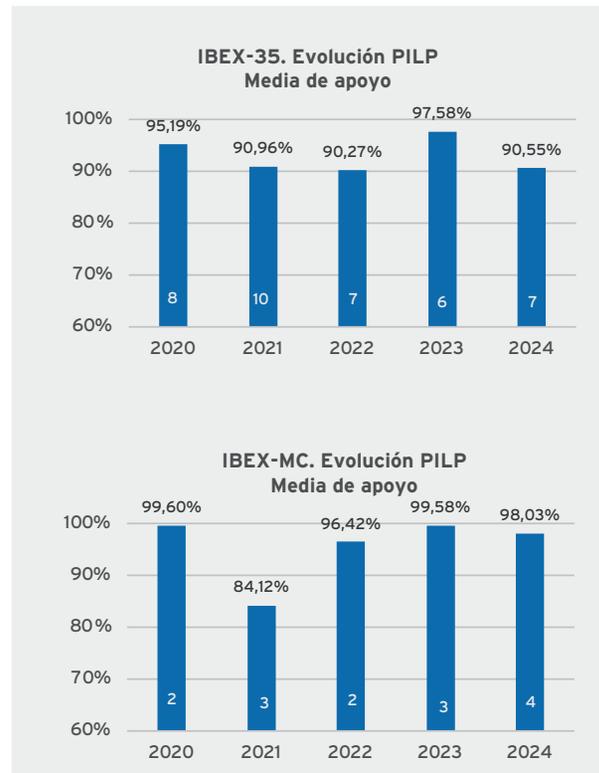
Coronavirus (COVID-19). En consecuencia, se ha visto como la comunidad inversora viene exigiendo, de manera creciente, mayor transparencia y coherencia en los sistemas retributivos de las compañías. Es por ello, que en esos años se puede observar una mayor actividad en cuanto a la modificación de los sistemas retributivos para su alineación con las demandas de los inversores y proxy advisors.



## 4.2 IMPACTO DEL COMPORTAMIENTO DE VOTO DE LOS INVERSORES EN LOS RESULTADOS DE LAS JUNTAS DE ACCIONISTAS

En cuanto a los planes de incentivos a largo plazo, se puede afirmar que se mantiene una tendencia similar entre las cotizadas españolas pertenecientes a ambos índices, IBEX-35 e IBEX-MC. Así, en ambos índices, esta propuesta ha sido apoyada con un promedio generalmente elevado, por encima del 90%, estando sus resultados afectados en los años 2021 y 2022, debido al COVID-19, al coincidir con los años de mayor escrutinio por parte de los inversores.

En relación al número de propuestas, merece la pena señalar que se observa cierta disparidad en el número de propuestas que se someten a aprobación como punto separado del orden del día, según el nivel de capitalización. En los últimos cinco años, las compañías IBEX-35 han sometido a aprobación una media de 7 planes de incentivos al año, frente a las compañías de menor capitalización, que han sometido a aprobación una media de 3 propuestas al año.



