

5ª 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

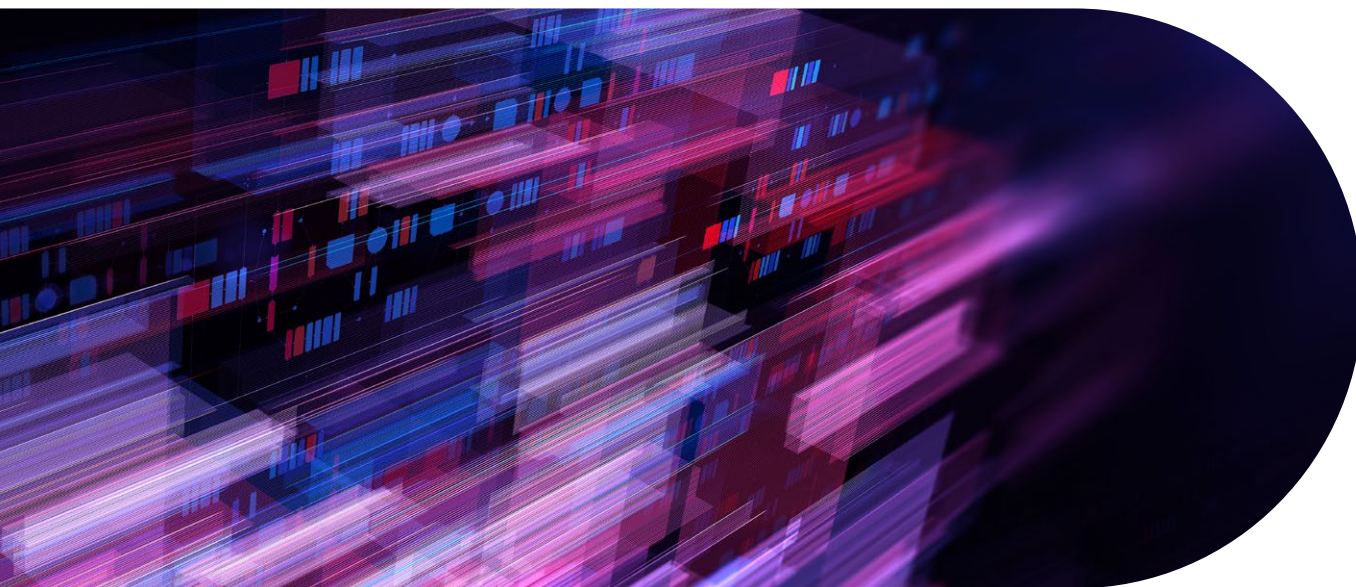
Septiembre 2025

Georgeson

Part of the Computershare Group

CERTAINTY • INGENUITY • ADVANTAGE





Contenido

1. Introducción	4
2. Principales hallazgos	7
3. La importancia del <i>engagement</i>	10
4. Temporada de Juntas 2025 en España	18
5. Una visión global: la Temporada de Juntas a nivel internacional	36
6. Tendencias y recomendaciones para la próxima Temporada de Juntas 2026	42



Introducción

1. Introducción

Un año más, la Temporada de Juntas 2025 posiciona a los asuntos retributivos como uno de los puntos de mayor escrutinio por parte del mercado.

En este quinto Observatorio sobre las retribuciones de los consejeros ejecutivos llevado a cabo por Georgeson, se presentan los principales resultados de esta Temporada de Juntas, analizando en profundidad las preocupaciones y demandas de los inversores institucionales y los proxy advisors más relevantes a nivel internacional en relación a las compañías cotizadas españolas.

Como novedad en esta 5ª edición, Georgeson anima a reflexionar a las cotizadas españolas sobre un punto que considera de especial relevancia para maximizar el apoyo de los accionistas y proxy advisors: el diálogo entre el mercado y los emisores, también conocido como "*engagement*".

El presente informe se estructura en tres grandes bloques, en los que se analizan en profundidad los siguientes asuntos:

01 La importancia del *engagement*

Con el objetivo de mostrar a las cotizadas españolas la relevancia del diálogo continuo entre los emisores y el mercado, es decir, cómo esta relación puede ayudarles en el proceso de preparación de sus juntas de accionistas y a maximizar el nivel de apoyo, en este apartado se detallan:

1. Las preocupaciones más comunes que han manifestado los inversores y proxy advisors en las actividades de *engagement* mantenidas con anterioridad a la Temporada de Juntas 2025.
2. El impacto de esta actividad en la Temporada de Juntas 2025, identificando qué asuntos de los tratados en los *engagements* se materializaron como votos en contra en las juntas de accionistas de las cotizadas españolas.

03 Una visión global: la Temporada de Juntas 2025 a nivel internacional

02 Temporada de Juntas 2025 en España

En este apartado se muestra una radiografía de la situación de las cotizadas españolas, tanto en el IBEX-35 como en el índice IBEX-Medium Cap (en adelante, IBEX-MC). Para ello, se ha analizado en detalle:

1. El comportamiento de los inversores en las juntas de accionistas.
2. El comportamiento de los proxy advisors más relevantes, ISS y Glass Lewis en esta Temporada de Juntas 2025 y su evolución en los últimos cinco años.
3. Un caso práctico sobre el impacto que han tenido los pagos por terminación de contrato a consejeros que han cesado en sus funciones ejecutivas, aunque permaneciendo en el consejo, en el comportamiento del mercado.

Un análisis regional, tomando como mercados comparables a Reino Unido e Italia, con el fin de dar una visión más global sobre lo que está ocurriendo en las juntas de accionistas en materia retributiva en otros países europeos.



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 global.

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

- A nivel nacional, las compañías pertenecientes al índice IBEX-35, así como las pertenecientes al IBEX-MC. Las compañías seleccionadas para cada ejercicio son las que componían los índices a final de cada Temporada de Juntas. En el caso de 2025, se ha tomado su composición a fecha 23 de junio de 2025, excluyendo aquellas compañías que no tienen su sede social en España o que no han publicado los resultados de su junta.
- A nivel europeo, las compañías pertenecientes a los índices de referencia, en los siguientes mercados europeos: Reino Unido (FTSE 100) e Italia (FTSE MIB).





Principales hallazgos

2. Principales hallazgos

En relación con las actividades de *engagement*:

1. La actividad de *engagement* se ha posicionado como una pieza clave para el éxito de las compañías en su relación con inversores y proxy advisors, siendo ya una práctica habitual en la mayoría de las compañías pertenecientes al IBEX-35, y convirtiéndose en una práctica cada vez más frecuente en un número creciente de compañías de menor capitalización.
2. Diversas compañías han logrado que, tras una actividad de *engagement* bien organizada y con argumentos de justificación sólidos, sus inversores se desvíen de las recomendaciones de los proxy advisors e, incluso, que los proxy advisors apoyen sus propuestas.
3. Las principales preocupaciones manifestadas por el mercado durante las actividades de *engagement* celebradas fuera de la Temporada de Juntas han tenido un reflejo directo en las juntas de accionistas, donde se ha visto como muchas de estas preocupaciones se han materializado, coincidiendo con los motivos de voto en contra más recurrentes por parte de los accionistas.

4. Las áreas de preocupación que con mayor frecuencia han sido manifestadas por inversores y proxy advisors durante estos *engagements* son: i) transparencia ex post; ii) métricas ESG; iii) retribución potencial (quantum) y alineación con *peers*; iv) respuesta ante disidencia en juntas; v) estructura de los planes de incentivos a largo plazo; e vi) incrementos en el salario fijo de los ejecutivos.
5. La aplicación del pago por indemnización a consejeros que cesaron en sus funciones ejecutivas, pero permanecieron en el consejo, ha sido una cuestión que no habiendo sido manifestada como preocupación en las actividades de *engagement*, ha constituido un motivo de voto en contra en esta Temporada de Juntas 2025 en España en alguna compañía; poniendo de manifiesto, una vez más, que el mercado analiza las cuestiones retributivas de las compañías en su conjunto, donde la valoración subjetiva del analista juega un papel importante.

En relación con la Temporada de Juntas 2025 en España:

6. Inversores como Legal & General Investment Management, BNP Paribas Asset Management, Candriam Asset Management, Allianz Global Investors, AVIVA Investors y HSBC Global Asset Management, son los inversores que más han penalizado en materia retributiva.

7. Las tres propuestas que con mayor frecuencia se han sometido a votación en materia retributiva han sido el Informe anual de remuneraciones (IARC), la Política de remuneraciones y el Plan de incentivos a largo plazo (PILP). En cuanto al nivel de apoyo por parte de los inversores, si bien todas las compañías del IBEX-35 y del IBEX-MC aprobaron sus propuestas retributivas, se destaca lo siguiente:
 - Los PILPs han sido las propuestas que han obtenido el mayor respaldo por parte de los inversores, tanto en el IBEX-35 como en el IBEX-MC, con medias por encima del 97% en ambos casos.
 - El nivel de apoyo varía al analizar las políticas de remuneraciones y los IARC, donde las propuestas con menor nivel de apoyo han sido las políticas de remuneraciones en el IBEX-35 (media de 85,6%) y los IARC en el IBEX-MC (media de 90,5%).
8. En cuanto a los niveles de disidencia superior al 20%, las compañías de mayor capitalización (IBEX-35) continúan siendo las más penalizadas, tanto en el IARC, como en las políticas de remuneraciones. Cabe destacar que ningún PILP ha recibido una disidencia superior al 20% ni en el IBEX-35 ni en el IBEX-MC.



En relación con la relevancia del análisis del capital flotante en los resultados de voto:

9. Desde la perspectiva de Georgeson, el análisis de voto en relación únicamente al quorum puede ofrecer una imagen distorsionada del verdadero respaldo que recibe la empresa por parte del capital flotante, tal y como se desprende a continuación:
 - En las tres propuestas sometidas a aprobación con mayor frecuencia, el promedio de apoyo en términos de quórum ha sido mayor en las compañías de menor capitalización -IBEX-MC- (93,4% de media), que en las del IBEX-35 (90,7% de media). Esta situación responde en gran medida a la propia estructura de capital, donde las compañías de menor capitalización se caracterizan por contar en mayor medida con un accionista o accionistas de control que apoyan por lo general las propuestas del *management*.
10. En términos evolutivos (2021-2025), se aprecia una reducción gradual pero sostenida del porcentaje de no votantes, evidenciando un incremento continuado en la participación activa del capital flotante en las juntas de accionistas, tanto en el IBEX-35, como en el IBEX-MC.

En relación con el comportamiento de los proxy advisors (ISS y Glass Lewis):

11. Las coincidencias en las recomendaciones de voto de ISS y Glass Lewis han disminuido de forma constante en ambos índices durante el periodo 2021-

2025, mostrándose un cambio de tendencia en el comportamiento de ambos proxy advisors:

Con respecto al IBEX-35:

- Glass Lewis se mantiene como el proxy advisor más estricto, con una mayor proporción de recomendaciones contrarias en relación con ISS, tanto en el IARC como en los PILP, si bien ha reducido la proporción de sus recomendaciones en contra respecto a 2024.
- ISS ha incrementado su escrutinio en todas las propuestas retributivas respecto a la Temporada de Juntas anterior, siendo incluso más estricto que Glass Lewis en las políticas de remuneraciones.

Con respecto al IBEX-MC, se observa un comportamiento más heterogéneo:

- Glass Lewis ha reducido la proporción de recomendaciones en contra en todas las propuestas retributivas respecto a 2024, a excepción del IARC donde mantiene la proporción.
- Por el contrario, ISS ha incrementado su escrutinio tanto en los IARCs como en los PILPs.

