



ENERO 2018

# ESTUDIO RELATIVO A LOS CONSEJEROS MICRODOMINICALES

Aportando una visión jurídica y de mercado



## **ADVERTENCIA**

El presente documento tiene una finalidad exclusivamente divulgativa. En consecuencia, la información y comentarios que aquí se reflejan son de carácter general y no constituyen asesoramiento jurídico de ningún tipo. El presente documento puede tener la consideración de publicidad de servicios de abogacía en ciertas jurisdicciones.

**Georgeson S.L.**

c/ Zurbarán, 18 - 5ª pl.

28010 - Madrid

España

**Uría Menéndez**

c/ Príncipe de Vergara, 187

Plaza de Rodrigo Uría

28002 - Madrid

España

**Davis Polk & Wardwell**

Paseo de la Castellana, 41

28046 - Madrid

España

## EMPRESAS PARTICIPANTES EN EL ESTUDIO



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

Con más de 82 años de experiencia, las compañías confían a Georgeson sus Juntas de Accionistas, consultoría de gobierno corporativo y sus fusiones y adquisiciones, lo que le ha permitido posicionarse como líder indiscutible en los mercados en los que opera. En 2017 ha vuelto a ser el primer operador del mercado español en la gestión de Juntas de Accionistas.

El asesoramiento de Georgeson en operaciones como adquisiciones (hostiles y amistosas) o *proxy fights* es clave en el éxito de sus clientes. Los servicios de la compañía incluyen *proxy solicitation*; servicios de *global information agent*; servicios de identificación (ID) & análisis; consultoría en gobierno corporativo e inversión

socialmente responsable; campañas para inversores minoritarios y reestructuración de deuda, entre otros.

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

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

### Stefano Marini

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

### Giulia A. Matteo Sézille

Head of Execution – Spain  
g.sezille@georgeson.com

### Eva Martí Serra

Corporate Governance Manager  
e.marti@georgeson.com

### Carlos Sáez Gallego

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

### Claudia Morante Belgrano

Corporate Governance Senior Advisor  
c.morante@georgeson.com

### Carlos Huerta Martínez

Operation Analyst  
carlos.huerta@georgeson.com

---

## URÍA MENÉNDEZ

Uría Menéndez es la firma de abogados iberoamericana líder.

Con más de 70 años de experiencia, el despacho se ha consolidado como referente en todos los ámbitos del derecho de los negocios para prestar asesoramiento jurídico en ley española, portuguesa y de la Unión Europea, y apoyo transaccional a las compañías nacionales e internacionales en el desarrollo de su actividad en todos los sectores estratégicos.

El despacho cuenta con una amplia trayectoria de apoyo a los equipos directivos en temas de gobierno corporativo y cumplimiento normativo, tanto a sociedades cotizadas (y a otras compañías que operan en sectores regulados), nacionales e internacionales, y entidades financieras como a otros agentes que actúan en los mercados de valores. Esta práctica se centra en la preparación de las normas internas y el diseño de consejos de administración y comisiones, en la retribución de administradores y altos directivos, y en transacciones entre partes vinculadas y conflictos de interés.

**Luis de Carlos**

Socio Director

[luis.decarlos@uria.com](mailto:luis.decarlos@uria.com)

**Cándido Paz-Ares**

Socio

[candido.paz-ares@uria.com](mailto:candido.paz-ares@uria.com)

El equipo de Uría Menéndez apoya a sus clientes en operaciones internacionales a través de una red de oficinas y de relaciones con los más prestigiosos bufetes del mundo. En la actualidad el despacho dispone de diecisiete oficinas en España (Madrid, Valencia, Barcelona y Bilbao), Portugal (Lisboa y Oporto), el resto de Europa (Londres, Bruselas y Fráncfort), América (Nueva York, Ciudad de México, Bogotá, Lima, São Paulo, Santiago de Chile y Buenos Aires) y Asia (Pekín).

La sólida presencia que mantiene en Latinoamérica desde hace dos décadas se ha consolidado con la participación en la primera gran firma de abogados iberoamericana, Philippi, Prietocarrizosa, Ferrero DU & Uría ("PPU"), nacida de la fusión de firmas líderes en Chile, Colombia y Perú. A través de Uría Menéndez y PPU, el despacho ofrece a sus clientes un equipo global de 1.000 abogados, de los cuales más de 375 se encuentran en Latinoamérica.

**Carlos Paredes**

Socio

[carlos.paredes@uria.com](mailto:carlos.paredes@uria.com)

## Davis Polk

Davis Polk & Wardwell es una firma líder a nivel mundial con una trayectoria de más de 160 años, reconocida por su trabajo y participación en asuntos de alta complejidad y trascendencia para sus clientes.

Sus áreas de práctica son de primera clase en todos los aspectos, de alcance singularmente amplio y detallado, sistemáticamente excelentes en calidad y capacidad, pragmáticas en asesoramiento y soluciones, de alcance global y esenciales para la consecución de los objetivos de sus clientes.

Davis Polk & Wardwell lo forman más de 900 abogados, de los cuales más de 150 son socios, y cuenta con ofici-

nas en Nueva York, Norte de California, Washington D.C., Londres, Madrid, París, São Paulo, Pekín, Hong Kong y Tokio. En Europa, su equipo se compone de aproximadamente 75 abogados en las áreas de *corporate*, *credit*, *tax*, *regulatory* y *anti-trust*, que prestan asesoramiento en una amplia variedad de operaciones internacionales.

La oficina de Madrid de Davis Polk se creó en el año 2001. Los abogados del equipo de Madrid trabajan estrechamente con sus homólogos en Nueva York y Londres en el variado espectro de operaciones mercantiles relativas a compañías españolas y latinoamericanas.

### Michael J. Willisch

Partner – Head of the Madrid Office  
[michael.willisch@davispolk.com](mailto:michael.willisch@davispolk.com)

### Jose Lucena-Rebollo

Associate  
[jose.lucena@davispolk.com](mailto:jose.lucena@davispolk.com)





## ÍNDICE

1. Introducción	9
2. Objeto y metodología de trabajo	11
3. Resultados del <i>Estudio</i>	13
I. Entendimiento de la problemática y contraste con stakeholders	13
II. Análisis sobre la situación de las sociedades cotizadas españolas en relación con la independencia de sus consejeros dominicales	28
III. Impacto de la problemática en las sociedades españolas	34
IV. Contraste con stakeholders	38
V. Propuesta de modificación legislativa	39
4. Principales conclusiones del <i>Estudio</i>	43
5. Anexos	45
Anexo 1. Listado de inversores institucionales analizados para determinar los umbrales de independencia exigidos	45
Anexo 2. Resumen de la normativa de Estados Unidos (NYSE Y NASDAQ) y Reino Unido aplicable a sociedades locales	47
Anexo 3. Extractos de la normativa de otros países europeos aplicable a sociedades locales	53



# 1

## INTRODUCCIÓN

España ha evolucionado de manera incuestionable en el ámbito del gobierno corporativo en los últimos diez años. Esta evolución se ha intensificado aún más desde 2014 debido a los cambios que se han producido, tanto en el ámbito legislativo como en el de recomendaciones. En la actualidad, tras la entrada en vigor de la última reforma relevante de la Ley de Sociedades de Capital (LSC) en diciembre de 2014<sup>1</sup>, las sociedades cotizadas afrontan nuevos y grandes desafíos en diversos ámbitos, entre los que destaca el vinculado con la independencia de los consejeros.

Al respecto, la normativa española, en la nueva LSC, define por primera vez las distintas categorías de consejeros, entre las que establece las de “ejecutivo”, “dominical”, “independiente” u “otros externos”. Con respecto a los “consejeros dominicales”, la Ley, sin embargo, no distingue entre consejeros dominicales que lo sean por estar relacionados con un accionista de control o de referencia y consejeros dominicales por relación con un accionista significativo minoritario (i. e., que tenga —o represente— entre el 3 % y 10 %). Esta situación se da con relativa frecuencia en las sociedades cotizadas españolas, en las que suelen coincidir en el consejo de administración, ya sea de manera personal o a través de un administrador que lo represente, un accionista de referencia con otro u otros accionistas con participaciones significativamente inferiores al primero.

Por otro lado, con respecto a los “consejeros independientes”, la normativa española establece que no podrá

ser independiente aquel consejero que tenga una participación significativa<sup>2</sup>, entendiéndose como participación significativa, en la mayoría de los casos, aquella que alcance el 3 %.

La definición legal de “consejero independiente” provoca, por tanto, que las compañías españolas tengan mayores dificultades para configurar sus consejos de administración y no se benefician de un “*level playing field*” uniforme y adecuado con su entorno de comparables en otras jurisdicciones. Bajo un prisma práctico, esta circunstancia impide que los consejeros relacionados con accionistas que no sean de control ni de referencia de la sociedad puedan ser calificados como consejeros independientes, pese a que muchos de ellos podrían ser catalogados como tales a los efectos de otros ordenamientos y/o políticas de voto de inversores institucionales y algunos asesores de voto (*proxy advisors*).

Muchos inversores institucionales extranjeros no comprenden esta casuística particular existente en el mercado español. Prueba de ello es que la figura del consejero dominical no se contempla dentro de sus políticas de voto y, cuando sí se hace, obedece a una adaptación concreta de estas políticas al mercado español que, si bien responde a las exigencias normativas locales, no están alineadas con las directrices aplicadas en el resto de mercados.

1 Ley 31/2014, de 3 de diciembre, <http://www.boe.es/boe/dias/2014/12/04/pdfs/BOE-A-2014-12589.pdf>

2 El artículo 529 *duodecies* de la LSC concluye la definición de consejero independiente disponiendo que “*un consejero que posea una participación accionarial en la sociedad podrá tener la condición de independiente, siempre que satisfaga todas las condiciones establecidas en este artículo y, además, su participación no sea significativa*”.