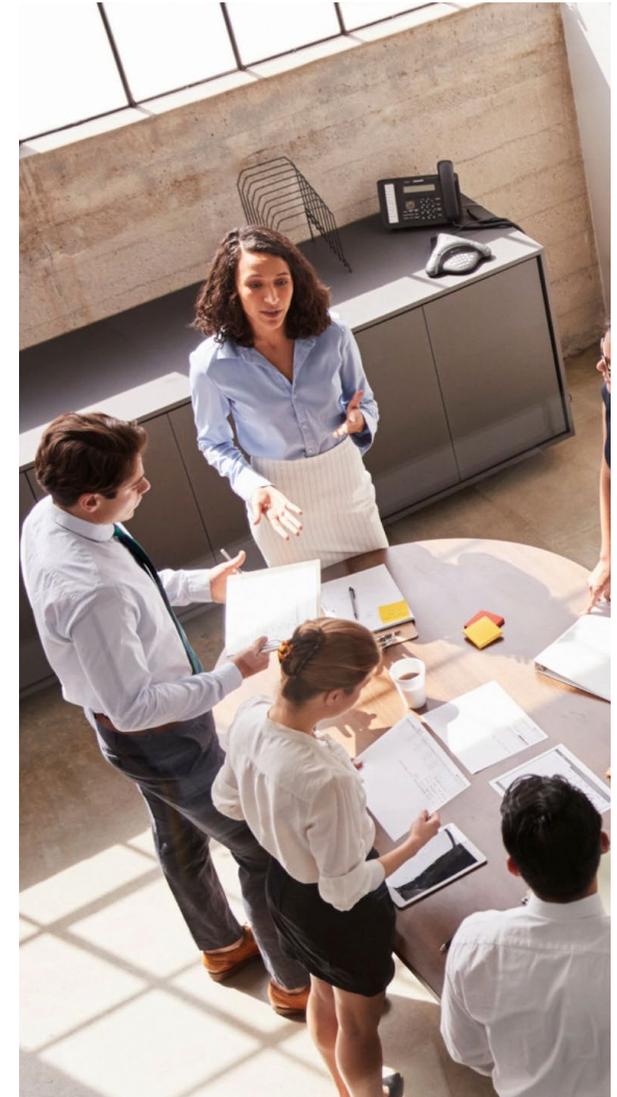
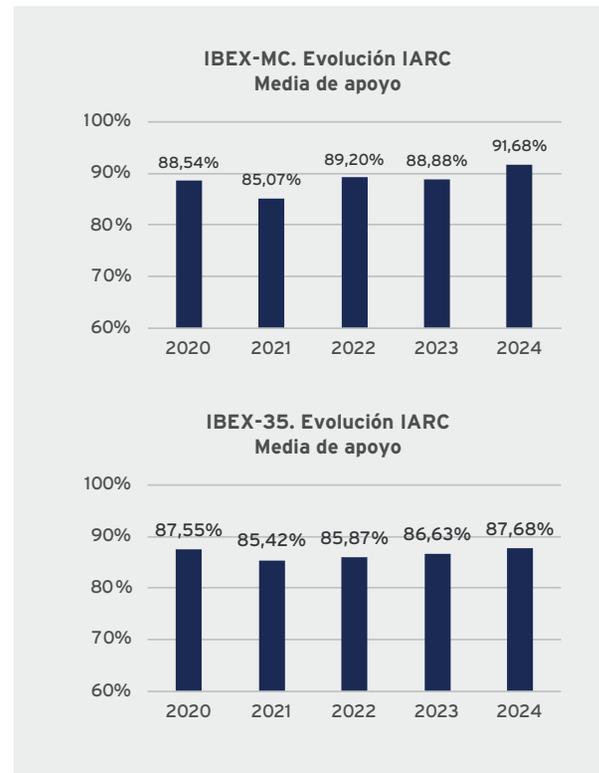
## 4.2 IMPACTO DEL COMPORTAMIENTO DE VOTO DE LOS INVERSORES EN LOS RESULTADOS DE LAS JUNTAS DE ACCIONISTAS

Por último, en cuanto a la transparencia en materia retributiva, se puede afirmar que, si bien los inversores han incrementado su escrutinio y sus demandas en términos de divulgación, las cotizadas españolas se han esforzado por mejorar su nivel de *disclosure* en los últimos años, obteniendo muy buenos resultados. Como se puede observar en los gráficos, existe una tendencia positiva en todo el mercado español.

En relación con las IBEX-35, se observa una evolución positiva en el nivel de apoyo medio del IARC en los últimos cinco años, alcanzando un nivel de apoyo de 87,68% en la Temporada de Juntas 2024. Algo muy similar ocurre si se analiza la evolución del nivel de apoyo medio de las compañías pertenecientes al índice IBEX-MC, donde se observa que en 2024 el promedio de apoyo se ha incrementado, incluso superando el 90%.

Como se mencionó con anterioridad, las variaciones en el nivel de apoyo entre ambos índices responden, entre otros, a las distintas estructuras de capital de las compañías analizadas.

En el apartado a continuación, se detalla la importancia que tiene la estructura de capital de las compañías a la hora de entender los niveles de apoyo recibidos en junta.