12. En relación con las recomendaciones de voto de ambos proxy advisors, se observa que tanto ISS como Glass Lewis han incrementado significativamente su escrutinio respecto a las Políticas de remuneraciones en el IBEX-35, siendo el asunto más penalizado en esta Temporada de Juntas.

En relación con los resultados comparativos a nivel internacional:

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

13. Un año más, Reino Unido se posiciona como el mercado con el mayor nivel de apoyo promedio en las cuestiones retributivas y menor proporción de propuestas fuertemente cuestionadas. En cuanto a la aprobación del IARC, alcanzó una media de respaldo del 93,8%, lo que refleja una mayor alineación de sus informes con los estándares de buen gobierno.
14. Italia se posicionó como el mercado con mayor proporción de propuestas retributivas que recibió más del 10% de oposición por parte de sus accionistas. Un 38,2% de los informes de remuneraciones y un 41,2% de las políticas retributivas recibieron más de un 10% de votos en contra, evidenciando una creciente sensibilidad crítica hacia las propuestas presentadas en dicho país.
15. España ha reducido sus niveles de disidencia respecto a la aprobación de sus IARCs, sin embargo, ha sido el mercado con menor nivel de apoyo en las políticas de remuneraciones. La oposición a las políticas se ha incrementado en este ejercicio, pasando de un 41,2% en 2024 a un 56,3% en 2025.





La importancia del *engagement*

3. La importancia del *engagement*

La actividad de *engagement* se ha posicionado como una pieza clave para el éxito de las compañías en su relación con inversores y proxy advisors, siendo ya una práctica habitual en la mayoría de las compañías pertenecientes al IBEX-35, y convirtiéndose en una práctica cada vez más frecuente en un número creciente de compañías de menor capitalización.

Los proxy advisors siguen teniendo un impacto relevante en los resultados de voto en las juntas de accionistas; impacto que se hace más evidente en compañías donde el nivel y la participación del capital flotante es mayor. Sin embargo, en la práctica, también venimos observando una mayor profesionalización por parte de los inversores, caracterizado por un mayor número de inversores institucionales activos en gobierno corporativo, con equipos especializados de *stewardship* que votan en las juntas de accionistas, y cuentan con políticas de voto propias.

En este contexto, el *engagement* es una herramienta fundamental para las compañías en el proceso de preparación de sus juntas de accionistas, tanto para

1. reducir el impacto de las recomendaciones contrarias de los proxy advisors, como para
2. conseguir acercar posturas con sus inversores y reducir el potencial riesgo de voto en contra.

3.1 La actividad de *engagement* y su impacto en la Temporada de Juntas 2025

En esta Temporada de Juntas 2025, hemos visto como diversas compañías, tras una actividad de *engagement* bien organizada y con argumentos de justificación sólidos, han logrado que sus inversores se desvíen de las recomendaciones de los proxy advisors e, incluso, que los proxy advisors apoyen sus propuestas.

En este apartado se han analizado los principales resultados provenientes de las actividades de *engagement* -mantenidas fuera de la Temporada de Juntas- por emisores españoles y europeos, en materia retributiva, donde estuvo presente el equipo de Georgeson. En concreto, se han analizado 123 *feedbacks* provenientes de reuniones mantenidas con:

- Los dos proxy advisors de referencia: ISS y Glass Lewis
- Un total de 35 inversores institucionales presentes en el capital de diversas compañías españolas y europeas.

Tras finalizar la Temporada de Juntas 2025, podemos afirmar que **las principales preocupaciones manifestadas por los inversores y proxy advisors durante las actividades de *engagement* celebradas fuera de la Temporada de Juntas han tenido un reflejo directo en las juntas de accionistas**, donde hemos visto como muchas de estas preocupaciones se han materializado, **coincidiendo con los motivos de voto en contra más recurrentes** por parte de los accionistas.



A continuación, se detallan las preocupaciones más frecuentes manifestadas por los inversores y proxy advisors en las actividades de *engagement*, así como algunos ejemplos de los racionales de los accionistas que votaron en contra en las cotizadas españolas por argumentos similares a los comentados previamente en los *engagements*:

- La **transparencia ex post** ha sido una de las preocupaciones más recurrentes entre los inversores y proxy advisors en estas sesiones de *engagement*, donde han insistido en la importancia de divulgar las métricas empleadas y el grado de cumplimiento alcanzado, de manera individualizada.

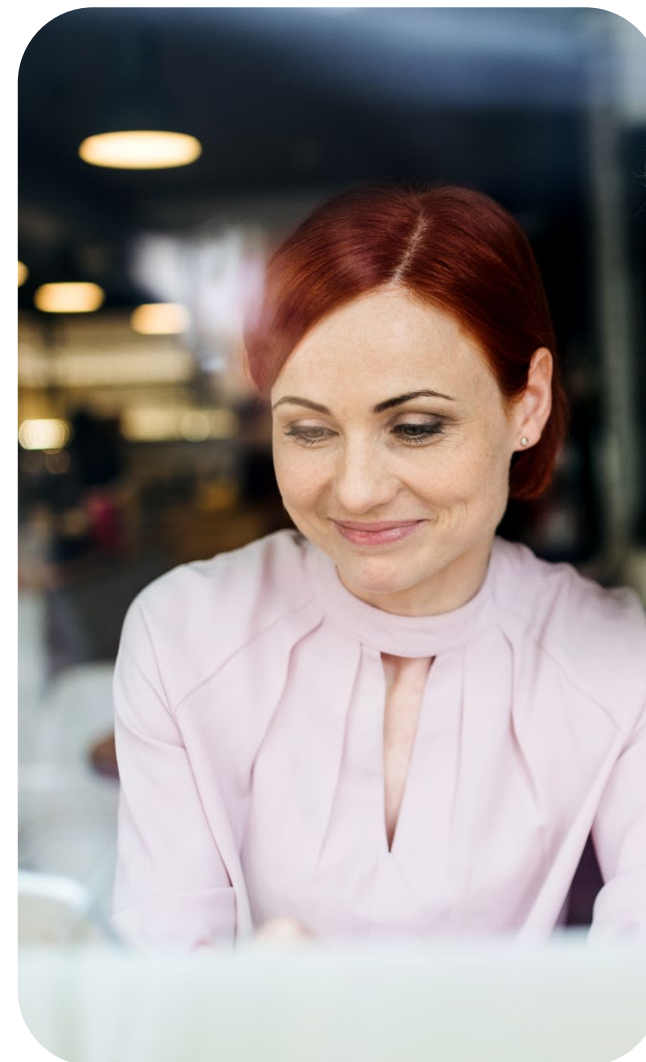
Cuando la información facilitada por la compañía no es suficiente, no les es posible determinar la vinculación entre la retribución variable y el desempeño ("pay for performance") y asegurar, por tanto, que la compensación refleja de forma justa y transparente el valor generado para los accionistas.

Racionales de voto en contra en la Temporada de Juntas 2025:

"It is in the interest of investors to understand (retrospectively) annual targets set for executives by the board as well as performance against these targets. We expect clear disclosure of compensation policy, KPIs, achievements and payout to enable investors to better assess the link between management incentives and corporate strategy and performance."

"A vote AGAINST this item is warranted because the company continues to provide insufficient retrospective information on variable pay."

"The company continues to provide insufficient retrospective information on variable pay."



> Las **métricas ESG** incluidas en los modelos retributivos, tanto a corto como a largo plazo, han suscitado un creciente interés entre los inversores, quienes demandan mayor transparencia sobre los indicadores utilizados. En este sentido, solicitan de manera más frecuente, el siguiente tipo de información:

- los criterios que justifican la posible selección de nuevas métricas, valorando que éstas sean ambiciosas.
- la metodología específica empleada para la medición de ciertas métricas, cuya fiabilidad o complejidad de cálculo resultan controvertidas, ya que la dificultad para cuantificar determinados aspectos podría dar lugar a resultados inconsistentes o manipulables. Esta preocupación se extiende al conjunto de métricas, tanto financieras como no financieras.
- los umbrales y escalas de consecución establecidas para cada una de las métricas.

Racionales de voto en contra en la Temporada de Juntas 2025:

"CEO pay is not tied to performance against a greenhouse gas emissions reduction target verified by the SBTi and short and long-term diversity, equity and inclusion targets linked to implementation of a racial justice audit's recommendation."

"A vote AGAINST this item is warranted because... the company belongs to the Climate Action 100+ Companies and there are no climate-related performance criteria attached to either the STI or LTI plans."

> El modelo retributivo en su conjunto ha sido también un asunto de debate. Los inversores esperan que la **estructura de remuneración** esté bien diseñada, alineando de manera efectiva los incentivos con el crecimiento de la compañía y con los intereses a largo plazo de los accionistas.

Racionales de voto en contra en la Temporada de Juntas 2025:

"The structure of the compensation scheme does not comply with internationally recognized best practice."

"Do not believe that the current structure of the incentive compensation plan optimally aligns pay and performance."

"Remuneration Policy not aligned with long-term shareholder interests."



- Preocupaciones sobre el "quantum" de la retribución de los consejeros. Muchos inversores muestran inquietud respecto al importe total de los paquetes de compensación de los consejeros -en especial, de los ejecutivos- en relación con el tamaño de la compañía o en comparación con su *peers*. Por ello, son partidarios de las siguientes acciones por parte de las compañías:

- La publicación de las empresas utilizadas como grupo de comparación (*peers*), así como del proceso seguido para su selección. La ausencia de esta información en los informes anuales de remuneraciones puede hacer que inversores tomen en consideración como compañías comparables a otras entidades publicadas por proveedores que, muchas veces, no se ajustan a la realidad.
- Divulgar información detallada sobre los resultados de los *benchmarks* realizados, incluyendo el percentil donde se ubican los distintos importes de la retribución y, justificando, de ser el caso, los motivos por los cuales se encuentra el consejero ejecutivo por encima, o por debajo de la mediana de las compañías comparables.

Racionales de voto en contra en la Temporada de Juntas 2025:

"The CEO's total remuneration package exceeds the median of the peer group of more than 10 percent."

"Benchmark used for pay-setting not disclosed STI targets not disclosed."

- Cuando una compañía registra un **porcentaje significativo de votos en contra en su junta de accionistas**, el mercado espera un plan de acción concreto por parte de la empresa para reducir dicho nivel de disidencia en la siguiente junta. ¿Cómo está respondiendo la compañía a los votos disidentes recibidos en su pasada junta para estar más alineada con sus expectativas? ¿Cuál es su interpretación de los resultados obtenidos? ¿Ha hecho pública su interpretación y el plan de acción que se está abordando? Estas han sido algunas de las preguntas más habituales por parte de los inversores y proxy advisors en las actividades de *engagement* con compañías que obtuvieron votos disidentes en juntas pasadas.

Entre las medidas que espera el mercado, se encuentran:

- Análisis de los motivos de voto en contra por parte de la comisión de remuneraciones.
- Celebración de actividades de *engagement* con proxy advisors y principales inversores fuera de la Temporada de Juntas, para reflejar que la compañía ha analizado los motivos de disidencia y está acometiendo cambios para alinearse con el mercado, y recibir *feedback*.
- Dar a conocer al mercado los principales cambios acometidos por la compañía.

Racionales de voto en contra en la Temporada de Juntas 2025:

"Insufficient response to shareholder dissent."

"Poor response to prior year dissent."