En nuestra opinión, un consejero dominical que posea o represente a un accionista minoritario (menor del 10 % del capital social), siempre y cuando cumpla con los demás requerimientos de independencia (i. e., que no cuente con operaciones vinculadas ni mantenga vínculos familiares o profesionales con accionistas significativos, cuente con una antigüedad inferior a 12 años, no tenga problemas de *overboard*, ni conflictos de interés...), podría asemejarse a un consejero independiente. A los efectos de este estudio denominaremos **consejeros “microdominicales”** a este tipo de administradores.

Asimismo, los autores de este estudio consideramos que, dado el creciente peso de los inversores institucionales extranjeros en el capital social de las compañías cotizadas españolas<sup>3</sup>, convendría que las normas españolas se alineen más, dentro de lo posible, con las políticas de voto de los inversores institucionales extranjeros y asesores de voto.

Para analizar esta casuística concreta del mercado español, Georgeson y las firmas de abogados Uría Menéndez y, respecto de la normativa aplicable en Estados Unidos y Reino Unido, Davis Polk & Wardwell hemos lanzado un proyecto de investigación cuyo objetivo principal es profundizar en esta cuestión, entender la singularidad española y proponer, a la vista de las experiencias comparadas, flexibilizar la figura del consejero dominical, mediante el desarrollo de algunos mecanismos y ajustes normativos que permitan lograr una mayor uniformidad con las jurisdicciones de nuestro entorno y en favor de las empresas españolas.

No pretendemos con este estudio resolver los dilemas filosóficos o de naturaleza jurídica existentes en relación con la figura del consejero dominical. Por el contrario, aspiramos a contribuir con una visión práctica que incorpore propuestas de mejora para el mercado español a partir de un análisis basado en datos objetivos. En este sentido, la propuesta normativa que se plantea como consecuencia del estudio tiene como objetivo asemejar la figura del “consejero microdominical” a los estándares internacionales.

Esperamos, pues, que los resultados de esta investigación sirvan para hacer patente el porcentaje relevante de compañías cotizadas españolas que se están viendo afectadas por esta situación, sin olvidar al propio tiempo que existen muchas otras que podrían estar en esta misma situación en un futuro próximo, y concienciar al mercado, a la vista de lo anterior, de la conveniencia de adoptar alguna solución correctora que nos equipare mejor con los ordenamientos de nuestro entorno.

<sup>3</sup> De acuerdo con información obtenida por Georgeson a partir del análisis de datos de diversos informes provenientes de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), se puede apreciar que desde 2001 hasta hoy el número de inversores

institucionales no residentes que mantienen una posición significativa en el capital de las cotizadas españolas que forman parte del IBEX 35 ha aumentado en algo más del 65 %.

## 2 OBJETO Y METODOLOGÍA DE TRABAJO

El presente estudio tiene como objeto conocer de manera pormenorizada la situación de las sociedades cotizadas españolas en términos de independencia y dominicalidad en el consejo de administración y contrastarlo con la perspectiva que, en este ámbito, tienen la comunidad inversora y *proxy advisors*. Asimismo, forma parte de este estudio la identificación de las diferencias existentes entre el marco regulatorio español y las prácticas y normativa de otros países de referencia en gobierno corporativo, con el fin de justificar, de ser el caso, la problemática a la que se enfrentan las sociedades cotizadas españolas y proponer a las autoridades competentes en esta materia que valoren la posibilidad de **flexibilizar la figura del consejero dominical**, con la finalidad de alinear nuestra regulación con los ordenamientos y prácticas de nuestro entorno.

Para ello, el estudio se ha desarrollado en las siguientes fases metodológicas:



### Fase 1:

**Entendimiento de la problemática** que nos permita conocer en profundidad el marco de referencia normativo en España, en materia de “independencia y dominicalidad”, y contrastarla con la de otros países de nuestro entorno a nivel internacional, así como entender la posición de los grupos de interés relevantes en este ámbito. Para ello, se han analizado los siguientes aspectos:

- Marco regulatorio en España.
- Normativa internacional: Reino Unido, Italia, Francia, Alemania, Estados Unidos, Bélgica, Holanda, Polonia, Grecia y Portugal.
- Visión de los principales **asesores de voto**: ISS, Glass Lewis, ECGS.
- Visión de los 100 **inversores institucionales extranjeros más relevantes** en el capital social de las sociedades cotizadas españolas mediante el análisis de sus políticas de voto. El listado de dichos inversores viene recogido en el Anexo 1 del presente documento.

## Fase 2:

**Situación de las sociedades cotizadas españolas** que nos permita conocer en profundidad la magnitud del problema de las 130 compañías analizadas (IBEX-35 y Mercado Continuo). El análisis se ha centrado en identificar a aquellos consejeros que, a efectos de este estudio, hemos definido como “microdominicales”<sup>4</sup>.

## Fase 4:

**Contraste con *stakeholders* (inversores institucionales, *proxy advisors*)**, tras los resultados obtenidos del estudio, para conocer su opinión sobre lo que a nuestro entender puede tratarse de una disfunción, y su visión al respecto.

## Fase 3:

**Impacto de la problemática en las sociedades españolas**, en términos de resultados en junta, dificultad para configurar su consejo, asunción de funciones específicas por parte de estos consejeros, o incluso impacto a nivel reputacional.

## Fase 5:

**Propuesta de modificación legislativa** como resultado del análisis realizado, que tenga como finalidad flexibilizar la definición de la figura del consejero dominical en España.

<sup>4</sup> Hemos acuñado el término de “consejero microdominical” para aludir a aquel consejero que podría asemejarse a un independiente por cumplir con los requerimientos específicos de un consejero independiente, salvo el relativo a la tenencia de una participación significativa (siempre que sea inferior al 10 % del capital).

# 3

## RESULTADOS DEL ESTUDIO

### I. Entendimiento de la problemática y contraste con *stakeholders*

#### a) Marco jurídico internacional

La definición de consejero independiente y de consejero dominical varía de una jurisdicción a otra. El objeto de este análisis es comparar la definición utilizada en Estados Unidos, Reino Unido y otros países europeos para determinar si hay jurisdicciones que, como la española, consideren como consejeros dominicales a aquellos que tienen una participación significativa, pero no de control.

#### *Estados Unidos y Reino Unido*

Las sociedades americanas que cotizan en el New York Stock Exchange (“NYSE”) o en el Nasdaq Stock Market (“NASDAQ”) están sujetas a requisitos de independencia de sus administradores que se describen en los reglamentos de ambos mercados de valores. Las normativas del NYSE y NASDAQ son muy similares en este ámbito (para más información, véase el Anexo 2) y, como regla general, atribuyen al consejo la responsabilidad de determinar la naturaleza independiente de sus consejeros, si bien se prevén determinados supuestos que impiden dicha consideración. Ambos reglamentos expresan a modo de aclaración que la mera tenencia de una participación en el capital social no impide, por sí sola, reconocer la naturaleza independiente de un consejero.

A diferencia de EE. UU., en el Reino Unido, las reglas de gobierno corporativo se inspiran en el principio de “cumplir o explicar”. La normativa relativa a la independencia de los administradores se recoge en el Código de Gobier-

no Corporativo de Reino Unido (“UK Corporate Governance Code”) que, a semejanza de las normas del NYSE y NASDAQ, delega en el consejo la determinación sobre la independencia de sus miembros (para más información, véase el Anexo 2). El código contiene una lista orientativa de supuestos que, en caso de suceder, no prohibirían por sí mismos la consideración de un consejero como independiente, si bien el consejo debería exponer los motivos de tal consideración si finalmente apoyase la naturaleza independiente de dicho consejero. En esa lista se encuentra, entre otros, el supuesto de que el consejero sea o represente a un “accionista significativo”. Según la definición de las Reglas de Cotización de la Financial Conduct Authority (“Listing Rules”), “accionista significativo” (*substantial shareholder*) es cualquier persona que tuviera derecho a ejercer —o controle el ejercicio de— el 10 % o más de los derechos de voto que pudieran emitirse en relación con todos o sustancialmente todos los asuntos que se trataran en las juntas generales de la sociedad. Al propio tiempo, las normas de transparencia exigen la comunicación pública de participaciones iguales o superiores al 3 %. Con todo, en el Reino Unido, la tenencia de una participación en el capital social no impide el reconocimiento de la naturaleza independiente de un consejero, si bien, en caso de superar los umbrales descritos, requeriría una explicación argumentada por parte del consejo que exprese por qué dicha circunstancia no afecta a la capacidad de juicio independiente del consejero.

#### *Otros países europeos*

Cabe precisar que la Directiva 2004/109/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de diciembre de

2004 sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado y por la que se modifica la Directiva 2001/34/CE, considera que son participaciones “importantes” aquellas que estén en los umbrales del 5 %, 10 %, 15 %, 20 %, 25 %, 30 %, 50 % y 75 %.

Por otra parte, la Recomendación de la Comisión de 15 de febrero de 2005 relativa al papel de los administradores no ejecutivos o supervisores y al de los comités de consejos de administración o de supervisión, aplicables a las empresas que cotizan en bolsa, establece que uno de los criterios que deben tenerse en cuenta para determinar si un consejero es independiente es que no forme

parte de “los accionistas mayoritarios o [les represente] de alguna forma (determinándose el concepto de mayoritario en relación con las situaciones presentadas en el artículo 1, apartado 1, de la séptima Directiva 83/349/CEE del Consejo, de 13 de junio de 1983, relativa a las cuentas consolidadas)”.

Teniendo esto en cuenta, en la generalidad de los países europeos continentales (con la excepción de países como Portugal, Grecia o Polonia), el límite a la independencia de los consejeros se vincula a la titularidad de una participación representativa del 10 % del capital social, tal y como se detalla a continuación (para un extracto de la normativa o recomendaciones aplicables a sociedades locales en cada país listado a continuación, véase el Anexo 3):

PAÍS	NORMA	CRITERIO PARA CONSIDERAR QUE UN CONSEJERO NO ES INDEPENDIENTE
<b>Francia</b>	Sección 8.7. “AFEP-MEDEF Code (as amended, November 2016)”	El consejero representa a accionistas mayoritarios de la sociedad o de su matriz que controlan la sociedad. Por encima de un 10 % del capital o de un 10 % de los derechos de voto, el Consejo debe revisar la calificación de un consejero como independiente.
<b>Bélgica</b>	Artículo 526ter b) y c) “Code des Sociétés”	El consejero tiene o representa un 10 % de los derechos sociales.
<b>Italia</b>	Sección 3.C.1 “Codice di Autodisciplina (July 2015)”	El consejero controla directa o indirectamente a la sociedad emisora o puede ejercer una influencia relevante sobre la sociedad emisora directa o indirectamente (en principio un 20 %, salvo que se compruebe que con un porcentaje inferior se ejerce una influencia relevante).