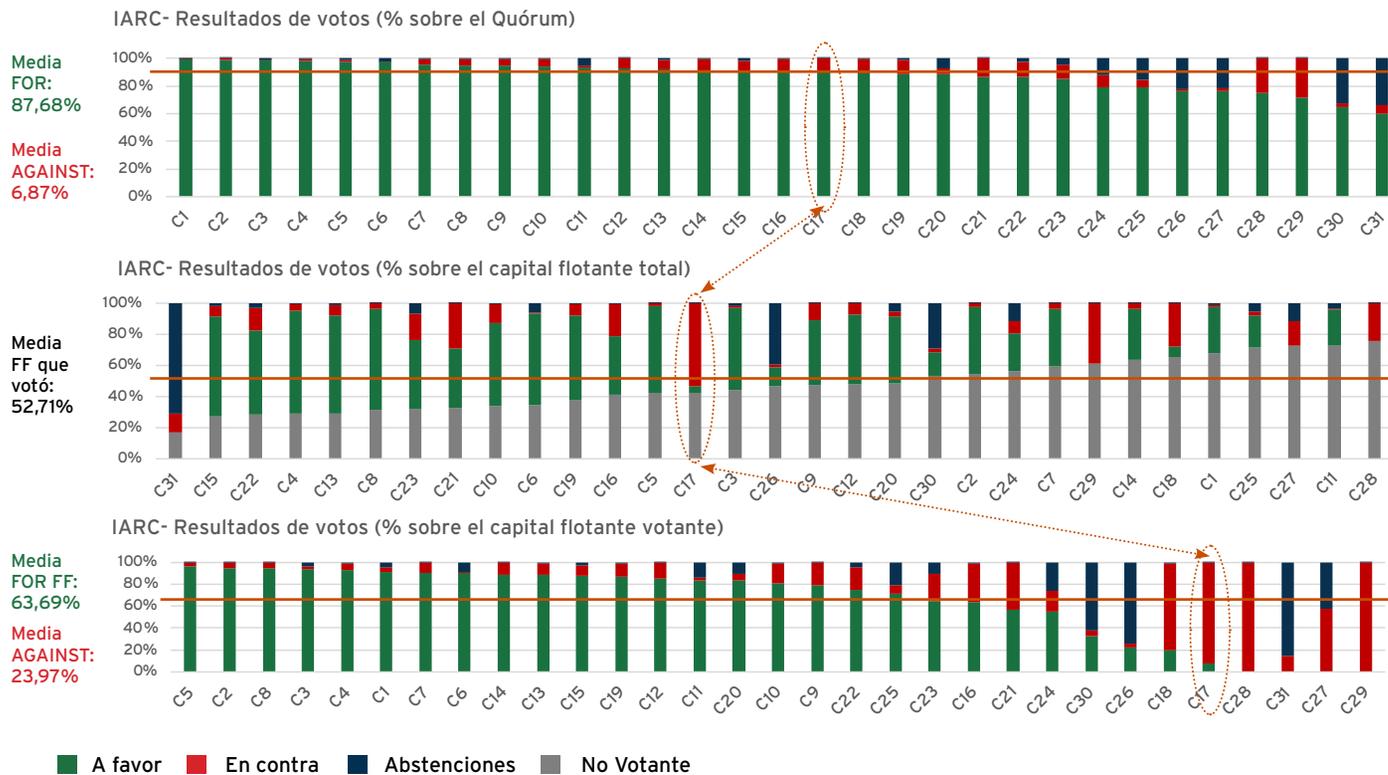
## 4.3 LA IMPORTANCIA DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL EN LOS RESULTADOS DE VOTOS

Como cada año, Georgeson resalta la importancia de comprender la estructura de capital de las compañías, para interpretar los niveles de apoyo y cómo se comporta el capital flotante, es decir, los inversores institucionales que votan bajo los principios del buen gobierno corporativo.

**Para ello, resulta necesario analizar el nivel de apoyo recibido, no solo a partir del quórum, sino también considerando el capital flotante<sup>15</sup>, ya que los resultados de las votaciones en una compañía con un núcleo duro relevante pueden dar a una lectura equivocada sobre el nivel de apoyo recibido por parte del mercado.**

A continuación, se muestra un análisis de los resultados de voto, en relación con la aprobación de los informes anuales de remuneraciones, por ser la muestra más amplia en materia retributiva.