"A vote AGAINST this item is warranted because: The board proves unresponsive to minority shareholders' recurring concerns over the company's pay disclosure and practices."



➤ La **estructura del plan de incentivos a largo plazo** debe estar alineada con los intereses a largo plazo de los accionistas y con las buenas prácticas, siendo sus características principales una preocupación habitual entre los inversores. Entre otras, los inversores suelen hacer referencia a lo siguiente:

- Las métricas utilizadas en los PILP deben ser distintas de las utilizadas para el cálculo de la retribución a corto plazo.
- Cuando se utiliza una métrica de desempeño relativa (siendo la más común, la métrica del Retorno Total al Accionista -TSR por sus siglas en inglés-), el mercado espera que no se devengue ningún incentivo cuando el desempeño de la compañía en relación con dicha métrica se sitúa por debajo del de la mediana del grupo de comparación.
- Los incentivos a largo plazo deben estar limitados, ya sea como un porcentaje de la retribución fija o un número máximo de acciones.
- Algunos inversores más estrictos en la materia insisten en que la duración de estos planes no debe ser inferior a 3 o incluso 5 años.
- Las cláusulas *clawback* deben ser de aplicación a toda la retribución variable.

Racionales de voto en contra en la Temporada de Juntas 2025:

"The remuneration plan does not adhere to the best practice of having a clawback provision in place for the LTIP."

"The Plan was not in line with our guidelines on executive remuneration."

"A vote against is applied as we expect all incentive plans to be capped either as a percentage of salary or a fixed number of shares."

"The company moved to an absolute TSR measure, instead of relative, and hence no target disclosure is available for shareholders to assess whether the plan is sufficiently stringent."

"A vote AGAINST is warranted because awards are permitted to vest for below median relative performance."

"A vote against is applied as we expect a sufficient proportion of the Long Term Incentive to be subject to performance conditions that are aligned to the company's long-term strategy and measured over a period of at least 3 years."

"We encourage companies to consider a five-year performance period for long-term incentive plans or introducing an additional holding period."

➤ **Incrementos en el salario fijo del primer ejecutivo.**

Los inversores esperan entender los argumentos que hay detrás de cualquier **aumento significativo** en la remuneración de los consejeros, así como esperan que estos estén debidamente justificados.

Racionales de voto en contra en la Temporada de Juntas 2025:

"Increase is excessive."

"We do not approve significant salary increases that are not linked to material changes in the business or in the role and responsibilities of executive directors."

"A vote AGAINST this item is warranted, because the board has not sufficiently substantiated the significant increase in executive directors' base salary."

Adicionalmente, cabe destacar que ha habido un aspecto que, si bien no fue manifestado por parte del mercado en las actividades de *engagement* fuera de la Temporada de Juntas, sí han constituido un **motivo de voto en contra en esta Temporada de Juntas 2025 en España**:

Los **pagos por terminación de contrato**.

Durante la presente temporada de Juntas, se ha observado que varios inversores han manifestado su oposición al otorgamiento de indemnizaciones (incluso cuando el importe de ésta se encontraba alineada con las expectativas del mercado) debido a que el consejero ha dejado de desempeñar funciones ejecutivas, pero ha permanecido en el consejo.

Algunos inversores y proxy advisors han considerado que no deberían realizarse pagos por cese contractual mientras el consejero continúe formando parte del consejo. En este sentido, consideran que cualquier posible pago debería posponerse hasta la finalización de su vínculo con la compañía. Para más detalle, ver el apartado 4.3 relativo a "Caso práctico: pagos por terminación de contrato".



Asimismo, un año más, los siguientes motivos de voto en contra han permanecido entre los más recurrentes:

- > **discrecionalidad excesiva** (ie. pagos extraordinarios, pagos de bienvenida, posibilidad de alterar los objetivos de manera ex post);
- > **mix retributivo enfocado al corto plazo**; y
- > ausencia de **política de tenencia de acciones**.

Aspectos que Georgeson recomienda a las compañías tener en consideración antes de dar inicio a una actividad de *engagement*:

QUÉ

¿Qué asuntos deben ser objeto de diálogo en materia retributiva?

¿Qué información soporte deben utilizar las compañías en la actividad de diálogo?

¿Existe alguna limitación por parte de las compañías en cuanto a la divulgación de cierta información?

QUIÉN

¿Quién/es deben liderar la actividad de *engagement* por parte de los emisores?

¿Qué otros interlocutores suelen participar en las reuniones, por parte de los emisores?

¿Con qué equipos específicos debe reunirse la compañía para tratar los temas retributivos?

CÓMO

¿Cómo suele desarrollarse una actividad de *engagement*?: duración, lugar de celebración, etc

CUÁNDO

¿Cuándo es el mejor momento para realizar las actividades de *engagement*?

DÓNDE

¿Dónde se suelen realizar las actividades de *engagement*?



Temporada de Juntas 2025 en España

4. Temporada de Juntas 2025 en España

Las inquietudes expresadas por los inversores y proxy advisors en materia retributiva -detalladas anteriormente- han influido directamente en el grado de respaldo obtenido por las compañías en sus juntas generales de accionistas celebradas en 2025.

Como viene siendo habitual en el mercado español, durante la Temporada de Juntas 2025¹, tres cuestiones vinculadas a la remuneración han sido las que con mayor frecuencia se han sometido a votación. Estas son:

- **Informe anual de remuneraciones de los consejeros (IARC):**
33 propuestas en el IBEX-35 y 19 en el IBEX-MC.
- **Política de remuneraciones:**
16² propuestas en el IBEX-35 y 10³ en el IBEX-MC.
- **Plan de incentivo a largo plazo (PILP):**
14 propuestas en el IBEX-35 y 6 en el IBEX-MC.

¹ En materia de resultados de juntas debe tenerse en cuenta lo siguiente: (i) para IBEX-35 se han analizado un total de 33 compañías, excluyendo 2 compañías por estar sujetas a normativa internacional; (ii) para IBEX-MC se han analizado un total de 19 compañías, excluyendo a una compañía que por su reciente salida a Bolsa no celebrará su JGA hasta 2026.

² De estas, 1 propuesta se refiere a la modificación de la Política retributiva ya en vigor.

³ De estas, 4 propuestas se refieren a modificaciones de las Políticas retributivas ya en vigor.

4.1. Comportamiento de los inversores

En esta Temporada de Juntas 2025, los inversores institucionales extranjeros activos en gobierno corporativo que con mayor frecuencia han penalizado a las compañías cotizadas españolas, IBEX-35 e IBEX-MC, en materia retributiva, han sido, entre otros: Legal & General Investment Management, BNP Paribas Asset Management, Candriam Asset Management, Allianz Global Investors, AVIVA Investors y HSBC Global Asset Management.

Asimismo, se mantiene una tendencia positiva en cuanto a la mayor actividad a nivel de *engagement* y ejercicio del deber fiduciario por parte de inversores domésticos como CaixaBank Asset Management y Santander Asset Management.

Por último, si bien el voto en contra es la herramienta más utilizada por parte del mercado para mostrar su descontento con las distintas cuestiones retributivas, se observa que algunos inversores institucionales, como es el ejemplo de Allianz Global Investors o BNP Paribas Asset Management, también utilizan las abstenciones como mecanismo de oposición. Esto, sumado al comportamiento de otros inversores relevantes que por política interna se abstienen de votar en los puntos relativos a las retribuciones, ha provocado un ligero incremento en los niveles de abstenciones en esta Temporada de Juntas. Este comportamiento se analiza en mayor detalle en el apartado 4.1.3.



4.1.1. Nivel de apoyo en los asuntos retributivos en 2025 (IBEX-35 vs. IBEX-MC)

A continuación, se muestran los principales resultados del análisis realizado por Georgeson.

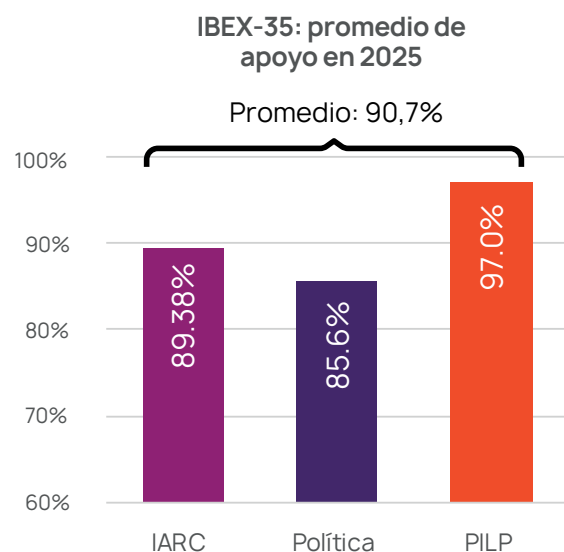
Aprobación de propuestas

Todas las compañías cotizadas españolas, tanto del IBEX-35 como del IBEX-MC, han aprobado sus propuestas retributivas durante la Temporada de Juntas 2025.

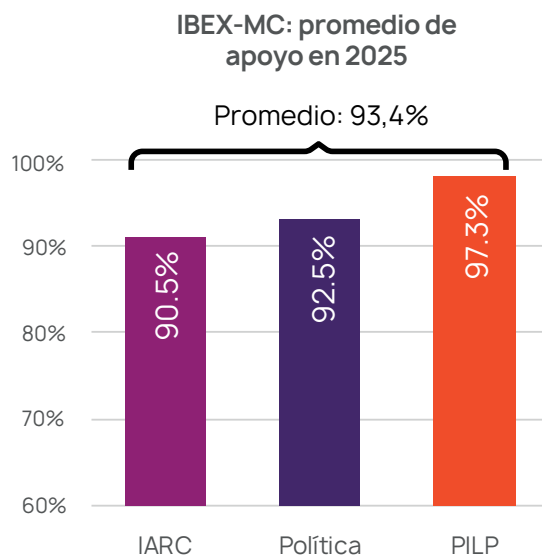


Promedio de voto a favor

De los gráficos a continuación, donde se muestra el promedio de apoyo recibido por las compañías del IBEX-35 y del IBEX-MC, se desprende lo siguiente:



- > Los planes de incentivos a largo plazo han sido las propuestas que han obtenido el mayor respaldo por parte de los inversores en ambos índices, con medias por encima del 97% en ambos casos.



- > En cambio, el nivel de apoyo varía al analizar las políticas de remuneraciones y los IARC, donde las propuestas con menor nivel de apoyo han sido las políticas de remuneraciones en el IBEX-35 (media de 85,6%) y los IARC en el IBEX-MC (media de 90,5%).

- > Es importante resaltar que, en las tres propuestas sometidas a aprobación con mayor frecuencia, el promedio de apoyo ha sido mayor en las compañías de menor capitalización -IBEX-MC- (93,4% de media), que en las del IBEX-35 (90,7% de media) en términos de quórum. Esta situación responde en gran parte a la propia estructura de capital, donde:

- las compañías de menor capitalización se caracterizan por contar en mayor medida con un accionista o accionistas de control -apoyando por lo general las propuestas del *management*-
- algunas compañías cuentan en su capital social con inversores cuyas políticas específicas de voto pueden incidir en los niveles de apoyo. Tal es el caso de cuatro compañías del IBEX-35 y una del IBEX-MC que cuentan en sus accionariados con la participación de Sociedad Estatal de Participaciones Industriales (SEPI). Este inversor aplica una política general de abstención en los puntos relativos a la retribución, lo que incide en un menor nivel de apoyo en las juntas de accionistas.