PAÍS	NORMA	CRITERIO PARA CONSIDERAR QUE UN CONSEJERO NO ES INDEPENDIENTE
<b>Alemania</b>	Secciones 5.4.1. y 5.4.2. "German Corporate Governance Code (as amended on 7 February 2017)"	El consejero (miembro del órgano de supervisión) tiene relaciones personales o de negocio con la sociedad, sus órganos ejecutivos, un accionista de control o una compañía relacionada con el último, que pueda dar lugar a un conflicto de interés. Además, a la hora de ser recomendado a la Junta General para su nombramiento, se tendrá en cuenta si el consejero tiene relación con un accionista que tenga un "material interest" en la sociedad (esto es, con un 10 % o más de derechos de voto).
<b>Países Bajos</b>	Sección 2.1.8. "Dutch Corporate Governance Code 2016"	El consejero (o personas vinculadas a él) tiene una participación en la sociedad de al menos un 10 %, teniendo en cuenta la participación de personas físicas o jurídicas que cooperen con él en virtud de un acuerdo expreso o tácito, escrito u oral.
<b>Austria</b>	Secciones 53 y 54 "Austrian Code of Corporate Governance (January 2015)"	El consejero (miembro del órgano de supervisión) no tiene relaciones personales o de negocio con la sociedad o su consejo de administración (órgano ejecutivo) que provoquen un conflicto de interés. Además, se señala que el órgano de supervisión debe incluir al menos un consejero independiente que no sea o represente a un accionista con un 10 % o más del capital cuando el "free float" de la sociedad sea superior al 20 % y al menos dos consejeros independientes que cumplan ese criterio cuando el "free float" de la sociedad sea superior al 50 %.
<b>Polonia</b>	Sección II.Z.4. "Best Practice for GPW Listed Companies 2016"	El consejero (miembro del órgano de supervisión) tiene una relación significativa con cualquier accionista que tenga al menos un 5 % de los votos totales en la sociedad.

PAÍS	NORMA	CRITERIO PARA CONSIDERAR QUE UN CONSEJERO NO ES INDEPENDIENTE
Grecia	Artículo 4: <i>Law 3016 / 2002 (Gov. Gazette 110/17.05.2002): "On corporate governance, board remuneration and other issues" as amended by Law 3091 (Gov. Gazette. 330/24.12.2002)</i> <sup>5</sup>	El consejero tiene una relación de parentesco de segundo grado o es cónyuge de un miembro ejecutivo del consejo, del director o del accionista que controla la mayoría de acciones de la sociedad o de una de sus filiales. Además, como consejero, no podrá ser titular de más del 0,5 % de acciones de la sociedad.
Portugal	Sección II.1.7. " <i>CMVM Corporate Governance Code 2013 (Recommendations)</i> "	El consejero es o representa a un accionista significativo (" <i>qualifying shareholder</i> "), entendiéndose como tal el que sea titular (o represente a un accionista) de un 2 % de los derechos de voto.

## b) Marco jurídico en España

La LSC, que desde 2014 incluye en su clausulado las definiciones de los distintos tipos de consejeros, establece que no podrá ser independiente aquel consejero que tenga (ya sea él o a quien represente) una participación significativa. De acuerdo con el artículo 23 del Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre, por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en relación con los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores estén admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en otro mercado regulado de la Unión Europea (el "RD 1362/2007"), se consideran par-

ticipaciones significativas las que alcancen, superen o se reduzcan por debajo de los umbrales del 3 %, 5 %, 10 %, 15 %, 20 %, 25 %, 30 %, 35 %, 40 %, 45 %, 50 %, 60 %, 70 %, 75 %, 80 % y 90 %. Además, tal y como establece el artículo 32 del RD 1362/2007, en España el porcentaje tomado como referencia para considerar si una participación es significativa y, por tanto, si un consejero es independiente, se reduce aún más en el caso de sujetos que tengan su residencia en un paraíso fiscal o en un país o territorio de nula tributación o con el que no exista efectivo intercambio de información tributaria conforme a la legislación vigente, en cuyo caso, los porcentajes establecidos en el artículo 23 antes mencionado son sustituidos por el porcentaje del 1 % y sus sucesivos múltiplos. Es decir, en España no es posible ser calificado como independiente si se tiene o se representa un 3 % del capital (1 % si la participación se canaliza a través de un paraíso fiscal).

<sup>5</sup> Se trata de una traducción no oficial de la ley publicada en la página web del Banco de Grecia: [http://www.bankofgreece.gr/BogDocumentEn/Law\\_3016-17.5.2002-On\\_corporate\\_governance,board\\_remuneration\\_and\\_other\\_issues.pdf](http://www.bankofgreece.gr/BogDocumentEn/Law_3016-17.5.2002-On_corporate_governance,board_remuneration_and_other_issues.pdf)

En concreto, el artículo 529 duodecies, apartado 4 de la LSC, desgrana la definición de consejero independiente:

*“Se considerarán consejeros independientes aquellos que, designados en atención a sus condiciones personales y profesionales, puedan desempeñar sus funciones sin verse condicionados por relaciones con la sociedad o su grupo, sus accionistas significativos o sus directivos.*

*No podrán ser considerados en ningún caso como consejeros independientes quienes se encuentren en cualquiera de las siguientes situaciones:*

*a) Quienes hayan sido empleados o consejeros ejecutivos de sociedades del grupo, salvo que hubieran transcurrido 3 ó 5 años, respectivamente, desde el cese en esa relación.*

*b) Quienes perciban de la sociedad, o de su mismo grupo, cualquier cantidad o beneficio por un concepto distinto de la remuneración de consejero, salvo que no sea significativa para el consejero.*

*A efectos de lo dispuesto en esta letra no se tendrán en cuenta los dividendos ni los complementos de pensiones que reciba el consejero en razón de su anterior relación profesional o laboral, siempre que tales complementos tengan carácter incondicional y, en consecuencia, la sociedad que los satisfaga no pueda de forma discrecional suspender, modificar o revocar su devengo sin que medie incumplimiento de sus obligaciones.*

*c) Quienes sean o hayan sido durante los últimos 3 años socios del auditor externo o responsable del in-*

*forme de auditoría, ya se trate de la auditoría durante dicho período de la sociedad cotizada o de cualquier otra sociedad de su grupo.*

*d) Quienes sean consejeros ejecutivos o altos directivos de otra sociedad distinta en la que algún consejero ejecutivo o alto directivo de la sociedad sea consejero externo.*

*e) Quienes mantengan, o hayan mantenido durante el último año, una relación de negocios significativa con la sociedad o con cualquier sociedad de su grupo, ya sea en nombre propio o como accionista significativo, consejero o alto directivo de una entidad que mantenga o hubiera mantenido dicha relación.*

*Se considerarán relaciones de negocios la de proveedor de bienes o servicios, incluidos los financieros, y la de asesor o consultor.*

*f) Quienes sean accionistas significativos, consejeros ejecutivos o altos directivos de una entidad que recibiera, o haya recibido durante los últimos 3 años, donaciones de la sociedad o de su grupo.*

*No se considerarán incluidos en esta letra quienes sean meros patronos de una fundación que reciba donaciones.*

*g) Quienes sean cónyuges, personas ligadas por análoga relación de afectividad o parientes hasta de segundo grado de un consejero ejecutivo o alto directivo de la sociedad.*

*h) Quienes no hayan sido propuestos, ya sea para su nombramiento o renovación por la comisión de nombramientos.*

*i) Quienes hayan sido consejeros durante un período continuado superior a 12 años.*

*j) Quienes se encuentren respecto de algún accionista significativo o representado en el consejo en alguno de los supuestos señalados en las letras a), e), f) o g) anteriores. En el caso de la relación de parentesco señalada en la letra g), la limitación se aplicará no solo respecto al accionista, sino también respecto a sus consejeros dominicales en la sociedad participada.*

*Los consejeros dominicales que pierdan tal condición como consecuencia de la venta de su participación por el accionista al que representaban solo podrán ser reelegidos como consejeros independientes cuando el accionista al que representaran hasta ese momento hubiera vendido la totalidad de sus acciones en la sociedad.*

*Un consejero que posea una participación accionarial en la sociedad podrá tener la condición de independiente, siempre que satisfaga todas las condiciones establecidas en este artículo y, además, su participación no sea significativa”.*

Asimismo, de acuerdo con el apartado 5 del citado precepto, las reglas anteriores pueden endurecerse, pero nunca flexibilizarse, por la normativa interna de la compañía:

*“Los estatutos sociales y el reglamento del consejo de administración podrán prever, a estos efectos,*

*otras situaciones de incompatibilidad distintas de las previstas en el apartado anterior o someter la consideración como independiente de un consejero a condiciones más estrictas que las establecidas en este artículo”.*

En la normativa societaria, la definición de consejero independiente resulta fundamental para determinar los cargos y la composición de las comisiones del consejo de administración de sociedades cotizadas. Cabe destacar en concreto las siguientes normas:

- Nombramiento de consejero coordinador: el artículo 529 septies.2 de la LSC establece que en caso de que el presidente del consejo de administración tenga la condición de consejero ejecutivo, el consejo deberá nombrar necesariamente a un consejero coordinador entre los consejeros independientes.
- Propuesta de nombramiento o reelección de consejeros independientes: el artículo 529 decies.4 de la LSC dispone que la propuesta de nombramiento o reelección de los miembros del consejo de administración corresponde a la comisión de nombramientos y retribuciones si se trata de consejeros independientes.
- Número mínimo de consejeros independientes en las comisiones del consejo: los artículos 529 quaterdecies y 529 quindecies de la LSC establecen el número mínimo de consejeros independientes que debe haber en la comisión de auditoría (la mayoría) y en la comisión de nombramientos y retribuciones (al menos dos), respectivamente, así como que el presidente de ambas comisiones debe ser independiente.

El Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas<sup>6</sup> de febrero de 2015 también alude a la independencia de los consejeros en relación con la composición del consejo y de sus comisiones:

- Independencia del consejo: el Principio 11 establece que el consejo de administración tendrá *“una adecuada proporción entre consejeros dominicales e independientes, representando estos últimos, con carácter general, al menos la mitad de los consejeros”*<sup>7</sup>. Asimismo, según la Recomendación 17 se aconseja:

*“Que el número de consejeros independientes represente, al menos, la mitad del total de consejeros.*

*Que, sin embargo, cuando la sociedad no sea de elevada capitalización o cuando, aun siéndolo, cuente con un accionista, o varios actuando concertadamente, que controlen más del 30 % del capital social, el número de consejeros independientes represente, al menos, un tercio del total de consejeros”.*

- Competencias del consejero independiente coordinador: el Principio 16 dispone que en caso de que el presidente del consejo de administración sea ejecutivo, *“se ampliarán las competencias del consejero independiente coordinador”*.

<sup>6</sup> Al desarrollar el Principio 11, el Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas menciona la legislación mercantil y en concreto la definición de las distintas categorías de consejeros del artículo 529 duodecies LSC, por lo que cabe entender que, al aludir a los consejeros independientes, se basa en la definición de la LSC.

<sup>7</sup> V. Recomendaciones 15 a 19 del Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas.

- Número mínimo de consejeros independientes en las comisiones del consejo: los Principios 20 y 22 establecen que la comisión de auditoría y la comisión de nombramientos y retribuciones, respectivamente, estarán compuestas por una mayoría de consejeros independientes. Asimismo, el Principio 23 dispone que la composición y organización de otras comisiones que puedan constituir las sociedades deben ser similares en su configuración a las de las comisiones legalmente obligatorias.

#### *Normativa en el sector bancario*

La prevalencia del fenómeno no se circunscribe al universo de las sociedades cotizadas. Otros sectores de la legislación han tomado prestado el concepto de consejero independiente, normalmente por referencia a la definición o el entendimiento que emana de la LSC, para aplicarlo a su casuística.

Tal ha sido, en la práctica, el caso del sector financiero y bancario, donde la Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito (la **“Ley 10/2014”**)<sup>8</sup> introduce la obligación de contar con consejeros independientes, aunque sin introducir una definición específica del concepto ni remitir de forma expresa a la definición legal prevista en la LSC. En particular, la Ley 10/2014 dispone que el comité de nombramientos (artículo 31), el comité de remuneraciones (artículo 36) y el comité de riesgos (artículo 38.2)

<sup>8</sup> En este sentido también, la Circular 2/2016, de 2 de febrero, del Banco de España, a las entidades de crédito, sobre supervisión y solvencia, que completa la adaptación del ordenamiento jurídico español a la Directiva 2013/36/UE y al Reglamento (UE) n.º 575/2013.

exigidos por dicha norma deberán contar, al menos, con un tercio de los miembros y, en todo caso el presidente, que sean consejeros independientes.

Por su parte, la Ley 26/2013, de 27 de diciembre, de cajas de ahorros y fundaciones bancarias (la “**Ley 26/2013**”) establece también reglas sobre independientes en relación con la composición del consejo de administración y las comisiones de las cajas de ahorros, y la duración del cargo de los vocales independientes; además, esas mismas reglas se reproducen, en esencia, en las normas autonómicas sobre cajas de ahorros que, entre otras cosas, establecen que la mayoría de los miembros del consejo de administración deberán ser independientes<sup>9</sup>.

También la normativa desarrollada tras la crisis financiera con el fin de reactivar la economía y reestructurar el sistema financiero ha impuesto requisitos de independencia a los miembros de consejos de administración en el caso de la Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria, S.A. (SAREB).

Adicionalmente, las entidades de crédito tienen la consideración de entidad de interés público (artículo 3.5.a de

la Ley 22/2015, de 20 de julio, de auditoría de cuentas) y, por tanto, tal y como ordena la disposición adicional tercera de la citada Ley 22/2015, deben constituir una comisión de auditoría con la composición y funciones previstas en el artículo 529 quaterdecies de la LSC y, en consecuencia, formada por una mayoría de consejeros independientes.

Sin perjuicio de lo anterior, como se ha indicado, la normativa bancaria no contiene una definición propia del concepto de consejero independiente y, como anticipábamos, ante la ausencia de tal definición, los supervisores han venido aplicando en la práctica la definición recogida en la LSC. Por tanto, aunque la Ley 10/2014 establece el umbral de la participación significativa en el 10 % o aquella inferior que permita ejercer una influencia notable (a efectos regulatorios y de control de las entidades de crédito), no nos parece que ello determine que, en el caso de bancos, los “microdominicales” puedan reputarse consejeros independientes si cumplen el resto de cualidades de independencia de la LSC. La razón es que la definición de participación significativa de la Ley 10/2014 se configura con otra finalidad, como es la de aplicar mecanismos de supervisión adecuados que garanticen la idoneidad de todos aquellos accionistas que vayan a ejercer el control o una influencia notable en una entidad de crédito, de modo que se preserve la gestión sana y prudente de esta.

Con todo, dicha conclusión podría cambiar para los bancos no cotizados tras la reciente aprobación por la Autoridad Bancaria Europea (“EBA”) y la Autoridad Europea de los Mercados de Valores (“ESMA”) de una nueva guía conjunta sobre la evaluación de idoneidad de conse-

<sup>9</sup> En ese sentido, la Ley 4/2015, de 2 de abril, de la Generalitat, de modificación de Texto Refundido de la Ley sobre Cajas de Ahorros, aprobado por el Decreto Legislativo 1/1997, de 23 de julio, del Consell; la Ley 1/1991 de 4 de enero, reguladora de las Cajas de Ahorro con domicilio social en Aragón; el Decreto Legislativo 1/1997, de 23 de julio, del Gobierno Valenciano, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley sobre Cajas de Ahorros; el Decreto 51/2016, de 29 de abril, del Consell, por el que se desarrolla el Texto Refundido de la Ley sobre Cajas de Ahorros, aprobado por el Decreto Legislativo 1/1997, de 23 de julio, del Consell; y el Decreto 52/2014, de 12 de diciembre, por el que se regulan los órganos de gobierno de las cajas de ahorros con sede social en las Illes Balears.

jeros<sup>10</sup>, en la que se definen criterios específicos para poder considerar a un consejero como independiente. En relación con los “microdominicales”, la versión final de la guía ha reemplazado el criterio de independencia relativo a que el consejero no sea (o represente a) un accionista relevante (“*substantial shareholder*”) —utilizado en el borrador inicial de la guía— por el de que no sea (o represente a) un accionista de control (“*controlling shareholder*”), de tal modo que estos consejeros “microdominicales” podrían a partir de ahora ser considerados como independientes en aquellas entidades de crédito que no fuesen sociedades cotizadas (y, por tanto, no sujetas al artículo 529 duodecies de la LSC). En todo caso, habrá que testar cómo aplican los supervisores en la práctica esta nueva guía.

Por su parte, en relación con las entidades significativas (esto es, las supervisadas directamente por el Banco Central Europeo —“BCE”—), debe tenerse en cuenta que la Guía para la evaluación de la idoneidad publicada por el BCE en mayo de 2017 señala que “[s]i la legislación nacional sustantiva contempla además criterios formales de independencia específicos para determinados miembros del órgano de dirección («consejeros independientes»), también deberán observarse dichos criterios”. Dicho inciso podría interpretarse como aplicable exclusivamente a aquellos bancos que fuesen sociedades cotizadas (sujetas por tanto al artículo 529 duodecies de la LSC), si bien habrá que ver cómo aplica el BCE dicho criterio a partir de ahora<sup>11</sup>.

<sup>10</sup> Joint ESMA and EBA Guidelines on the assessment of the suitability of members of the management body and key function holders under Directive 2013/36/EU and Directive 2014/65/EU (EBA/GL/2017/12), de 26 de septiembre de 2017. Por el momento sólo está disponible en inglés.

<sup>11</sup> El BCE podría tratar de escudarse en que la necesidad de cumplir con las reglas de composición de la comisión de auditoría del

### Otras normas

Sin ánimo de ser exhaustivos, existen otras normas que regulan aspectos relativos a la independencia de los consejeros, que extienden su efecto más allá del limitado universo de las sociedades cotizadas y los bancos. Quizás la más relevante en este ámbito sea la Ley 22/2015, de 20 de julio, de auditoría de cuentas, cuya disposición adicional tercera establece que las entidades de interés público, cuya normativa propia o sectorial no lo exija, deberán tener una comisión de auditoría con la composición y funciones contempladas en el artículo 529 quaterdecies de la LSC: (i) tienen que ser consejeros no ejecutivos; (ii) la mayoría de los cuales, al menos, deberán ser independientes (el presidente de la comisión necesariamente será independiente); (iii) uno de ellos será designado teniendo en cuenta sus conocimientos y experiencia en materia de contabilidad, auditoría o en ambas; y (iv) en su conjunto, deben tener los conocimientos técnicos pertinentes en relación con el sector de actividad al que pertenezca la entidad auditada<sup>12</sup>.

artículo 529 quaterdecies de la LSC conlleva que incluso los bancos no cotizados tengan que cumplir con la definición de consejero independiente de la LSC, con lo que se afectaría, en relación con los bancos españoles, el *level playing field* homogéneo con la mayoría de comparables europeos en contradicción con la finalidad de las propias guías de la EBA.