### IBEX-35



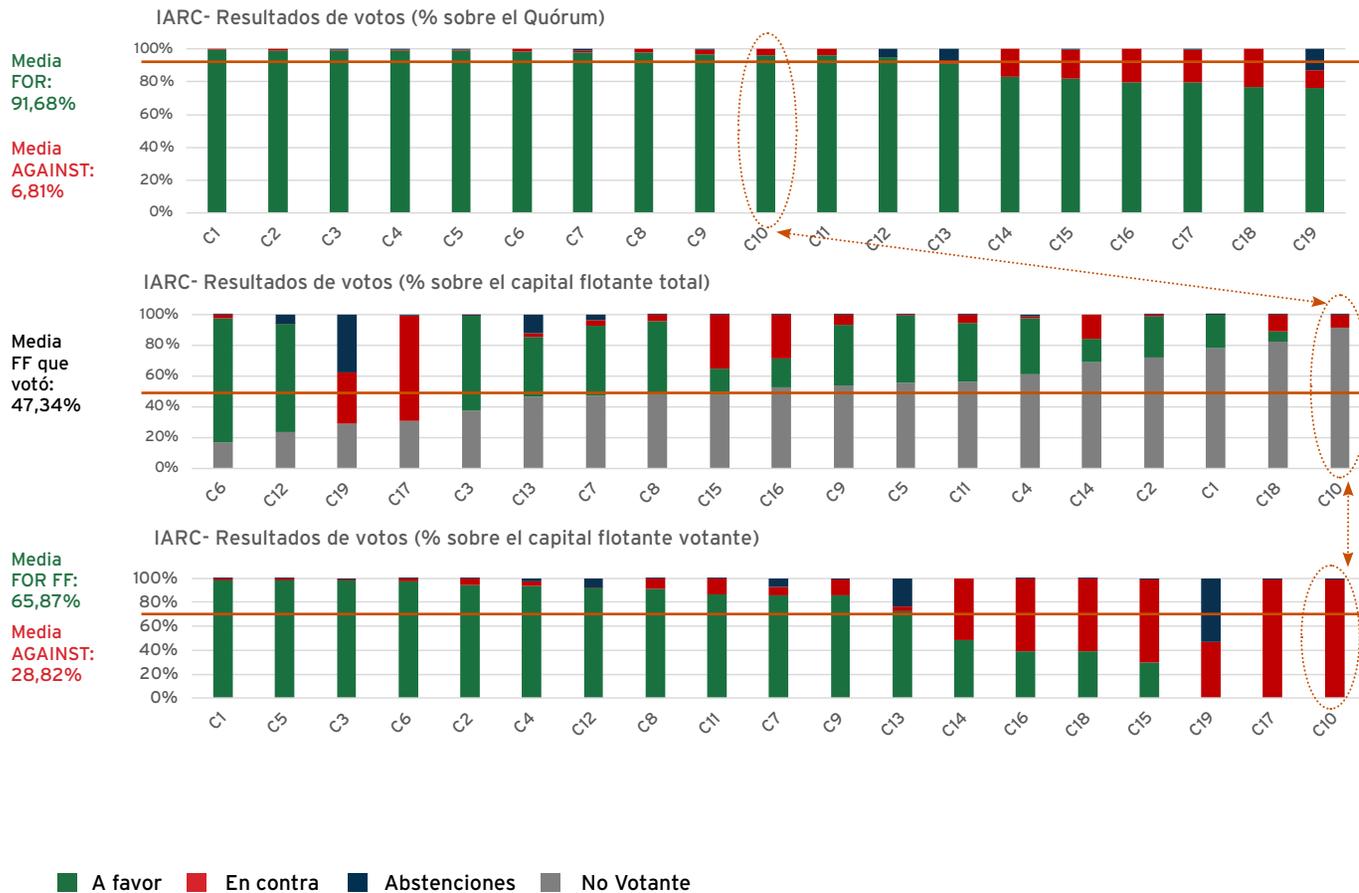
Por ejemplo, en el primer gráfico, se ve que la compañía C17 ha recibido solo 9,96% de disidencia en términos de quórum. Sin embargo, en el segundo gráfico se observa que poco más del 50% del flotante ha votado, del cual, como se observa en el tercer gráfico, casi todo el voto del flotante ha sido negativo.

En el caso de las compañías C31, C29, C27 y C28, el voto a favor fue inferior a la posición del núcleo duro dado que parte del núcleo duro emitió un voto no favorable al IARC.

<sup>15</sup> Los datos relativos al capital flotante han sido tomados del último dato reportado por las compañías en su IAGC. Para el cálculo del capital flotante total y capital flotante votante se ha asumido que el porcentaje del capital perteneciente al "núcleo duro" ha votado con el 100% de su posición, y a favor del management.

## 4.3 LA IMPORTANCIA DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL EN LOS RESULTADOS DE VOTOS

### IBEX-MC



En este caso, en el primer gráfico se ve que la compañía C10 ha recibido 3,63% de disidencia en términos de quórum. Sin embargo, en el segundo gráfico se observa que únicamente un 10% del flotante ha votado y, en casi su totalidad, éste ha votado en contra del IARC.

## 4.3 LA IMPORTANCIA DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL EN LOS RESULTADOS DE VOTOS

La comparativa entre los índices IBEX-35 e IBEX-MC, pone en evidencia cómo afecta la estructura de capital en los niveles de apoyo:

- › En términos de resultados de juntas en general, si se analiza el nivel de apoyo entendiéndose esto como el porcentaje de votos a favor sobre el quorum de asistencia, se observa que el promedio de votos a favor es ligeramente superior en las compañías de menor capitalización (91,68%) que en las IBEX-35 (87,68%).
- › Igualmente, si se analiza el promedio de votos en contra<sup>16</sup>, resulta que los resultados son muy similares, con un promedio de votos en contra en torno al 6,8% en ambos índices.
- › Sin embargo, cuando los resultados de voto se analizan en relación con el capital flotante que votó en la junta de accionistas de cada compañía, los resultados se invierten; el promedio de voto en contra se eleva hasta 28,82% en las IBEX-MC vs 23,97% en las IBEX-35, casi 5pp por encima.