Por este motivo, en el apartado 4.1.2 se analiza la evolución de los resultados en junta, en términos del voto en contra, excluyendo así el impacto de este accionista (SEPI) en las compañías en las que participa.

Disidencia superior al 20%

En cuanto a la disidencia manifestada por los inversores a nivel retributivo, las compañías de mayor capitalización continúan siendo las más penalizadas. En concreto:

- Los IARCs han sido las propuestas más penalizadas por el mercado, con un total de 6⁴ informes en el IBEX-35 y 3 informes en el IBEX-MC.
- Le siguen las Políticas de remuneraciones, con un total de 5⁵ Políticas penalizadas en el IBEX-35, y solo 1 en el IBEX-MC.
- Ningún PILP ha recibido una disidencia superior al 20% ni en el IBEX-35 ni en el IBEX-MC.

⁴ 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.

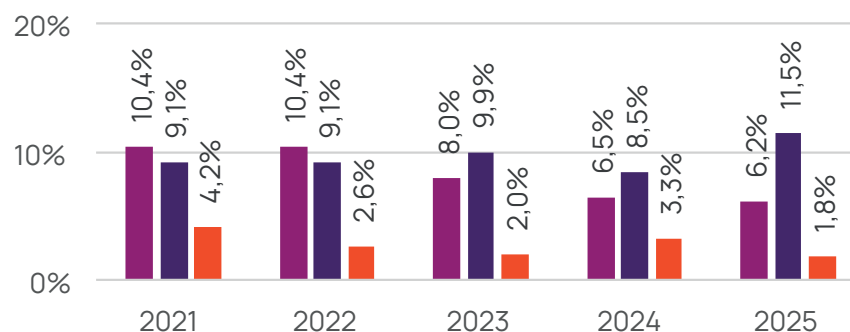
⁵ En 1 de ellas SEPI cuenta con una posición relevante.



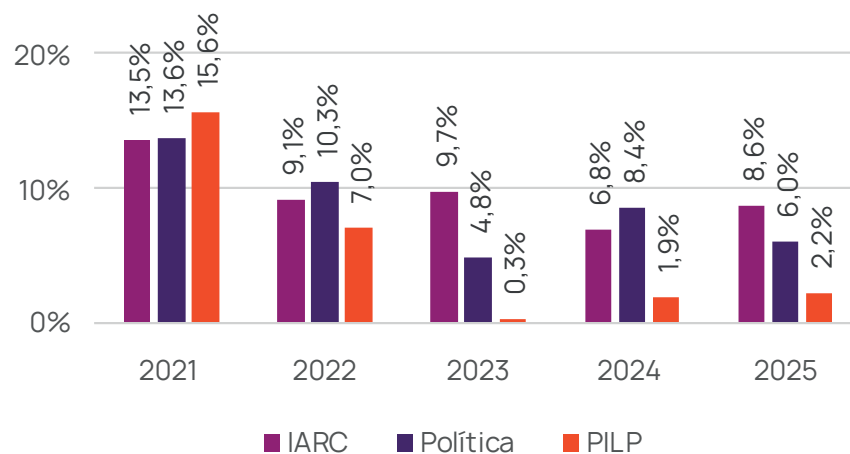
4.1.2. Evolución en los resultados de voto en contra en los últimos cinco años

Los gráficos a continuación muestran la evolución del promedio de voto en contra para las Compañías del IBEX-35 e IBEX-MC, para las tres propuestas retributivas sometidas a aprobación con mayor frecuencia, destacando lo siguiente:

IBEX-35: Evolución promedio de voto en contra



IBEX-MC: Evolución promedio de voto en contra



⁶ Una compañía del IBEX-35 obtuvo un 7,7% de voto en contra, y una compañía del IBEX-MC obtuvo un 6,1% de voto en contra. Excluyendo ambas compañías de la muestra, ninguna propuesta superó el 4% de oposición.



- › **Los PILP han consolidado su posición como la propuesta retributiva que genera menor oposición entre los inversores, tanto en el IBEX-35 como en el IBEX-MC.**

Desde 2021 se observa una disminución sostenida del promedio de voto en contra del PILP, sin que ninguna propuesta haya superado el 8%⁶ de oposición en ninguno de los dos índices durante 2025. Este bajo nivel de oposición refleja la existencia de un consenso sólido por parte del mercado y refuerza la percepción de que los PILP se encuentran bien alineados con las expectativas de los accionistas.

- › **Los IARCs también muestran una evolución positiva, al reducirse desde 2021 el promedio de voto en contra en ambos índices.**

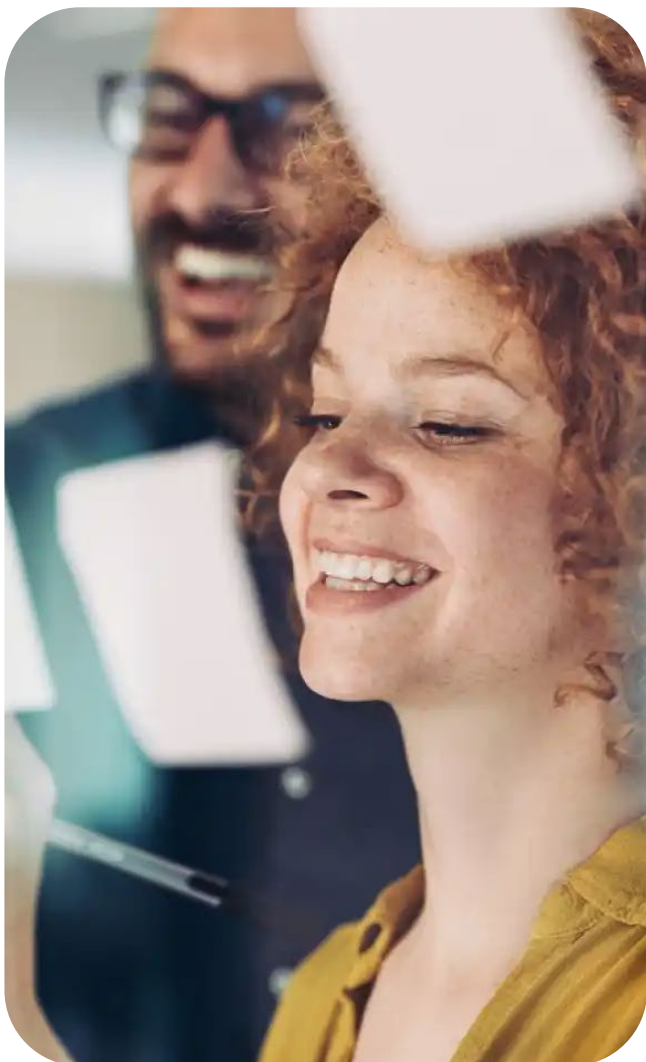
En el IBEX-35, el nivel de oposición en 2025 se sitúa en el 6,2%, el más bajo del periodo analizado y también inferior al promedio registrado en el IBEX-MC. No obstante, persisten ciertos focos de preocupación:

- En el IBEX-35, tres compañías han registrado una oposición superior al 20% y cinco se sitúan en el rango del 10%-20%.
- En el IBEX-MC, tres compañías que han superado el 20% de votos en contra -una de ellas con un porcentaje cercano al 30%- y otras cuatro se encuentran en el intervalo del 10%-20%.

- › **En las Políticas de remuneraciones se observa una dinámica distinta.**

- El IBEX-MC registra una mejora notable, reduciendo el promedio de voto en contra al 6%.
- En cambio, el IBEX-35 registra un repunte en la oposición, alcanzando un promedio de 11,5%, superior al registrado en los ejercicios anteriores, reflejando el descontento del mercado con determinadas políticas de remuneraciones. En 2025, cuatro compañías superaron el 20% de voto en contra -una de ellas con más del 30%- y otras cuatro se situaron en el intervalo del 10%-20%.

Al interpretar estos datos, conviene tener en cuenta las diferencias en la composición accionarial de las compañías que integran ambos índices, ya que constituye un factor a tener en consideración cuando se realiza una comparativa entre compañías. Estas peculiaridades se detallan en el apartado a continuación.



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

Anualmente, Georgeson resalta la necesidad de comprender la estructura de capital de las compañías cotizadas para interpretar correctamente los niveles de apoyo y el comportamiento del capital flotante, ya que éste constituye el grupo de inversores institucionales que votan -en su mayoría- siguiendo parámetros de buen gobierno corporativo.

Esta perspectiva es fundamental, ya que los resultados de votación en compañías con un núcleo accionarial concentrado ofrecen una imagen distorsionada del verdadero respaldo que recibe la empresa por parte del capital flotante.

Los gráficos que se presentan a continuación reflejan la evolución promedio de los resultados de votación durante los últimos cinco años en las compañías del IBEX-35 y del IBEX-MC, en relación con la aprobación de los IARCs. Se ha elegido esta propuesta para el análisis, por ser la que se somete a votación por todas las cotizadas españolas, con carácter anual, si bien en modo consultivo y no vinculante.

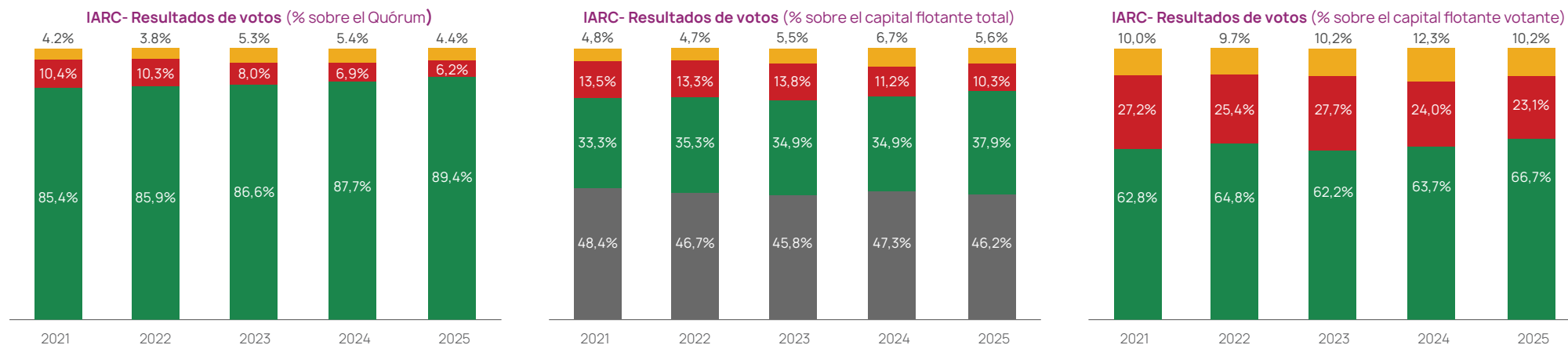
⁷ Se ha tomado como capital flotante el porcentaje indicado por las compañías en su informe anual de gobierno corporativo correspondiente al ejercicio 2024.

⁸ Para calcular el voto del capital flotante, se asume que el núcleo duro (excluyendo la autocartera) ha votado con la totalidad de su posición.