<sup>12</sup> En relación con estos requisitos, la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) ha publicado una guía técnica sobre la composición y funcionamiento de la comisión de auditoría (*Guía Técnica 3/2017 sobre Comisiones de Auditoría de Entidades de Interés Público*, de 27 de junio de 2017). Esta guía no introduce ningún procedimiento obligatorio con relación al nombramiento de los miembros de la comisión de auditoría, sino que recoge las expectativas de la CNMV en lo que deben ser los conocimientos y la formación de las personas que sean designadas como miembro de dicho órgano. Entre otros extremos establece que “[e]n relación con el proceso de nombramiento, el reglamento del consejo o el de la propia comisión de auditoría deberían recoger los criterios para



No obstante, podrán quedar exentas del requisito de independencia aquellas entidades que cumplan los requisitos del apartado cuarto de esa misma disposición (*i. e.*, que se trate de entidades de interés público de las previstas en el artículo 3.5.b)<sup>13</sup> y tengan obligación de tener comisión de auditoría; que los miembros de la comisión de auditoría lo sean, a su vez, de su órgano de administración; y que su normativa específica no exija la presencia de consejeros independientes en el órgano de administración).

### C) Las políticas de los *proxy advisors* y sus efectos en España

Dado el significativo impacto que pueden llegar a tener los asesores de voto en los resultados de las Juntas Generales de Accionistas de las sociedades cotizadas españolas, se ha llevado a cabo también un análisis de las políticas de voto de los principales *proxy advisors*: ISS, Glass Lewis y ECGS para entender su visión en relación con la existencia de límites para ser considerado consejero independiente en términos de capital, así como el umbral de independencia requerido en los consejos de administración.

---

*el nombramiento de sus miembros y los requisitos que éstos deben cumplir, sobre todo con el objetivo de que la comisión disfrute de la máxima independencia".*

<sup>13</sup> Las entidades de interés público previstas en el artículo 3.5.b) son aquellas "que se determinen reglamentariamente en atención a su importancia pública significativa por la naturaleza de su actividad, por su tamaño o por su número de empleados". Véase art. 15 del Real Decreto 1517/2011, de 31 de octubre.

### *Con respecto a los límites en la participación del capital*

Las *Europe Summary Proxy Voting Guidelines. 2017 Benchmark Policy Recommendations* publicadas el 18 de enero de 2017 por Institutional Shareholder Services ("ISS"), que en este punto vienen a reiterar lo explicitado en ejercicios precedentes, establecen que, entre otros casos, serán considerados como consejeros no independientes y no ejecutivos aquellos que sean propietarios (directa o indirectamente) de al menos un 10 % del capital social, ya sea en términos económicos o en derechos de voto (lo que se puede calcular en términos agregados si los derechos de voto están distribuidos entre más de un miembro de un grupo definido, por ejemplo, integrantes de una misma familia que individualmente poseen menos del 10 % del capital social, pero que conjuntamente alcanzan dicho porcentaje), salvo que la mejor práctica del mercado imponga un porcentaje de propiedad menor y/o un menor umbral para su publicación (y en otras circunstancias especiales relativas a mercados específicos).

Otro asesor de voto, **Glass Lewis**, utiliza una definición muy similar para configurar el concepto de consejero no independiente en su política de voto para Europa continental de 2017<sup>14</sup>. De este modo, considera que un administrador no es independiente (es decir, es un "*affiliated director*") cuando posee o controla el 10 % o más del capital social de una sociedad o sus derechos de voto, o ha sido contratado o tiene una relación "material" con un accionista significativo. No obstante, cuando la práctica o la normativa local utilice umbrales menores en un mercado concreto, Glass Lewis aplica el umbral que corresponda

---

<sup>14</sup> 2017 *Proxy Paper™ Guidelines. An overview of the Glass Lewis Approach to proxy advice. Continental Europe.*



para considerar si un consejero es independiente o no<sup>15</sup>. En este sentido, cabe resaltar que, en el caso de Glass Lewis, ésta cuenta con una política de voto específica para España, en la que contempla la figura del consejero dominical (*shareholder representative*), y considera dentro de este grupo a aquel consejero que posea o represente a un accionista con un 3 % o más del capital social de la empresa, por lo que se alinea de esta forma con la normativa local.

Por su parte, otro asesor de voto, de menor influencia, como Expert Corporate Governance Service (“ECGS”) establece en sus *Corporate Governance Principles & Voting Guidelines* para 2017 que uno de los factores que pueden comprometer la independencia de los consejeros es su participación directa o indirecta del 3 % en el capital social de la sociedad.

A continuación se presenta un cuadro resumen con los umbrales máximos de capital permitidos por los asesores de voto analizados para que un consejero pueda ser considerado independiente:

ÁMBITOS	ISS	ECGS	GLASS LEWIS
<b>Límite para ser considerado consejero independiente en términos de capital</b>	De acuerdo con la política de ISS, <b>no podrá ser considerado consejero independiente</b> aquel que mantenga, de forma directa o indirecta, <b>al menos el 10 % de las acciones de la empresa</b> , en términos económicos o de derecho de voto de una compañía. En caso de que una familia posea colectivamente más del 10 %, este porcentaje se sumará al porcentaje que representa de manera individual.	ECGS, en su política de voto para Europa, establece que para que un consejero sea considerado independiente no debe tener una participación significativa directa o indirecta del <b>3 % del capital</b> .	Glass Lewis cuenta con una política de voto para España en la que contempla la figura del consejero dominical ( <i>shareholder representative</i> ), estando dentro de este grupo un consejero que posea o represente a un accionista con un <b>3 % o más del capital social</b> de la empresa. Sin embargo, de acuerdo con sus políticas para Europa, será considerado como <b>“affiliated director”</b> aquel que posea <b>el 10 % o más del capital social</b> o derechos de voto.

<sup>15</sup> De hecho, considerarán que los accionistas significativos o los representantes de los accionistas significativos que posean o controlen menos del 10 % del capital social de una sociedad no son independientes cuando haya quedado probado que el accionista tiene una influencia significativa sobre el consejo de administración o mantenga relaciones de negocio con la sociedad.

### Con respecto al umbral de independencia en el Consejo

Si tomamos en consideración los umbrales de independencia requeridos en el consejo por los asesores de voto mencionados, observamos que ISS —el asesor de voto más influyente en el mercado español— recomienda que se vote en contra de la elección o reelección de los consejeros no independientes (excluyendo al CEO) que se sometan a elección o reelección si no se alcanza el umbral mínimo de independencia en el consejo<sup>16</sup>. Esto significa que recomienda votar en contra cuando no hay al menos un 50 % de consejeros independientes en el

consejo de administración o un 33 % en empresas en las que existe un accionista de control<sup>17</sup>.

ECGS también recomienda votar en contra del nombramiento de consejeros no independientes y no ejecutivos cuando el número de consejeros independientes en el consejo no alcanza el 50 %, salvo que el correspondiente código de buen gobierno exija un porcentaje mayor.

Por su parte, Glass Lewis suele recomendar el voto en contra de los consejeros no independientes (*"affiliated directors"*) o de consejeros que además sean empleados de la sociedad, como los consejeros ejecutivos (*"inside directors"*), cuando la composición del órgano de administración no cumple con las mejores prácticas del mercado, aunque suele aceptar la presencia de representantes de accionistas significativos en proporción a la participación o sus derechos de voto<sup>18</sup>.

**16** La recomendación es la siguiente: *"The following policies would be applied to all widely held companies ["widely held companies are interpreted as generally, based on their membership in a major index and/or the number of ISS clients holding the securities"], unless there is a majority shareholder:*

- For all markets (except Greece or Portugal), vote against the election or reelection of any non-independent directors (excluding the CEO) if:*
- Fewer than 50 percent of the board members elected by shareholders, excluding, where relevant, employee shareholder representatives, would be independent, or*
  - Fewer than one-third of all board members, including those who, in accordance with local law(s) requiring their mandatory board membership, are not elected by shareholders, would be independent.*

*[...] For companies with a majority shareholder (excluding Italy and Portugal):*

- Generally vote against the election or reelection of any non-independent directors (excluding the CEO) if the level of independence on the board will be lower than minority shareholders' percentage of equity ownership, or, in any case, if the board will be less than one-third independent (whichever is higher).*  
[...]
- However, in markets where the local corporate governance code addresses board independence at controlled companies, ISS will generally recommend against the election or reelection of any non-independent directors (excluding the CEO) if the level of independence on the board is lower than the local code recommendation, but in any case, if the level of board independence will be less than one-third."*

**17** ISS define a un accionista de control como aquel accionista o grupo de accionistas actuando concertadamente que controle al menos el 50 % + 1 acción del capital social.

**18** En sus recomendaciones específicas para España (2017 Proxy Paper™ Guidelines. An overview of the Glass Lewis Approach to proxy advice. Spain), Glass Lewis recomienda votar en contra de algunos de los consejeros ejecutivos (*"inside directors"*) o consejeros no independientes (*"affiliated director"*) cuando el 50 % o más de los miembros sean ejecutivos o el consejo no incluya un número suficiente de consejeros independientes. En ese sentido, en el caso de empresas españolas, y de conformidad con el Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas, Glass Lewis recomienda que la mayoría de los consejeros sean no ejecutivos y al menos un tercio de ellos sean independientes. No obstante, en las sociedades incluidas en el IBEX-35, al menos la mitad de los consejeros debe ser independiente, salvo que la sociedad tenga accionistas que individual o concertadamente controlen más de un 30 % del capital social (en cuyo caso, solo recomiendan que un tercio de los consejeros sean independientes). Asimismo, Glass Lewis recomienda votar en contra de los consejeros dominicales

Por tanto, se puede concluir que la recomendación más habitual para el caso de una compañía no controlada es alcanzar el umbral mínimo del 50 % de consejeros independientes. Este umbral se reduce a un tercio (33 %) cuando se trata de una compañía controlada o más pequeña, siendo ISS el asesor de voto con la política más drástica al respecto.

En el cuadro siguiente se presenta un resumen con las políticas de voto de los principales asesores de voto en materia de independencia en el consejo.