Asimismo, debe tenerse en cuenta que la estructura de capital no solo afecta en términos de tamaño del capital flotante, sino también en función de la composición del mismo. A grandes rasgos, el capital flotante de las compañías suele estar compuesto por dos grandes macro categorías de inversores: institucionales y minoristas.

Si bien la mayor parte de las grandes gestoras -inversores institucionales- cuentan con sus propias políticas de voto donde se describe cómo ejercen su derecho de voto en las sociedades en las que invierten, existen todavía algunos inversores institucionales (especialmente en el ámbito nacional) que tienen como práctica delegar su voto en el consejo, bien porque no cuentan con una política específica de voto, o bien porque no entran a valorar las particularidades de cada compañía. En cuanto al componente minorista, estos inversores suelen ser más susceptibles a acciones que la compañía pueda llevar a cabo para incentivar el voto, como primas de asistencia, dividendo de involucración, u otros similares.

En definitiva, la composición del capital flotante también impacta en los resultados de voto y debe tomarse en consideración a la hora de entender las diferencias en los niveles de apoyo entre distintas compañías.

En el caso de las políticas de voto y los planes de incentivos a largo plazo, los resultados del nivel de apoyo, según el análisis del quórum, capital flotante, y capital flotante votante, son similares a lo expuesto líneas arriba.

<sup>16</sup> El análisis sobre los votos en contra permite limpiar los efectos de las elevadas abstenciones a causa de la participación de SEPI en el capital social de varias compañías del IBEX-35.

## 4.4 CASO PRÁCTICO: INCREMENTOS DE SALARIO FIJO AL PRIMER EJECUTIVO EN ESPAÑA

Tras varios años de contención salarial por parte de las compañías, se ha observado cómo la recuperación progresiva de la actividad empresarial tras el impacto de la COVID-19, aunada a las crecientes responsabilidades otorgadas a muchos ejecutivos, y a la elevada inflación del último año, han llevado a varias compañías pertenecientes al IBEX-35 y al IBEX-MC a proponer incrementos salariales para sus primeros ejecutivos en esta Temporada de Juntas 2024, a pesar del impacto mediático que suelen generar este tipo de propuestas.

Como se ha mencionado en el apartado 4.1, los incrementos salariales han constituido uno de los motivos de mayor escrutinio en 2024 por parte del mercado, sin embargo, es importante resaltar que la reacción por parte de proxy advisors e inversores ha variado en función de diversos factores, siendo los más relevantes los siguientes (ordenados por nivel de importancia otorgada por el mercado):

- › *quantum*, es decir, el importe del salario fijo actual del primer ejecutivo en relación con el importe fijo recibido por roles similares de compañías consideradas comparables y el porcentaje de incremento asociado;

- › la coherencia del incremento con otras medidas afines realizadas por la compañía respecto a otros grupos de interés (ie. Plantilla, accionistas -vía dividendos-) y con los resultados financieros de la compañía;
- › la solidez y transparencia en la explicación ofrecida al mercado en relación con la propuesta de incremento.

A continuación, se presentan tres ejemplos de compañías que han llevado propuestas de incrementos salariales para su primer ejecutivo a sus Juntas 2024. Asimismo, se detallan las medidas adicionales que han tenido en consideración y el impacto de dicha propuesta en términos de nivel de apoyo<sup>17</sup>, para que sirva de ejemplo a otras compañías que necesitan abordar un incremento salarial en la próxima Temporada de Juntas 2025.

<sup>17</sup> El impacto se puede haber materializado en el nivel de apoyo recibido en el IARC correspondiente al ejercicio 2023, o en la aprobación de una nueva política retributiva.