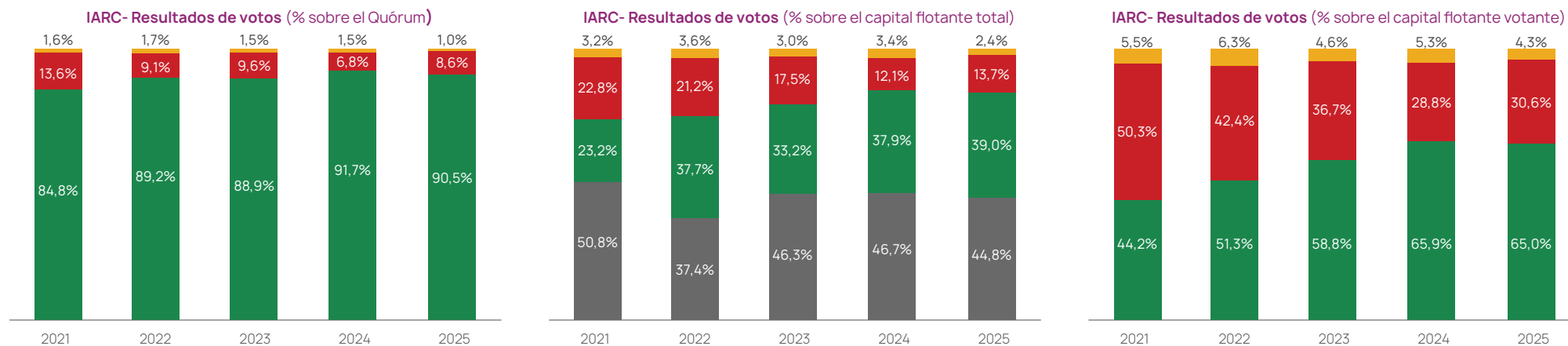
El análisis se ha realizado desde tres perspectivas:

- › Porcentaje de voto favorable sobre el quórum total.
- › Porcentaje de voto favorable sobre el capital flotante total⁷.
- › Porcentaje de voto favorable sobre el capital flotante que participó en las juntas⁸.

IBEX-35



IBEX-MC



■ A favor ■ En contra ■ Abstenciones ■ No Votante



Tras analizar la evolución del nivel de respaldo total y el comportamiento del voto del capital flotante en el IBEX-35 e IBEX-MC, se identifican las siguientes tendencias:

- **La estructura de capital tiene influencia en los resultados de voto:** Si bien el respaldo sobre el quorum es usualmente mayor en las compañías del IBEX-MC, el capital flotante del IBEX-35 registra mayor respaldo al IARC en la mayoría de los ejercicios analizados. Esta diferencia responde a que las compañías del IBEX-35, caracterizadas por un mayor capital flotante, están sometidas a un escrutinio más intenso por parte de inversores institucionales y analistas, por lo que vienen adoptando mejoras en sus prácticas de gobierno corporativo como mecanismo para mantener la confianza del mercado y facilitar la aprobación de sus propuestas.

En contraste, las compañías del IBEX-MC, con estructuras accionariales donde el núcleo duro mantiene mayor peso relativo, pueden lograr la aprobación de los puntos del orden del día sin depender del respaldo del capital flotante. Esta configuración reduce la presión inmediata para implementar las mejores prácticas de gobierno corporativo, dado que el control accionarial concentrado permite aprobar las propuestas con menor necesidad de convencer a los inversores institucionales considerados como parte del capital flotante.

- **Mayor participación del capital flotante:** Durante los últimos cinco años se aprecia una reducción gradual pero sostenida del porcentaje de no votantes, evidenciando un incremento continuado en la participación activa del capital flotante en las juntas de accionistas.
- **Incremento en el apoyo al IARC:** En ambos índices se registra un aumento progresivo del respaldo recibido por las compañías en sus IARC, tanto por parte del capital flotante como del núcleo duro accionarial, si bien esta tendencia no siempre se presenta como un crecimiento lineal constante.
- **Cambios en la composición del voto disidente:** Aunque se mantiene el incremento general en el nivel de apoyo, dentro del segmento de voto disidente, se observa un aumento en las abstenciones mientras disminuye el voto en contra. Este incremento en la abstención se debe en gran medida a la política de inversores relevantes de abstenerse en los puntos relativos a la remuneración. Un ejemplo destacado es SEPI, que ha aumentado su participación cotizadas estratégicas españolas en los últimos años, manteniendo una posición de abstención sistemática en estas materias.



4.2 Comportamiento de los proxy advisors

Al analizar las recomendaciones de voto de los proxy advisors más relevantes a nivel internacional, ISS y Glass Lewis, sobre los tres asuntos retributivos sometidos a aprobación con mayor frecuencia por las cotizadas españolas en esta Temporada de Juntas 2025, podemos afirmar que:

> Con respecto al IBEX-35:

- Glass Lewis se mantiene como el proxy advisor más estricto, con una proporción de recomendaciones contrarias más elevadas que ISS, tanto en el IARC, como en los PILP, si bien ha reducido sus recomendaciones en contra en ambas propuestas respecto a 2024.
- Por el contrario, ISS ha incrementado su escrutinio en todas las propuestas retributivas respecto a la Temporada de Juntas anterior, siendo incluso más estricto que Glass Lewis en las políticas de remuneraciones.
- Cabe destacar que las políticas de remuneraciones han sido las propuestas con mayor proporción de recomendaciones contrarias por parte de ambos proxy advisors, mientras los PILPs han sido las propuestas menos penalizadas por ambos.

> Con respecto al IBEX-MC, se observa un comportamiento más heterogéneo entre ambos proxy advisors:

- Glass Lewis ha reducido sus recomendaciones en contra en todas las propuestas retributivas respecto a 2024, a excepción del IARC donde mantiene la proporción.
- Por el contrario, ISS ha incrementado su escrutinio tanto en IARCs como en PILPs.
- Por último, respecto a las políticas de remuneraciones, ambos proxy advisors han reducido su escrutinio, manteniéndose Glass Lewis como el proxy advisors más estricto.

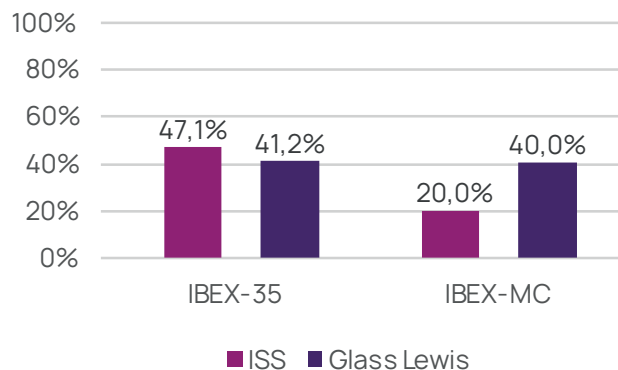
Sin embargo, como se muestra en el siguiente apartado, el análisis de los datos en profundidad pone de manifiesto algunos matices diferenciadores respecto a la pasada Temporada de Juntas.



4.2.1 Recomendaciones contrarias por parte de los proxy advisors

- > En relación con la **Política de remuneraciones**, ambos proxy advisors han emitido recomendaciones contrarias en más del 40% de las propuestas del IBEX-35. Sin embargo, mientras Glass Lewis mantiene este nivel de oposición en las IBEX-MC, ISS ha sido menos estricto con las compañías de menor capitalización, recomendando en contra solo en el 20% de las propuestas.

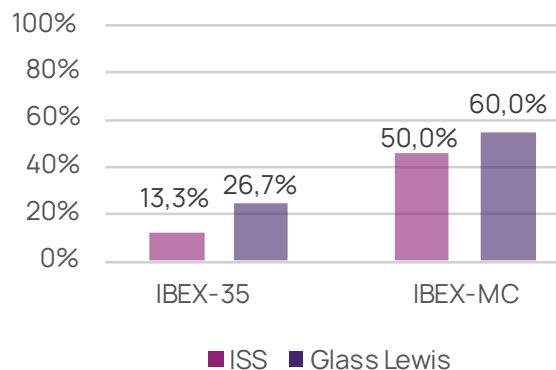
Política 2025: proporción de recomendaciones contrarias



Con respecto a 2024, cabe destacar que:

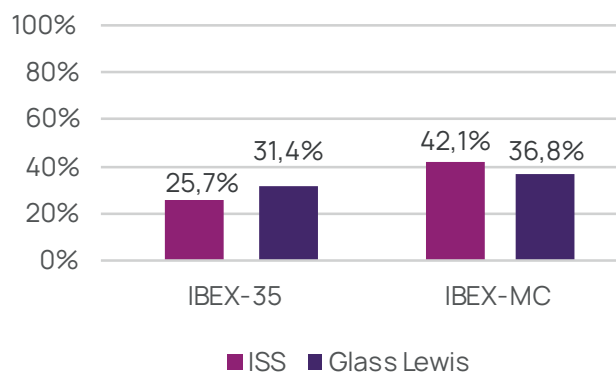
- Ambos proxy advisors han incrementado significativamente sus recomendaciones en contra en las compañías del IBEX-35, siendo más relevante el cambio de ISS, que ha pasado de un 13,3% de recomendaciones contrarias en 2024 a un 47,1% en este 2025.
- Por el contrario, en el IBEX-MC ambos proxy advisors han reducido la proporción de recomendaciones contrarias de manera significativa en el último año, pasando de un 50% en 2024 a un 20% en 2025 en el caso de ISS, y de un 60% a un 40% en el caso de Glass Lewis.

Política 2024: proporción de recomendaciones contrarias



- En cuanto a los **IARC**, apreciamos una proporción de recomendaciones contrarias más elevada en las compañías del IBEX-MC por parte de ambos proxy advisors.

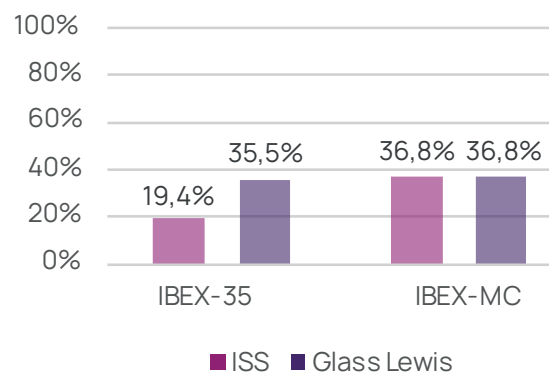
IARC 2025: proporción de recomendaciones contrarias



Con respecto a 2024, se observa que:

- En el caso de las IBEX-35, ISS incrementó ligeramente la proporción de recomendaciones contrarias, pasando de 19,40% en 2024 a 25,7% en 2025; mientras que Glass Lewis redujo ligeramente dicha proporción, pasando de 35,50% a 31,4% en 2025.
- En cuanto a las compañías de menor capitalización, Glass Lewis mantiene la proporción de oposición (36,8%), mientras que ISS incrementa ligeramente la proporción de recomendaciones en contra, pasando de un 36,8% en 2024 a un 42,1% en 2025.

IARC 2024: proporción de recomendaciones contrarias

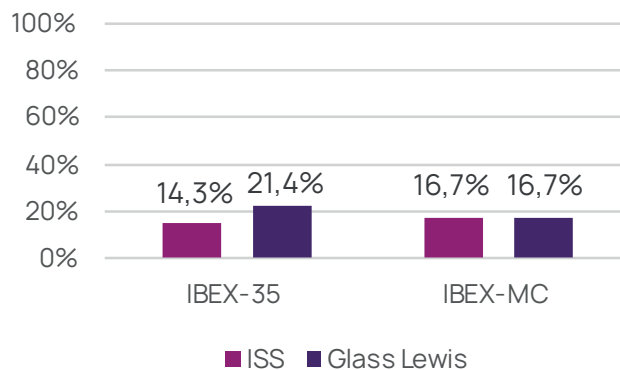


- En cuanto a los **PILP**, se aprecia que es la propuesta retributiva con la que se sienten más cómodos los proxy advisors, manifestando una menor proporción de recomendaciones contrarias que las manifestadas en el IARC o la política de remuneraciones, tanto en el IBEX-35, como en el IBEX-MC. No obstante, en el IBEX-35, Glass Lewis ha sido algo más estricto que ISS.