ÁMBITOS	ISS	ECGS	GLASS LEWIS
<b>Independencia en el consejo</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>50 %</b>. En caso de no alcanzar dicho umbral, votará en contra de todos los consejeros no independientes que se sometan a ratificación / reelección, salvo el CEO.</li> <li>• <b>33 %</b> en empresas donde existe un <b>accionista de control</b>, con más del 50 % del capital.</li> </ul>	<b>50 %</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>50 %</b> en empresas del <b>IBEX-35</b></li> <li>• <b>33 %</b> en otras empresas del <b>Mercado Continuo</b>, y en empresas donde existe un accionista de control, con más del 30 % del capital.</li> </ul>

("shareholder representatives") cuando la relación entre consejeros dominicales y consejeros independientes no se corresponda con la proporción existente entre los intereses económicos representados por los consejeros dominicales y el capital flotante de la sociedad ("free float").

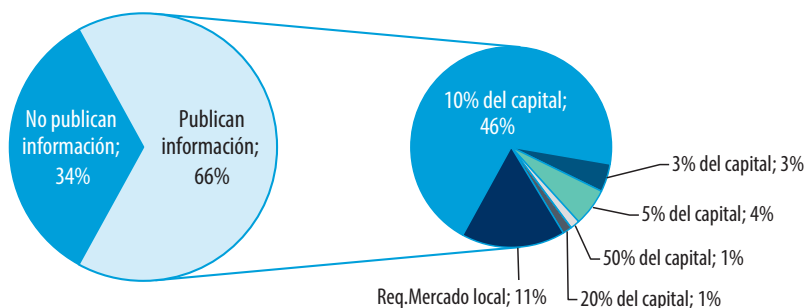
#### d) Las políticas de los inversores institucionales y sus efectos en España

Al igual que los *proxy advisors*, los inversores institucionales tienen un peso relevante en los resultados de las juntas de accionistas. Además, esta influencia ha aumentado en los últimos años, conforme se ha incrementado su presencia en el mercado español.

##### *Con respecto a los límites en la participación del capital*

Se ha llevado a cabo un análisis de las políticas de voto de 100 inversores institucionales extranjeros, con el objetivo de identificar el porcentaje máximo de capital que un consejero puede poseer o representar para ser considerado independiente. Los resultados muestran que, de las 100 políticas de voto analizadas, existe un amplio consenso entre los inversores que hacen público un umbral (46 de los 66 inversores que publican información al respecto), estando dicho porcentaje situado en 10 %<sup>19</sup>. Cabe destacar que un 11 % de los inversores establece que se regirán por los requerimientos o marcos de gobierno corporativo locales. Otros límites en la participación del capital identificados en las políticas de voto de los inversores son los siguientes: 5 % (4 inversores), 3 % (3 inversores), 20 % (1 inversor) y 50 % (1 inversor).

##### LÍMITES EN LA PARTICIPACIÓN DEL CAPITAL PARA SER CONSIDERADO INDEPENDIENTE



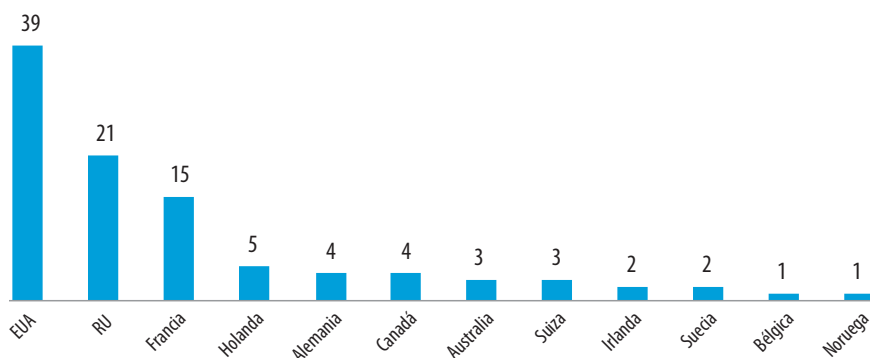
##### *Con respecto al umbral de independencia en el consejo*

En los últimos ejercicios, se ha puesto de manifiesto que también los inversores institucionales tienen el grado de independencia de los consejos de administración como uno de los ejes principales de sus agendas. Dado que uno de los objetivos de este estudio es valorar una posible flexibilización de la figura del consejero dominical para aquellos casos en los que un consejero pudiera ser considerado “microdominical”, hemos considerado oportuno realizar un análisis más detallado de los niveles de independencia exigidos por los inversores institucionales extranjeros activos en gobierno corporativo en nuestro mercado.

<sup>19</sup> El umbral del 10 % contempla a los siguientes inversores: a) aquellos que publican de manera explícita dicho porcentaje, b) los que dicen seguir las recomendaciones de voto de ISS, y c) inversores que afirman seguir determinados códigos o normativas de países donde se establece el 10 % como participación significativa.

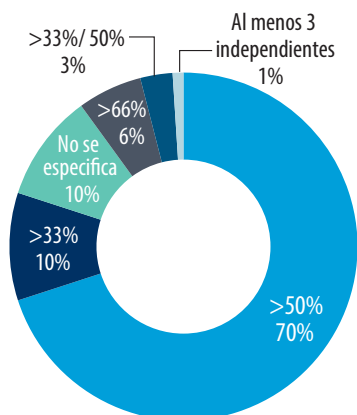
Para ello, se ha acometido un estudio de las prácticas de los inversores institucionales extranjeros en temas relativos a la composición del consejo de administración, que han sido objeto de debate en la última temporada de juntas y que se han incorporado en las políticas de voto para el año 2017. El 38 %, aproximadamente, de los inversores analizados tienen su origen en EE. UU., mientras que un 22 % están establecidos en el Reino Unido. Los inversores franceses representarían el 15 % de los inversores analizados.

#### INVERSORES INSTITUCIONALES ANALIZADOS - ÁREA GEOGRÁFICA



En general, todos los inversores analizados exigen un mínimo de consejeros independientes. El elemento diferenciador entre inversores es el porcentaje que cada uno de ellos demanda. En la mayoría de los casos (70 %), los inversores requieren al menos un 50 % de consejeros independientes, tal como se detalla en el gráfico siguiente:

#### NIVEL DE INDEPENDENCIA EN EL CONSEJO



- Exigen un umbral mayor del 50 % de independencia: 70 % de los inversores analizados.
- Exigen un umbral superior al 33 % de independencia: 10 % de los inversores analizados.
- “No se especifica”: 10 % de los inversores analizados.
- Exigen un umbral mayor del 66 % de independencia: 6 % de los inversores analizados.

Cabe destacar que, tanto en el caso de los asesores de voto como en el de los inversores institucionales analizados, el nivel de independencia en el consejo de administración puede tener impactos adicionales. Así, por ejemplo, cuando la figura de presidente del consejo y CEO se combina en una única persona, el estándar de mercado por lo general lo acepta, siempre que esta situación tenga carácter temporal y que durante el tiempo que la compañía mantenga la unificación de cargos ésta adopte una serie de medidas de contrapeso. Entre ellas, por ejemplo, se exige una mayoría de consejeros independientes acompañada de otras figuras de contraste, como el consejero coordinador independiente o que las comisiones de nombramientos, retribuciones y auditoría estén compuestas exclusivamente por consejeros externos independientes. La figura del consejero “microdominical” podría desde luego contribuir con estas medidas de contrapeso<sup>20</sup>.

## **II. Análisis sobre la situación de las sociedades cotizadas españolas en relación con la independencia de sus consejeros dominicales**

Elemento esencial de este estudio ha sido la necesaria constatación del nivel de prevalencia del fenómeno de los “microdominicales” para verificar el número de sociedades cotizadas españolas afectadas por esta situación. Nos referimos en concreto a sociedades cotizadas que cuentan en sus consejos de administración con consejeros que cumplen generalmente con los distintos requisitos de independencia y no tienen ni representan a ningún accionista de control, aunque sí se vinculan a algún accionista que es titular de una participación significativa inferior al 10 % del capital. Son los consejeros que hemos denominado “microdominicales”.

Para identificar a estos consejeros, se ha acometido, partiendo de la información pública disponible a junio de 2017, un detallado análisis destinado a identificar aquellas sociedades que cuentan con consejeros dominicales con participaciones inferiores al 10 % (o que las representan) y que no mantienen otras relaciones o circunstancias que comprometan la independencia de esos consejeros<sup>21</sup>.

En el cuadro siguiente se muestran de manera pormenorizada las variables analizadas, así como los criterios utilizados para el correcto entendimiento de la situación de las sociedades emisoras españolas.

<sup>20</sup> A modo de ejemplo, ISS recomienda votar en contra del nombramiento o reelección del presidente/CEO de una compañía, salvo que esta se comprometa a separar dichos cargos en un periodo máximo de dos años, y que la compañía proporcione mecanismos adecuados de control en el consejo (como el nombramiento de un consejero coordinador entre los consejeros independientes, un número elevado de consejeros independientes en el consejo y un alto nivel de independencia en las principales comisiones del consejo).

<sup>21</sup> El análisis se ha centrado en aquellas variables que con mayor prevalencia pueden afectar a la independencia del consejero y que resulten además de las fuentes públicas disponibles.