## 4.4 CASO PRÁCTICO: INCREMENTOS DE SALARIO FIJO AL PRIMER EJECUTIVO EN ESPAÑA

	Salario fijo: "quantum"	Coherencia con otras medidas afines por parte de la compañía			Solidez y transparencia del "rationale"		Impacto en Junta
		Equilibrio con el incremento salarial medio de la plantilla	Experiencia de los accionistas	Equilibrio con los resultados de la compañía	Asesoramiento de externos y realización de un benchmark	Transparencia	
Compañía A	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Importe alineado con el sector y con los peers.</li> <li>✓ Las retribuciones variables a corto y largo plazo cuentan con límites acordes a las buenas prácticas. La retribución variable potencial no resulta excesiva.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ La compañía ha tenido en consideración los incrementos salariales en la plantilla.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Se ha tenido en cuenta el retorno al accionista.</li> <li>✓ La Compañía ha repartido dividendos, superiores al año anterior.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Se hace mención a los resultados financieros de la compañía, justificando y detallado que los mismos han sido muy buenos.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Se ha contado con el asesoramiento de externos, expertos en retribuciones.</li> <li>✓ Se ha realizado un benchmark retributivo, que justifica el incremento, indicando los nombres de las compañías elegidas, y los motivos de su elección.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Se ha divulgado toda la información anterior de manera clara, detallada y visual.</li> </ul>	<p><b>Recomendaciones favorables de ISS y Glass Lewis</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▶ Más de un 90% de voto a favor</li> </ul>
Compañía B	<ul style="list-style-type: none"> <li>❖ Salario fijo por encima de sus peers.</li> <li>❖ Retribución variable potencial excesiva, tras el incremento.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ La compañía ha tenido en consideración los incrementos salariales en la plantilla.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Se ha tenido en cuenta el retorno al accionista.</li> <li>✓ La Compañía ha repartido dividendos.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Se hace mención a los resultados financieros de la compañía, justificando y detallado que los mismos han sido muy buenos.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Se ha contado con el asesoramiento de externos, expertos en retribuciones.</li> <li>❖ No se ha divulgado un benchmark que justifique el incremento.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>❖ Aunque el nivel de divulgación es detallado, las justificaciones reportadas no son acorde a las expectativas del mercado.</li> </ul>	<p><b>Recomendación negativa de ISS y recomendación favorable de Glass Lewis</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▶ Más de un 25% de voto en contra</li> </ul>
Compañía C	<ul style="list-style-type: none"> <li>❖ La compañía no divulga sus compañías peers.</li> <li>❖ Retribución variable potencial excesiva, tras el incremento.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>❖ No se especifica que se hayan tenido en cuenta las retribuciones de la plantilla.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>❖ La Compañía ha repartido dividendos, pero no se explica cómo se ha tenido en cuenta el interés de los accionistas a la hora de proponer el incremento.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>❖ No se detallan ni especifican los resultados financieros de la compañía que justifiquen el incremento.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>❖ No se ha contado con el asesoramiento de externos, expertos en retribuciones.</li> <li>❖ No se ha divulgado un benchmark que justifique el incremento.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>❖ No se divulga la información que requiere el mercado.</li> </ul>	<p><b>Recomendaciones en contra de ISS y Glass Lewis</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▶ Más de un 20% de voto en contra</li> </ul>

## 4.4 CASO PRÁCTICO: INCREMENTOS DE SALARIO FIJO AL PRIMER EJECUTIVO EN ESPAÑA

Del análisis previo se desprende lo siguiente:

- › Ante una propuesta de incremento de salario fijo del primer ejecutivo, las recomendaciones recibidas por parte de los proxy advisors, así como el nivel de apoyo recibido han variado sustancialmente, en función de las medidas llevadas a cabo por cada compañía para justificar y explicar su propuesta.
- › Solo la Compañía A ha logrado transmitir de manera detallada y adecuada su propuesta, y, por tanto, ha logrado que el mercado comprenda la necesidad de incrementar el salario de su primer ejecutivo, recibiendo el apoyo generalizado tanto de inversores como de los proxy advisors.
- › Por el contrario, tanto la Compañía B como la C han pasado por alto ciertos aspectos que el mercado considera relevantes e imprescindibles para apoyar un incremento en las retribuciones del primer ejecutivo. Como resultado, ambas propuestas se han visto ampliamente penalizadas. Aunque ambas Compañías (B y C) se han comportado de manera diferente, cumpliendo con

algunos aspectos y con otros no, diferentes entre ellas, el resultado ha sido el mismo, niveles de disidencia por encima del 20%<sup>18</sup>. Esto implica que para su próxima junta de accionistas tendrán que dar respuesta a las preocupaciones manifestadas por los inversores y proxy advisors, diseñando, ejecutando y divulgando un plan de acción adecuado o, en su defecto, se enfrentarán a la penalización de sus propuestas retributivas bajo el argumento “falta de respuesta ante una disidencia elevada” e incluso a la penalización de sus consejeros pertenecientes a la comisión de retribuciones como responsables de estos asuntos.