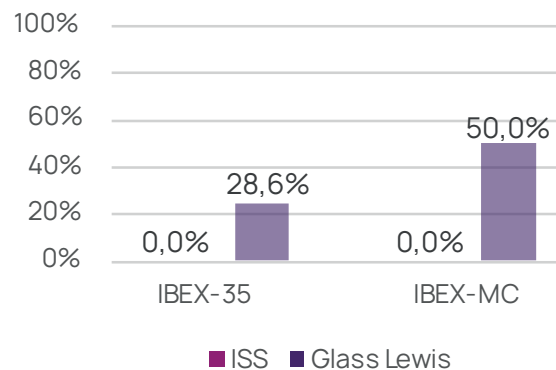
Con respecto a 2024:

- En el IBEX-35, Glass Lewis, si bien ha reducido la proporción de recomendaciones en contra de 28,6% a 21,4% en 2025, continúa siendo más estricto que ISS, quien pasó de no penalizar a ninguna compañía en 2024 a tener una proporción de recomendaciones contrarias de 14,3%.
- En el IBEX-MC se observa que Glass Lewis ha reducido significativamente sus recomendaciones en contra (pasando del 50% en 2024 a un 16,7% en 2025) y, por el contrario, ISS ha incrementado su escrutinio como en las compañías de mayor capitalización (pasando de un 0% en 2024 a un 16,7% en 2025).

PILP 2025: proporción de recomendaciones contrarias



PILP 2024: proporción de recomendaciones contrarias



4.2.2 Alineación en las recomendaciones de los proxy advisors en los últimos cinco años: 2021-2025

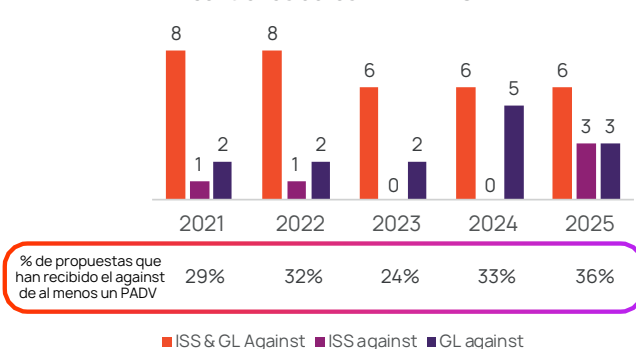
El análisis de la evolución de las recomendaciones emitidas por ISS y Glass Lewis durante los últimos cinco ejercicios en los **IARC**, nos ayuda a comprender los cambios en el comportamiento de estos asesores de voto en sus recomendaciones de voto.

En relación con el IBEX-35 el IBEX-MC, los gráficos a continuación, ponen de manifiesto que, tal como se adelantó en la pasada Temporada de Juntas, se mantiene el cambio de tendencia en el comportamiento de ambos proxy advisors: **las coincidencias en sus recomendaciones de voto han disminuido de forma constante en los últimos años**, con los siguientes matices:

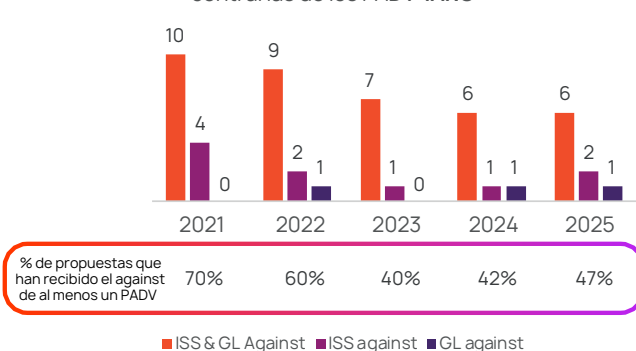
- > Aunque Glass Lewis ha sido tradicionalmente más estricto que ISS en este tipo de propuestas, con un volumen de recomendaciones adversas sistemáticamente superior en el IBEX-35, en esta Temporada de Juntas, ISS incrementó notablemente sus recomendaciones contrarias respecto a ejercicios anteriores.
- > Este incremento en las recomendaciones contrarias de ISS a las compañías del IBEX-35, también puede verse, aunque en menor medida, en el IBEX-MC.
- > En términos absolutos, los datos muestran que, en 2025, el 36% de las propuestas de IARC presentadas

por las compañías del IBEX-35 recibió la recomendación contraria de al menos un proxy advisor, y el 47% en el caso del IBEX-MC, lo que representa un aumento respecto al ejercicio anterior, en ambos índices.

IBEX 35: Evolución recomendaciones contrarias de los PADV: IARC



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



Desde el conocimiento de Georgeson sobre la influencia de los proxy advisors en el comportamiento de voto de los inversores institucionales, se pueden extraer las siguientes conclusiones:

- > Cuando ambos proxy advisors emiten una recomendación contraria, puede tener un impacto en el voto en contra en la junta de accionistas de entre un 20%-30%;
- > 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.

Estos porcentajes deben considerarse orientativos, ya que su impacto real depende de factores propios de cada compañía -estructura de capital, porcentaje de capital flotante o grado de dependencia de los inversores sobre los proxy advisors-.

Desde Gerogeson, insistimos en que el **engagement** que la compañía desarrolle tanto con los proxy advisors como con sus inversores institucionales contribuye a clarificar los modelos retributivos y las particularidades de cada caso, favoreciendo un mayor respaldo a las propuestas.

4.3 Caso práctico

Como se menciona en el apartado 3 "La importancia del *engagement*", los pagos por terminación de contrato continúan siendo uno de los motivos de recomendación / voto en contra más recurrentes por parte de proxy advisors e inversores. Por lo general, estos votos en contra surgen cuando dicho pago está por encima del estándar de mercado⁹.

Sin embargo, en esta Temporada de Juntas 2025, se ha presentado una casuística especial en al menos dos cotizadas españolas. Estas compañías, con la finalidad de alinearse con las mejores prácticas internacionales, optaron por modificar su estructura de gobierno en el ejercicio anterior, pasando de tener un presidente con funciones ejecutivas, a que éste asumiera funciones como presidente no ejecutivo.

Ante esta circunstancia, ambas compañías, siguiendo con lo establecido en sus correspondientes políticas de remuneraciones en vigor, indemnizaron a sus presidentes conforme a sus cláusulas contractuales de extinción de contrato, reflejándose dicha indemnización en el correspondiente IARC del ejercicio 2024. Si bien las actuaciones por parte de ambas compañías han sido similares (indemnización a sus presidentes por dejar las funciones ejecutivas), el nivel de información facilitado por las mismas ha sido distinto, al igual que la reacción del mercado.

A continuación, se muestra un cuadro resumen con la posición de los proxy advisors y el nivel de voto soporte recibido en ambos IARCs, donde venían recogidos los correspondientes pagos a los presidentes, por dejar las funciones ejecutivas.

⁹ La best practice consiste en que dicho importe por terminación de contrato no sea superior a 2 años de salario fijo, si bien muchos inversores permiten hasta 2 años de remuneración total (fijo más variable anual), en línea con la recomendación del Código de buen gobierno de sociedades cotizadas en España. Este importe debe incluir cualquier pago adicional, como los relativos a las cláusulas de no competencia.



Año en el que el presidente deja de asumir funciones ejecutivas para optar por funciones no ejecutivas		En relación con la Política de Remuneraciones en vigor	Transparencia en el IARC (ejercicio 2024)		Impacto en Junta Propuesta relativa al IARC (ejercicio 2024)
		Extracto de la Política en relación con el pago por indemnización	Divulgación en relación con nueva remuneración de Presidente (por funciones no ejecutivas)	Otra información relevante para el mercado en términos de transparencia: Publicación de resultados de métricas a nivel individualizado	
Compañía A	2024	El importe máximo total a percibir por el consejero ejecutivo en concepto de indemnización por extinción de su contrato y por el pacto de no competencia postcontractual no puede ser superior en ningún caso a dos anualidades de remuneración bruta anual (retribución fija y retribución variable anual).	La Compañía divulga los siguientes motivos para la asignación de la remuneración del presidente no ejecutivo: <ul style="list-style-type: none"> > Retener al presidente en un periodo crítico para la Compañía. > Permitir la transición al nuevo modelo de gobierno corporativo. > Retribuir las funciones que ejerce como Presidente de la Sociedad, del Consejo, máximo representante de la Compañía. > Remunerar la especial dedicación que conlleva el ejercicio de la función de Presidente del Consejo. > Se destaca que la comisión ha tenido en cuenta las opiniones de los accionistas más relevantes y proxy advisors tras las reuniones mantenidas con ellos en las que se les anticipó esta propuesta. 	La Compañía divulga, en el apartado B.7 del IARC, información individualizada relativa al nivel de cumplimiento de las métricas de remuneración variable, de aplicación para los dos consejeros ejecutivos que estuvieron presentes en 2024. La Compañía divulga información individualizada sobre las métricas, su ponderación, importe objetivo, su resultado ex-post y, en consecuencia, el nivel de cumplimiento alcanzado por cada métrica de desempeño.	Recomendaciones de los proxy advisors: <ul style="list-style-type: none"> > Glass Lewis: favorable > ISS: favorable
	2024	Indemnización en caso de extinción de la relación contractual y compromiso de no competencia: equivalente a 2 anualidades de la Retribución Fija Anual vigente a la fecha de extinción de la relación contractual.	No se identifican motivos específicos en el IARC para la determinación de la remuneración del presidente no ejecutivo.	La Compañía no divulga en el apartado B.7 (ni en otro apartado) del IARC información ex-post sobre las métricas, importes objetivo, resultados reales, y/o nivel de cumplimiento individualizado por métrica, que permita identificar la alineación del importe de la remuneración variable, con el desempeño.	Recomendaciones de los proxy advisors: <ul style="list-style-type: none"> > Glass Lewis: favorable > ISS: contraria



Reflexiones derivadas del análisis previo

A partir del análisis realizado, se pueden extraer varias conclusiones relevantes:

- > En el ámbito retributivo, los análisis suelen centrarse en una evaluación global del modelo de remuneración de la compañía, donde el componente cualitativo y la valoración subjetiva del analista juegan un papel importante.
- > Desde la experiencia de Georgeson, aunque las políticas de voto de los proxy advisors y de muchos inversores institucionales incluyen expectativas elevadas en materia retributiva, el nivel de detalle de dichas políticas varía significativamente. En muchos casos, estas políticas son de carácter generalista y menos específicas que en otros aspectos de la gobernanza, como la independencia del consejo o la diversidad de género.
- > Las reacciones del mercado ante situaciones similares pueden diferir entre compañías: En el caso analizado, ambas compañías indemnizaron a su presidente ejecutivo al cesar en su cargo y asumir funciones como presidente no ejecutivo, conforme a las cláusulas contractuales. Sin embargo, la reacción del mercado fue distinta: mientras que ISS y Glass Lewis emitieron recomendaciones favorables en una de las compañías, en la otra ISS recomendó en contra. Esta diferencia también se reflejó en el nivel de apoyo en junta a la aprobación de los IARC, con un 99,02% en un caso y un 73,5% en el otro.