## CUADRO RESUMEN DE VARIABLES Y CRITERIOS:

VARIABLES ANALIZADAS	CRITERIOS TENIDOS EN CUENTA PARA EL ANÁLISIS
<b>Nivel 1:</b> Consejeros dominicales	<ul style="list-style-type: none"> <li>Consejeros categorizados como “consejeros dominicales” en las páginas webs de las sociedades emisoras (apartado relativo a la composición del consejo).</li> </ul>
<b>Nivel 2:</b> Consejeros con menos del 10 % del capital (acciones directas e indirectas)	<ul style="list-style-type: none"> <li>Se ha considerado la participación total del accionista, debiendo ser ésta menor del 10 % del capital, con independencia de que pueda estar representado por varios consejeros dominicales con menos del 10 % del capital cada uno.</li> <li>Asimismo, se ha considerado el total de acciones que posee (o representa) el consejero dominical: acciones directas e indirectas.</li> <li>Fuentes de información: Informe Anual de Gobierno Corporativo (IAGC) del ejercicio 2016 y registros públicos de la CNMV para los consejeros que se han incorporado en 2017.</li> </ul>
<b>Nivel 3:</b> Consejeros sin operaciones vinculadas	<ul style="list-style-type: none"> <li>Se han considerado como operaciones vinculadas las establecidas por la compañía a lo largo del IAGC, con especial énfasis en los Apartados D y H, relativos a “Operaciones Vinculadas y Operaciones Intragrupo”, y “Otras informaciones de interés”, respectivamente, y en la que se tienen en consideración (siempre que la empresa lo incluya) aspectos, tales como: <ul style="list-style-type: none"> <li>Cualquier consejero que sea también empleado o ejecutivo de un accionista significativo de la sociedad.</li> <li>Consejero que presta actualmente servicios profesionales a la empresa, o a una de sus filiales, por importe superior a 10.000 € por año.</li> <li>Consejero que representa a un cliente, proveedor, acreedor u otra entidad con la cual la empresa mantiene una relación transaccional / comercial (a menos que la empresa no la considere material).</li> <li>Familiar de un ejecutivo actual de la compañía o de algunas de sus filiales.</li> <li>Ser fundador o miembro de la familia de fundadores.</li> </ul> </li> </ul>

VARIABLES ANALIZADAS	CRITERIOS TENIDOS EN CUENTA PARA EL ANÁLISIS
<b>Nivel 4:</b> Consejeros que llevan menos de 12 años en el consejo	<ul style="list-style-type: none"> <li>Se han considerado 12 años, por ser éste el plazo máximo de años como consejero para ser catalogado como independiente de acuerdo con la normativa española.</li> <li>Para el cálculo, se ha tomado como base la información reportada por la compañía sobre la “fecha del primer nombramiento” recogido en el IAGC del 2016 o en la propia página web de la compañía.</li> </ul>
<b>Nivel 5:</b> Consejeros no <i>overboarded</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Se han tenido en consideración los siguientes números de consejos que puede ocupar el consejero dominical: <ul style="list-style-type: none"> <li>Si es consejero no ejecutivo en otras compañías: 5 consejos (vocal no ejecutivo) en total.</li> <li>Si es consejero ejecutivo en otra compañía: puede asumir adicionalmente 2 consejos (vocal no ejecutivo).</li> <li>Si es presidente no ejecutivo en otra compañía: puede asumir adicionalmente 3 consejos (vocal no ejecutivo), 1 consejo (presidente no ejecutivo) + 1 consejo (vocal no ejecutivo).</li> </ul> </li> </ul>
<b>Nivel 6:</b> Consejeros sin problemas de <i>cooling off period</i> <sup>22</sup> para ser considerados independientes	<ul style="list-style-type: none"> <li>Se ha considerado un <i>cooling off period</i> de 5 años desde que se desvinculó el consejero dominical de la compañía.</li> </ul>

<sup>22</sup> *Cooling off period* se refiere al plazo que debe haber transcurrido desde que el consejero se desvinculó de la compañía en cuestión. El plazo que se ha aplicado es el de 5 años, que se predica de quienes han sido consejeros ejecutivos.



Como resultado del análisis realizado sobre las treinta y cinco compañías pertenecientes al IBEX-35 y noventa y cinco pertenecientes al Mercado Continuo, es decir, sobre un total de ciento treinta compañías<sup>23</sup>, se puede concluir que existe un porcentaje relevante (**25,5 %**) de compañías que cuentan con consejeros dominicales en sus consejos de administración que se encuentran en esta situación.

Los resultados que se mencionan a continuación reflejan tanto el número de consejeros como el número de compañías afectadas para cada una de las circunstancias analizadas:

### 1. Consejeros dominicales en el consejo de administración

Se analizaron los consejos de administración de las ciento diez compañías que contaban, a fecha del análisis, con consejeros dominicales en sus consejos. Se identificaron trescientos noventa y ocho consejeros dominicales.

### 2. Porcentaje de capital que posee o representa en la compañía

Se analizó en profundidad a los trescientos noventa y ocho consejeros dominicales identificados pre-

viamente, con la finalidad de precisar aquellos que poseen (o representan) un porcentaje de acciones inferior al 10 % del capital. Tras el análisis, se constató que ciento veintiún consejeros, pertenecientes a sesenta y una compañías, cumplían con este requisito.

### 3. Consejeros que no cuentan con operaciones vinculadas

Al analizar a los consejeros y sus potenciales operaciones vinculadas con las compañías, el número de consejeros que podrían considerarse independientes se reduce sustancialmente, dado que muchos consejeros tienen algún tipo de operación vinculada con la compañía<sup>24</sup>. Por tanto, del total de ciento veintiún consejeros, solo sesenta y uno de ellos, pertenecientes a treinta y cinco compañías, no tienen operaciones vinculadas con las empresas de las que son consejeros.

### 4. Consejeros cuyo mandato no exceda de 12 años

La siguiente variable analizada fue la relativa a la duración del mandato de los consejeros, estableciendo 12 años como el plazo máximo de antigüedad, pues transcurrido ese período ya no se podría continuar desempeñando el cargo de consejero independiente. De los sesenta y un consejeros dominicales analizados, cuarenta llevaban menos de 12 años en el consejo y, por tanto, cumplirían con el límite establecido para consejeros independientes. Estos cuarenta consejeros pertenecen a treinta compañías.

<sup>23</sup> La elección de estas compañías se llevó a cabo tomando en cuenta aquellas que a fecha 7 de junio de 2017 pertenecían a los índices mencionados. Del total de empresas, se han excluido las siguientes compañías del análisis: Aperam, ArcelorMittal, Banco Popular, Bayer, CAM y Reno de Medici, ya sea porque han dejado de cotizar en Bolsa o porque tienen su domicilio social en otro país. Adicionalmente, se han excluido catorce empresas que a fecha del análisis no contaban con consejeros dominicales en sus consejos de administración. Por tanto, se analizaron de manera pormenorizada ciento diez compañías, incluyendo entre ellas treinta y cuatro del índice IBEX-35.

<sup>24</sup> Los criterios utilizados para considerar que existe una operación vinculada vienen detallados en el "Cuadro resumen de variables y criterios" - Nivel 3: Consejeros sin operaciones vinculadas (pág. 29).

## 5. Consejeros no *overboarded*

Otro aspecto importante a analizar es el número de consejos en los que está presente el consejero y el efecto que ello puede acarrear sobre la dedicación idónea al cargo. Se trata de una variable no contemplada en la definición legal de consejero independiente, pero que es considerada por los asesores de voto. Aunque la recomendación del Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas defiende a la normativa interna de cada sociedad la fijación del número máximo de consejos, las políticas de los asesores de voto suelen recomendar el voto contrario al nombramiento de consejeros que estén presentes en más de cinco consejos o de dos si se trata de un consejero ejecutivo<sup>25</sup>, entre otras circunstancias. No se trata de situaciones en las que el consejero en cuestión no pueda reputarse independiente, sino que directamente su elección es rechazada bajo los parámetros indicados por las políticas o directrices aplicables. Naturalmente, no puede descartarse que la normativa interna de cada compañía establezca unas reglas más rígidas, pero por razones prácticas se ha preferido circunscribir el tamiz a los parámetros referidos en el cuadro anterior propugnados por los *proxy advisors*. Tras el análisis realizado, se ha identificado que treinta y nueve consejeros de treinta compañías no son considerados *overboarded*<sup>26</sup>, es decir, su pertenencia a otros consejos de administración

no es excesiva, y no debería plantear inconvenientes desde la perspectiva de los asesores de voto.

## 6. Consejeros sin problemas de *cooling off period*

Finalmente, para los treinta y nueve consejeros que estarían cumpliendo con todos los criterios para ser considerados independientes, se analizó una última variable: el *cooling off period*. Tras el análisis, se identificó que treinta y cinco consejeros de veintiocho compañías no tienen problemas de *cooling off period* para ser considerados independientes.

---

Por tanto, del análisis realizado, se desprende que, a junio de 2017, treinta y cinco consejeros dominicales podrían ser considerados consejeros “microdominicales” por cumplir con todos los requerimientos de independencia antes enunciados. Estos treinta y cinco consejeros pertenecen a veintiocho compañías, lo que equivale a un 25,5 % del total de compañías que cuentan con consejeros dominicales en sus consejos.

---

25 Véase Glass Lewis: “2017 Proxy Paper™ Guidelines. An overview of the Glass Lewis Approach to proxy advice. Continental Europe”; o ISS: *Europe Summary Proxy Voting Guidelines. 2017 Benchmark Policy Recommendations*.

26 Los criterios utilizados para considerar a un consejero *overboarded* vienen detallados en el “Cuadro resumen de variables y criterios” - Nivel 5: Consejeros no “overboarded”.

Cabe destacar que de las veintiocho compañías referidas, siete de ellas pertenecen al IBEX-35 y veintiuna al Mercado Continuo. El siguiente gráfico muestra un resumen de los resultados obtenidos:

VARIABLES ANALIZADAS	1	2	3	4	5	6
	Consejeros Dominicales	Consejeros con <10% del capital	Consejeros sin operaciones vinculadas	Consejeros que llevan <12 años en el Consejo	Consejeros no "overboarded"	Sin problemas de "cooling off period" para ser considerados independientes
RESULTADOS	398 consejeros de 110 compañías a analizar	121 consejeros de 61 compañías	61 consejeros de 35 compañías	40 consejeros de 30 compañías	39 consejeros de 30 compañías	35 consejeros de 28 compañías
						<div> <div>7 compañías Ibex-35</div> <div>21 compañías Mercado Continuo</div> </div>

Con respecto a los resultados obtenidos en relación con la situación de las sociedades cotizadas españolas, es oportuno destacar lo siguiente:

- Los resultados obtenidos muestran una foto fija de la situación de las sociedades cotizadas españolas a **junio de 2017**, fecha en la que se realizó el análisis de todos los datos. Hay que considerar que estos resultados varían en el tiempo, como consecuencia de los parámetros analizados (número de consejeros, porcentaje de capital, años de antigüedad, *overboard*, etc.) y que, por tanto, compañías que no están afectadas por la casuística comentada, pueden pasar a estarlo, y viceversa.
- Cabe resaltar que los resultados se han obtenido, en todos los casos, a partir del análisis de **información pública**, para asegurar la homogeneidad en el análisis y tratamiento de la información. Los autores de este documento no nos hacemos responsables de cualquier resultado inexacto que haya podido surgir como consecuencia de información incompleta / imprecisa publicada por la compañía. Las fuentes de información utilizadas han sido fundamentalmente las siguientes:
  - Páginas webs de las sociedades emisoras y, en concreto, información proveniente de los Informes Anuales de Gobierno Corporativo (ejercicio 2016), *curriculum vitae* de los consejeros y detalle de la composición del consejo de administración prevista en las páginas webs.