En definitiva, si bien existen estándares de buen gobierno en materia retributiva -e incluso, ciertas líneas rojas en común-, existen también muchas zonas grises, donde coexisten inversores con políticas de voto muy estrictas, con inversores que son más dependientes de los proxy advisors, e incluso, dentro de este grupo de interés, se observa como el comportamiento de ISS y Glass Lewis en sus recomendaciones de voto, se han

distanciado, siendo en esta última Temporada de Juntas, Glass Lewis más estricto que ISS en materia retributiva. Si bien, a priori, esto puede dificultar las decisiones estratégicas de las compañías a la hora de diseñar modelos retributivos para sus altos ejecutivos, al mismo tiempo permite flexibilizar un campo que en sí mismo es complejo y requiere de un ejercicio de transparencia y esfuerzo por explicar al mercado las distintas casuísticas y características de cada compañía. Para ello, la actividad de *engagement* se posiciona como una herramienta eficaz y de gran utilidad para las compañías.

<sup>18</sup> El porcentaje de votos en contra obtenido por las compañías B y C se considera elevado en ambos casos, aunque no es comparable en términos absolutos, depende de su estructura accionarial y debe entenderse en función de su nivel de capital flotante.

A photograph of three business professionals in a modern, glass-walled meeting room. A man in a blue shirt and glasses is seated on the left, holding a tablet. A woman with curly hair in a brown jacket is seated in the middle, looking towards the man. An older woman with short grey hair is seated on the right, gesturing with her hand. The room has large windows and modern office furniture. The text is overlaid on a white rectangular box in the bottom left corner.

**Recomendaciones para  
la próxima Temporada de  
Juntas 2025**

# RECOMENDACIONES PARA LA PRÓXIMA TEMPORADA DE JUNTAS 2025

A continuación, se enumeran una serie de recomendaciones que ayudarán a las compañías a continuar alineando sus prácticas retributivas a las demandas del mercado, y, en consecuencia, a incrementar el nivel de apoyo en materia retributiva.

## A NIVEL DE “DISEÑO DE MODELO RETRIBUTIVO”

### 01 Con respecto a la retribución total:

- › **Valorar que el mix retributivo esté alineado con las expectativas de mercado**, donde la retribución variable represente la mayor proporción de la retribución total, y dentro de ésta, la variable de largo plazo tenga mayor peso que la de corto plazo.
- › **Realización de *benchmarks* retributivos**, para identificar el posicionamiento del Consejero Delegado y del consejo de administración como órgano supervisor, con respecto a la cesta de comparables.
- › **Establecer límites a la retribución variable total** (corto y largo plazo) como un porcentaje de la retribución fija.

### 02 Con respecto a la retribución fija:

- › Como ya se ha comentado anteriormente, tener en consideración que **cualquier incremento en la retribución fija será objeto de gran escrutinio** por parte del mercado, por lo que deberá estar adecuadamente justificado. Como elementos de justificación se encuentran: posicionar el nuevo salario respecto a una cesta de comparables, haber tenido un óptimo desempeño financiero en la compañía, una experiencia de accionistas positiva, y la adopción de medidas similares por parte de la compañía con respecto al resto de la plantilla. A nivel de estándar internacional, un incremento por encima del 10% será por lo general objeto de mayor escrutinio por parte del mercado.

### 03 Con respecto a la retribución variable:

- › Incluir **métricas ESG** en toda la retribución variable con un peso que debe fluctuar entre el 10%-20%. Las métricas ESG de corto y largo plazo no deben ser similares.
- › **Métrica TSR en el largo plazo**: se debe divulgar la cesta de comparables, y para el devengo del mismo, el desempeño de la

compañía en esta métrica debe ser igual o superior a la mediana de desempeño de la cesta de comparables.

- › Las **cláusulas *malus* y *clawback*** deben ser de aplicación en toda la retribución variable. El periodo de aplicación de la cláusula *clawback* y los motivos que lleven a su aplicación deben ser divulgados.

### 04 Con respecto a otros aspectos contemplados en las políticas de remuneraciones:

- › Los **pagos por terminación de contrato** por encima de dos anualidades (contemplado dentro de este importe, los pagos por no competencia) serán objeto de penalización, al igual que contar con la posibilidad de realizar **pagos extraordinarios** a los consejeros ejecutivos. Estos asuntos, que son objeto de inclusión en la política de remuneraciones, podrán repercutir en el nivel de apoyo que reciban los informes anuales de remuneraciones en los siguientes ejercicios, incluso cuando dichos aspectos no hayan sido de aplicación en el ejercicio en cuestión.