> En opinión de Georgeson, estos resultados tan dispares, tienen diversos motivos de origen, entre los que se destacan:

- Medidas llevadas a cabo por las compañías para justificar -por ejemplo- la remuneración de miembros del consejo de administración, en especial, cuando ésta se encuentra por encima de los importes de compañías consideradas comparables: En el caso de la Compañía A, se observa que el nivel de información sobre la remuneración asignada al presidente no ejecutivo es amplia y detallada, mientras que, en la Compañía B, no se ha identificado información justificativa al respecto.
- Acciones acometidas por las compañías en respuesta a las preocupaciones manifestadas por proxy advisors e inversores en juntas anteriores o en actividades de diálogo previas con la compañía: En el caso de la Compañía A, ésta ha realizado una mejora sustancial en los últimos ejercicios, a nivel de contenido, y de transparencia en el *reporting*; siendo de especial relevancia la publicación sobre el nivel de cumplimiento individualizado de las métricas que rigen la remuneración variable de consejeros ejecutivos. En el caso de la Compañía B, no se ofrece información al respecto.

En definitiva, la retribución se ha consolidado como un área de creciente atención para proxy advisors e inversores institucionales. Por ello, los consejos de administración deben gestionarla de forma proactiva para evitar que se traduzca en votos en contra en sus juntas de accionistas, ya sea en propuestas retributivas o en la reelección de miembros de la comisión de retribuciones.

Aunque resulta difícil que las compañías se alineen completamente con unas expectativas del mercado en constante evolución, deben ser conscientes de que **las preocupaciones reiteradas pueden convertirse en "líneas rojas" de una junta a otra si no se adoptan medidas concretas para abordarlas.**

En este contexto, y en línea con lo señalado en ediciones anteriores, **Georgeson considera que las actividades de *engagement* son una herramienta clave.** Permiten a las compañías explicar su modelo retributivo y sus particularidades, al tiempo que recogen de primera mano las inquietudes del mercado -preocupaciones y puntos de confort- respecto al modelo retributivo y nivel de desglose de la información, en los informes correspondientes.





Una visión global:
la Temporada de
Juntas a nivel
internacional

5. Una visión global: la Temporada de Juntas a nivel internacional

Como en la pasada edición, y con el objetivo de ofrecer una visión previa más integral sobre lo que está ocurriendo en otras juntas de accionistas a nivel internacional, en este apartado se presenta un análisis comparativo de las propuestas retributivas sometidas a aprobación en la Temporada de Juntas 2025 en tres mercados clave europeos: España, Italia y Reino Unido.

La elección de estos países responde a la similitud de sus marcos normativos y principios de buen gobierno en materia retributiva, a la adopción de un modelo de gobierno corporativo monista (one-tier) y a la amplia experiencia de Georgeson en dichos mercados.

Para realizar el análisis se han considerado las compañías que integran los principales índices bursátiles de cada país¹⁰:

¹⁰ Para los mercados de Italia y Reino Unido la fuente de información para el análisis es el informe elaborado por Georgeson "2025 European AGM Season Review", que abarca las juntas celebradas entre el 1 de julio de 2024 y el 30 de junio de 2025.

¹¹ Se ha tomado en consideración la composición del índice con fecha 23 de junio de 2025, excluyendo 2 compañías por estar sujetas a normativa internacional.

¹² Se han excluido 6 compañías cuyas sedes sociales se encuentran ubicadas fuera de Italia.

¹³ Se excluye 1 compañía, al tratarse de un fondo de inversión registrado en Guernsey, y no estar sujeto a las normas de gobierno corporativo del Reino Unido.



Para el análisis comparativo, se han considerado las propuestas relativas a:

1) Informe anual de remuneraciones de los consejeros sometido a votación con carácter anual en las juntas de todas las compañías analizadas, debido a su carácter obligatorio en los tres mercados que componen la muestra.

2) Política de remuneraciones, que constituyen el segundo ámbito más recurrente sometido a votación en las juntas generales a nivel internacional.

Debemos mencionar que, si bien en los tres mercados analizados las compañías deben someter a aprobación de los accionistas -mediante votación vinculante- una nueva política retributiva de los consejeros al menos cada tres años, en Italia, en la práctica, se observa que las compañías tienden a presentar una Política de remuneraciones con carácter anual, lo que incrementa significativamente el número de propuestas evaluadas en este ámbito.



5.1 Nivel medio de apoyo a las propuestas retributivas

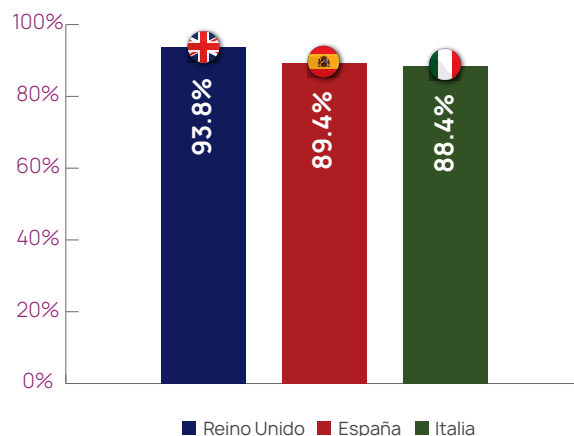
Tras el análisis del nivel de apoyo por parte de los accionistas en las propuestas retributivas, y como se muestra en los gráficos a continuación, podemos afirmar que:

- > Un año más, **Reino Unido se posiciona como el mercado con el mayor nivel de apoyo promedio en ambas propuestas.**
- > En cuanto a la aprobación del IARC, Reino Unido alcanzó una media de respaldo del 93,8%, lo que refleja una mayor alineación de sus informes con los principios establecidos por inversores y proxy advisors en sus políticas de voto. Por su parte, España e Italia registraron niveles de apoyo medio del 89,4%¹⁴ y 88,4%, respectivamente.
- > Respecto a la aprobación de las Políticas de remuneraciones, Reino Unido obtuvo un apoyo promedio del 91,4%, seguido de Italia con un 88% y, en tercera posición, España con un 85,6%¹⁵.

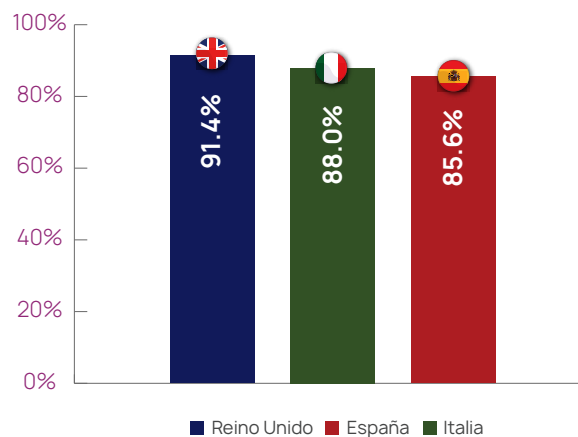
¹⁴ Este porcentaje incluye a las compañías en las que tiene participación la SEPI. En línea con lo indicado en el apartado anterior, el promedio de apoyo subiría a 92% si se eliminara este efecto.

¹⁵ Este porcentaje incluye a las compañías en las que tiene participación la SEPI. En línea con lo indicado en el apartado anterior, el promedio de apoyo subiría a 87,2% si se eliminara este efecto.

IARC: Nivel medio de apoyo en 2025



Política: Nivel medio de apoyo en 2025



5.2 Niveles de disidencia en las propuestas retributivas

En esta Temporada de Juntas 2025, cabe destacar que **únicamente las compañías cotizadas españolas han conseguido la aprobación de la totalidad de sus propuestas retributivas**, marcando una diferencia significativa respecto al resto de mercados analizados.

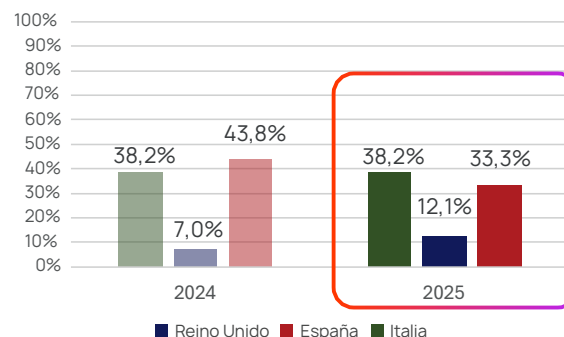
En concreto, esto se debe a lo siguiente:

- > En **Reino Unido**, una compañía no consiguió la aprobación de su informe de remuneraciones, con una oposición del 65,6% de los accionistas y recomendaciones desfavorables por parte de los proxy advisors más influyentes en este mercado, ISS, Glass Lewis y PIRC.
- > En **Italia**, una compañía también se enfrentó al rechazo de su informe de remuneraciones, con un voto en contra del 59,1% de los accionistas y con la recomendación contraria de ISS y Glass Lewis.

En términos de disidencia¹⁶ o falta de apoyo por parte de los accionistas a las propuestas sometidas a aprobación, durante el periodo de análisis, debe tenerse en cuenta que el número de propuestas no constituye un dato comparable entre los mercados, dada la disparidad en el número de compañías de los distintos índices. Por tanto, los gráficos a continuación reflejan la proporción de propuestas que han recibido más de un 10% de voto disidente respecto al total de propuestas en cada uno de los índices.

¹⁶ La disidencia toma en consideración tanto los votos en contra como las abstenciones.

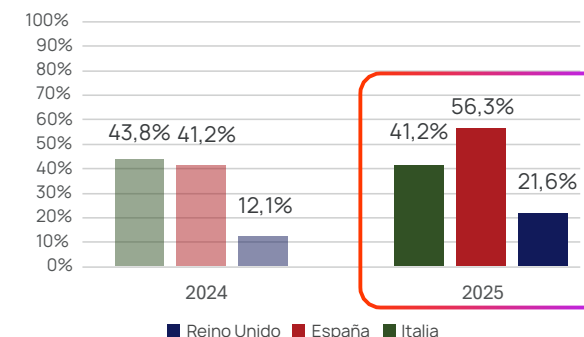
IARC: Proporción de propuestas con más de un 10% de disidencia



Desde esta perspectiva, los resultados ponen de manifiesto las siguientes conclusiones:

- > **Reino Unido** destaca como el mercado con menor proporción de propuestas retributivas fuertemente cuestionadas, muy por debajo de Italia y España.
 - Solo el 12,1% de su índice, recibió menos del 90% de apoyo en su informe de remuneraciones. No obstante, este dato se ha incrementado respecto al año anterior, donde solo el 7% recibió menos del 90% de apoyo.
 - Estos resultados se repiten al analizar la disidencia en cuanto a las Políticas de remuneraciones, donde un 21,6% de las propuestas recibieron menos del 90% de apoyo en 2025, siendo esta proporción más elevada que en la pasada Temporada de Juntas donde únicamente el 12,1% de la muestra obtuvo una disidencia por encima del 10%.

Política: Proporción de propuestas con más de un 10% de disidencia



- > **Italia** se posicionó como el mercado con mayor proporción de propuestas retributivas que recibió más del 10% de oposición por parte de sus accionistas.
 - En línea con los datos del ejercicio anterior, un 38,2% de los informes de remuneraciones y un 41,2% de las políticas retributivas recibieron más de un 10% de votos en contra, evidenciando una creciente sensibilidad crítica hacia las propuestas presentadas en ese país.
- > En **España**, el 33,3% de los informes de remuneraciones recibió más del 10% de votos en contra, una reducción relevante respecto al 43,8% registrado el año anterior. Por el contrario, la oposición a las políticas de remuneración se ha incrementado en este ejercicio, pasando de un 41,2% en 2024 a un 56,3% en 2025. Esto podría estar evidenciando el mayor escrutinio por parte del mercado hacia políticas más transparentes y detalladas, a la vez que más alineadas con sus expectativas.



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

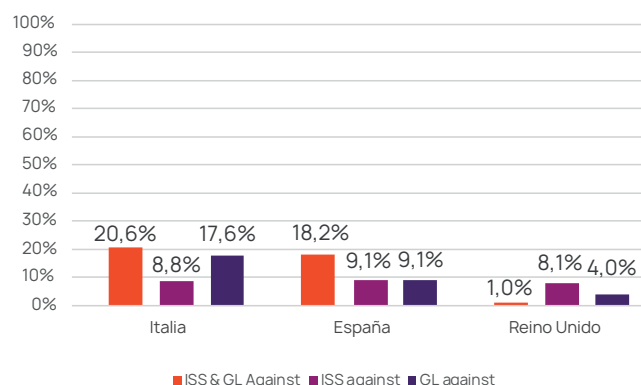
El análisis del número de recomendaciones contrarias por parte de los proxy advisors en los distintos mercados revela un **cambio importante en el comportamiento de estos asesores de voto respecto a la pasada Temporada de Juntas**.

En relación con los IARCs, podemos afirmar que Glass Lewis mantuvo su habitual rigor en los distintos mercados durante esta Temporada de Juntas, -con una ligera disminución en España de 5 en 2024 a 3 recomendaciones en 2025-, mientras que ISS elevó significativamente sus recomendaciones contrarias respecto al ejercicio anterior tanto en Reino Unido como en España. En concreto, los datos ponen de manifiesto que:

- En **Reino Unido** se mostró la mayor disparidad de criterio entre los dos principales proxy advisors, con únicamente 1 recomendación contraria en común. En términos generales, acumuló un 13% de recomendaciones en contra de las propuestas relativas al IARC. Si bien es el país que menos recomendaciones en contra ha recibido, se observa un incremento en el número de recomendaciones contrarias por parte de ISS, alcanzando proporciones similares de oposición respecto a los otros mercados (8,1% vs 8,8% y 9,1% en Italia y España, respectivamente).

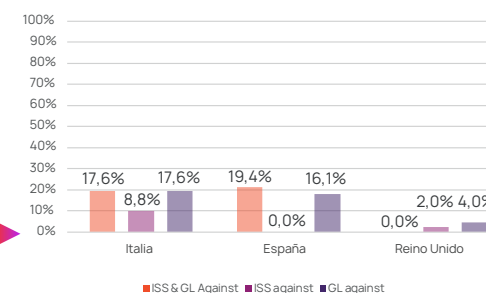
¹⁶ La disidencia toma en consideración tanto los votos en contra como las abstenciones.

IARC: Proporción de propuestas con recomendaciones contrarias de los proxy advisors en 2025



- En **España**, alrededor del 36% de las propuestas fueron cuestionadas por al menos uno de los dos proxy advisors, manteniéndose las proporciones del ejercicio anterior, aunque mostrando ciertas diferencias en el comportamiento de los distintos proxy advisors. Si bien las recomendaciones en contra comunes entre ISS y Glas Lewis se mantienen, se evidencia un cambio en el comportamiento de ambos proxy advisors, con Glass Lewis que ha reducido sus recomendaciones en contra, mientras que ISS las ha incrementado notablemente.

IARC: Proporción de propuestas con recomendaciones contrarias de los proxy advisors en 2024



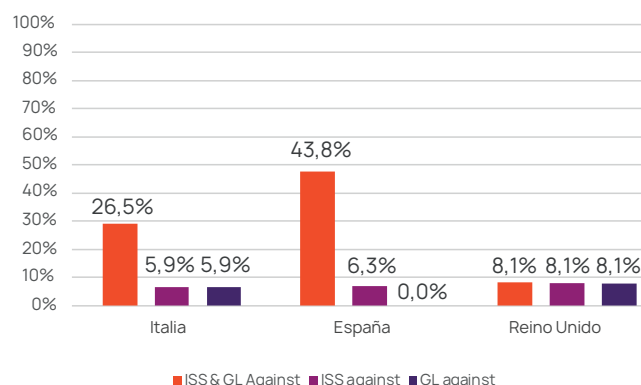
2024

- Italia** registró el nivel más alto de disconformidad, con un 47% de las propuestas que recibieron al menos la recomendación contraria por parte de al menos un proxy advisor. No se observan cambios en el comportamiento de ambos proxy advisors, que se mantiene muy similar al ejercicio anterior.

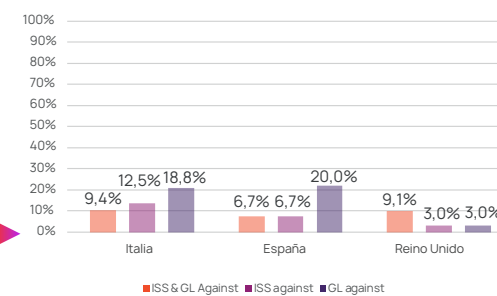


En cuanto a las **Políticas de remuneraciones**, en comparación con el ejercicio anterior, se observa un **incremento en el número de recomendaciones en contra tanto en España como en Italia**, así como un aumento de los casos en los que ISS y Glass Lewis coincidieron en recomendar en contra, especialmente en los mercados de Italia y España, incrementándose sustancialmente con respecto al ejercicio 2024, lo que muestra un mayor escrutinio común por parte de ambos proxy advisors. A nivel de países:

Política de remuneraciones: Proporción de propuestas con recomendación contraria de los proxy advisors en **2025**



Política de remuneraciones: Proporción de propuestas con recomendación contraria de los proxy advisors en **2024**



2024

- > En **Reino Unido** se volvió a registrar la menor proporción de recomendaciones en contra por parte de los proxy advisors, con solo el 24,3% del total de propuestas objetadas. Esto supone un ligero incremento respecto al ejercicio anterior donde solo un 15,1% fueron penalizadas.

- > Por otro lado, en **España**, se presentó la mayor proporción de objeciones, equivalentes al 50,1% de las políticas retributivas sometidas a votación en junta. Esta proporción supone un incremento con respecto a la Temporada de Juntas 2024, donde se registró un 34% de oposición. Es importante destacar que la mayor proporción de propuestas en contra fueron aquellas donde ambos proxy advisors recomendaron en contra.

- > En **Italia** también se muestra un incremento en la proporción de propuestas que recibieron una recomendación contraria por parte de ambos proxy advisors, alcanzando un 26,5% vs. un 9,4% en 2024.

¹⁶ La disidencia toma en consideración tanto los votos en contra como las abstenciones.





Tendencias y recomendaciones para la próxima Temporada de Juntas 2026

6. Tendencias y recomendaciones para la próxima Temporada de Juntas 2026

En los últimos cinco años, las compañías cotizadas españolas han experimentado una evolución positiva en los niveles de apoyo recibidos en materia retributiva, especialmente aquellas pertenecientes al IBEX-35. Esta tendencia refleja un esfuerzo creciente por parte de las empresas en ofrecer mayor transparencia al mercado. No obstante, el entorno actual plantea desafíos constantes, con inversores institucionales y proxy advisors cada vez más exigentes.

En este contexto, resulta imprescindible que las compañías continúen avanzando hacia modelos retributivos más alineados con las expectativas del mercado, mejorando su nivel de transparencia, con el fin de mantener o incrementar el respaldo en sus próximas juntas generales de accionistas.

A continuación, se detallan una serie de recomendaciones clave:

1. Diálogo proactivo con proxy advisors e inversores institucionales

- > La comunicación directa por parte de las compañías con los proxy advisors y sus principales accionistas, mediante reuniones de *engagement* fuera de la Temporada de Juntas, debe constituir una práctica habitual, no solo para las compañías que han recibido un elevado nivel de disidencia, sino, como un mecanismo de diálogo y actualización continuo. Con el objetivo de optimizar estas reuniones, se recomienda:
 - Que sean lideradas, en la medida de lo posible, por quien preside la Comisión de Retribuciones.
 - En casos de elevada disidencia, que se expongan las medidas adoptadas en respuesta a las preocupaciones del mercado y las áreas de mejora identificadas.

2. Gestión de la disidencia del mercado

- > Las compañías que hayan enfrentado alguno de los siguientes escenarios deberán adoptar un plan de acción específico y comunicarlo al mercado antes de su próxima junta:
 - Disidencia superior al 20% en la última junta general.
 - Disidencias recurrentes en ejercicios anteriores.

De no hacerlo, podrían enfrentarse a consecuencias adicionales a la falta de apoyo en materia retributiva, como el voto negativo en la reelección del presidente o de algún miembro de la comisión de retribuciones.

3. Transparencia en los IARCs

Las compañías deben seguir reforzando la calidad y claridad de la información contenida en sus informes. Para los informes de remuneraciones correspondientes al ejercicio 2025, se recomienda prestar especial atención a los siguientes aspectos:

- > **Aplicación del principio “*pay for performance*”:** Es fundamental divulgar información que permita al mercado evaluar la adecuada correlación entre desempeño y retribución variable de los consejeros ejecutivos. Esto incluye el grado de cumplimiento individualizado de cada métrica preestablecida, los pesos asignados a cada una y sus respectivas escalas de cumplimiento.
- > **Justificación de incrementos retributivos:** Ante cualquier propuesta de aumento en la retribución fija o remuneración potencial de los consejeros ejecutivos, la compañía debe proporcionar argumentos sólidos y razonados que sustenten dicha decisión.
- > **Divulgación de comparables (*peers*):** La selección y justificación de los grupos de comparación utilizados por la compañía debe comunicarse de forma clara, como contrapeso a la selección de otras compañías consideradas comparables por otros grupos de interés, pero que resultan ser menos representativas para la compañía. En este sentido, es la compañía la que debe liderar esta narrativa.



4. Diseño de políticas de remuneraciones más transparentes

Dado el mayor escrutinio que están teniendo tanto proxy advisors como inversores en la aprobación de las políticas de remuneraciones, y teniendo en cuenta que esta constituye el marco general sobre el que se aplicará la retribución de los consejeros, es aconsejable que las compañías elaboren políticas más transparentes y detalladas. Asimismo, se debe evitar, en la medida de lo posible cualquier incorporación respecto a la posibilidad de pagos extraordinarios, o discrecionalidad excesiva.

5. Atención a las "líneas rojas" del mercado

Aunque cada vez más inversores cuentan con equipos propios de *stewardship* y pueden desviarse de las recomendaciones de los proxy advisors, existen ciertos aspectos considerados "líneas rojas" por el mercado en general. Estos elementos críticos deben ser cuidadosamente gestionados, ya que es improbable que los inversores los pasen por alto, incluso en contextos de mayor autonomía decisoria.

Estos aspectos están sobre todo relacionados con:

- la discrecionalidad excesiva por parte de la compañía para alterar o incrementar las retribuciones,
- los pagos por terminación de contrato por encima de los estándares de mercado,
- los incrementos salariales no justificados ni acorde a la práctica de compañías comparables, - la ausencia de transparencia -al menos a nivel retrospectivo- sobre el nivel de cumplimiento individualizado de las métricas de desempeño, o
- la falta de respuesta de la compañía ante una disidencia elevada o recurrente en juntas pasadas.



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

Senior Account Manager
España
claudia.dosil@georgeson.com

Patrick Wightman

Senior Account Manager
España
patrick.wightman@georgeson.com

Georgeson

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

©2025 Computershare Limited. All rights reserved.