# RECOMENDACIONES PARA LA PRÓXIMA TEMPORADA DE JUNTAS 2025

## A NIVEL DE “GESTIÓN”

### 05 **Visión estratégica de la comisión de retribuciones sobre el modelo retributivo de la compañía**

La comisión de retribuciones debe ser capaz de “vender” el modelo retributivo de sus ejecutivos, siendo consciente de que el diseño del mismo debe estar alineado, en la medida de lo posible, con los estándares internacionales, y adaptado a las peculiaridades de su compañía.

### 06 **Apetito al riesgo**

Es importante medir el apetito al riesgo que el consejo de administración está dispuesto a asumir cuando se llevan a aprobación modelos que no están suficientemente alineados con las expectativas del mercado.

### 07 **Realización de actividades de diálogo con los proxy advisors e inversores**

Esta actividad de diálogo debe ser desarrollada con los *proxy voting team*, y debe ser enmarcada como una actividad “de rutina” por parte de las compañías, celebrándose fuera de la Temporada de Juntas. Para dicha reunión se debe tener en consideración, entre otros, aquellos aspectos manifestados por los inversores en la junta anterior, así como propuestas novedosas que

estén planteándose desde la compañía, sirviendo estas reuniones como un “termómetro”.

Asimismo, en el marco del diálogo, se deberá considerar el entablar otra reunión, más breve, previa a la celebración de la junta, para comentar aspectos específicos de las propuestas que serán sometidas a aprobación, entre ellas, las retributivas.

### 08 **Participación de un miembro de la comisión de retribuciones en las actividades de diálogo**

La participación por parte de quien preside la comisión de retribuciones está siendo un aspecto cada vez más demandado por el mercado, por lo que valorar su involucración en estas reuniones y trabajar en su formación debe estar en las agendas de los consejos de administración.

### 09 **Gestión, por parte de la comisión de retribuciones, cuando se haya recibido un voto disidente elevado en materia retributiva en la junta 2024**

La comisión de retribuciones debe asumir un papel clave en caso de que la compañía haya recibido un voto disidente en materia retributiva; adoptando un rol protagonista a nivel interno (ie. con el área de RRHH, Relación con Inversores, etc.), así como de nexos con el mercado (proxy advisors e inversores).

## A NIVEL DE “TRANSPARENCIA”

### 10 **Mejorar los mensajes introducidos en el IARC**

Las compañías deben trabajar para aportar información relevante al mercado en sus informes anuales de remuneraciones. En esta edición, se han identificado varios ejemplos sobre buenas prácticas de *reporting* que pueden servir como referencia para dar a conocer de una manera más sencilla, visual y amigable aspectos de relevancia para el mercado en relación con el modelo retributivo de las compañías. Aspectos relativos a cómo presentar la información ex ante, como divulgar el nivel de cumplimiento individualizado de las métricas de desempeño, o la inclusión de determinados apartados más “novedosos” deben ser valorados por las compañías. Asimismo, se debe incluir en estos informes los planes de acción abordados por las compañías en respuesta a elevados niveles de disidencia obtenidos en materia retributiva en la junta de accionistas anterior.



## CONTACTOS

El equipo de Georgeson que ha elaborado este Estudio está a vuestra disposición para aclarar cualquier cuestión sobre el contenido del mismo.

### **Carlos Saez**

Managing Director  
España  
c.saez@georgeson.com

### **Claudia Morante**

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

### **Eva Marti**

Corporate Governance Manager  
España  
e.marti@georgeson.com

### **Araceli López**

Corporate Governance Manager  
España  
a.lopez@georgeson.com

### **Giulia Matteo**

Head of Execution  
España  
g.sezille@georgeson.com

### **Claudia Monteagudo**

Account Manager  
España  
claudia.dosil@georgeson.com

### **Sebastián Mata**

Account Manager  
España  
sebastian.mata@georgeson.com



### **Sobre Georgeson**

Fundada en 1935, Georgeson, entonces Georgeson & Company Inc., fue la primera compañía en ofrecer un servicio de proxy solicitud y de reunificación de activos.

Desde entonces se ha convertido en líder mundial en comunicación estratégica con accionistas y de los servicios de asesoramiento en Gobierno Corporativo e ESG.

Durante más de 80 años, Georgeson ha ayudado a las compañías líderes en el mundo a maximizar el valor de las relaciones con sus inversores en el contexto de operaciones corporativas como Juntas de Accionistas, Ampliaciones de Capital u Ofertas Públicas de Adquisición.

En España estamos presentes desde el año 2001, con un liderazgo consolidado en el conjunto de servicios que ofrecemos a las compañías cotizadas españolas.

Para más información, visite [www.georgeson.com](http://www.georgeson.com)