- Página web de la CNMV ([www.cnmv.es](http://www.cnmv.es)): contraste de información relativo a la participación que posee / representa el consejero dominical en el capital de la sociedad cotizada.

### III. Impacto de la problemática en las sociedades españolas

A partir de la problemática descrita en el apartado anterior y como consecuencia del relevante porcentaje de compañías identificadas bajo esta situación (más de un 25 % de las compañías que cuentan con consejeros dominicales), es nuestro objetivo plantear en este apartado las implicaciones que, desde nuestro punto de vista, tiene para las sociedades cotizadas la restrictiva definición de independencia cuando el consejero es titular (o representa al titular) de una participación en la sociedad.

Por un lado, en relación con la LSC, aunque los denominados consejeros “microdominicales” puedan en la práctica cumplir con los criterios exigidos por la LSC para ser independientes al no estar condicionados en el ejercicio de sus funciones por relaciones con la sociedad o su grupo, accionistas de control o con una influencia notable sobre el consejo de la sociedad o sus directivos, el hecho de ser titulares de una participación significativa les impide serlo, por imperativo de la definición del artículo 529 duodécimo de la LSC.

Por otro lado, como se ha comentado anteriormente, los principales *proxy advisors*, ISS y Glass Lewis, suelen introducir en sus políticas de voto para Europa la previsión de que si la práctica o la normativa local prevén otros umbrales más restrictivos, se habrán de aplicar estos.

Ello conlleva, por tanto, que en relación con España solo consideren consejeros independientes a aquellos consejeros titulares de participación en la compañía, siempre que esta sea inferior al 3 %, y cumplan todas las restantes condiciones de independencia.

Los factores antes mencionados generan los siguientes problemas a las sociedades cotizadas españolas:

- En comparación con sus homólogas europeas o estadounidenses, para las compañías españolas resulta por tanto **más difícil configurar su consejo de administración** si en esa labor de configuración desean mantener los estándares de independencia exigidos por los *proxy advisors* e inversores institucionales y evitar recomendaciones y votos en contra, porque en España el concepto de “independiente” está notablemente más restringido: para el cómputo de los porcentajes de independencia, las sociedades españolas deben descartar a los consejeros que, a efectos de este estudio, hemos denominado “microdominicales” (independientes que son titulares o que representan a un accionista titular de entre un 3 % y un 10 % del capital).
- **Mayor complicación para acceder a las fuentes de inversión** en los mercados, ya que primarán a aquellas compañías que alcancen los estándares internacionales (en este sentido, las compañías foráneas lo tendrán más sencillo).
- Un **mayor coste reputacional** derivado muchas veces de la propia recomendación de voto en contra de los asesores de voto, por no cumplir con los estándares internacionales exigidos, pues en el análisis de

trazos gruesos (*box-ticking*), lo que al final se constata es si se cumplen o no los porcentajes de independencia en el órgano de administración, sin entrar en mayores detalles y, por tanto, sin investigar las razones de ese supuesto incumplimiento.

- Una **limitación en la disponibilidad de funciones y cometidos**, puesto que un consejero dominical, titular de menos del 10 % del capital y que cumpla con el resto de las condiciones para ser considerado independiente, no puede, entre otras cosas:
  - Ocupar el puesto de consejero coordinador.
  - Ser presidente de las comisiones de auditoría, de nombramientos o de retribuciones.
  - Computar para el cálculo del porcentaje de independientes en el consejo ni en sus comisiones.

Desde nuestro punto de vista, el papel que están llamados a desempeñar los consejeros independientes lo pueden ejecutar con igual —si no mayor— eficacia los “microdominicales” que cumplan el resto de las condiciones para ser considerados como independientes. No

se entiende por qué quien tiene una participación significativa (inferior al 10 %) y cumple el resto de requisitos de independencia no puede actuar como el mejor de los independientes. Téngase en cuenta que estos consejeros “microdominicales”, cuando carecen de otras relaciones con la sociedad objetivo que afecten a su independencia, están llamados a velar por los intereses de un inversor que ha dedicado y compromete normalmente un considerable volumen de recursos (no solo económicos) y que por esa razón puede anticiparse que estará especialmente interesado en la maximización del valor sostenido de la compañía. Y en el desempeño de esa labor no se distinguen de los intereses por los que idealmente velan los consejeros propiamente “independientes”, aquellos personificados en el denominado “capital flotante”. El hecho de que el microdominical tenga un *dominus* concreto y personificado ante el que responder y al que rendir efectivamente cuentas, frente a la globalidad que representa el capital flotante, por definición menos personificada, puede añadir un componente adicional de compromiso y de *accountability* a la labor de estos consejeros “microdominicales” en comparación con los independientes, cuya interrelación con los intereses del capital flotante puede resultar más complicada de implementar o interpretar.

### Caso práctico:

Tras la identificación de las veintiocho sociedades cotizadas españolas y de los treinta y cinco consejeros dominicales que cumplen con los requerimientos de independencia (y que, por tanto, podrían ser considerados consejeros “microdominicales”), se efectuó un ejercicio para determinar el porcentaje actual de independencia<sup>27</sup> de los consejos de dichas empresas, con el fin de determinar:

- El número de estas compañías que actualmente cumple con el umbral mínimo de independencia<sup>28</sup> en sus consejos de administración.
- El número de compañías que podrían superar el umbral mínimo de independencia requerido en el caso de que los treinta y cinco consejeros identificados fuesen considerados “microdominicales”. Para la determinación del umbral mínimo de independencia se ha adoptado un criterio conservador, que es el establecido por ISS en su política de voto, y que hace referencia a un umbral mínimo del 50 %, salvo en el caso de compañías controladas, en las que el umbral de independencia se reduce a un tercio (33 %). Si bien el Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas establece adicionalmente que en el caso de compañías de baja capitalización el umbral de independencia puede reducirse a un tercio (33 %), se ha preferido optar por el criterio más exigente.

Los resultados obtenidos fueron los siguientes:

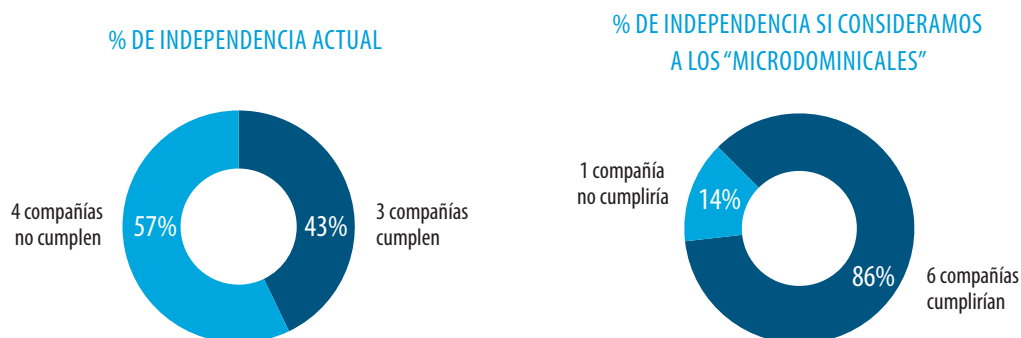
De las veintiocho compañías que cuentan con consejeros “microdominicales”:

- Siete compañías pertenecen al IBEX-35, de las cuales:
  - Tres compañías cumplen en la actualidad con el porcentaje de independencia del consejo exigido por las buenas prácticas de gobierno corporativo:
    - Dos cuentan con un porcentaje mayor del 50 %.
    - Una, al tratarse de una sociedad controlada, cumple con el porcentaje exigido, siendo este mayor del 33 % de independencia.

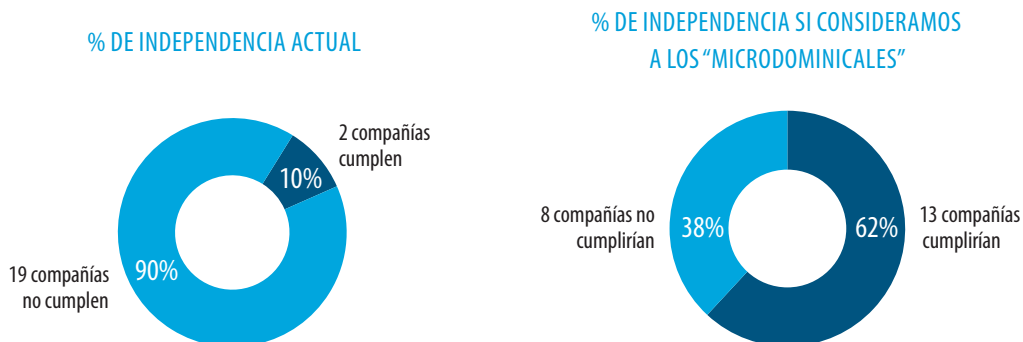
<sup>27</sup> Los porcentajes de independencia han sido calculados en base a los datos proporcionados por los emisores en sus webs corporativas a junio de 2017.

<sup>28</sup> Para determinar el umbral mínimo de independencia se ha tomado en consideración el umbral del 50 % de independencia (por ser el consenso en la mayoría de *proxy advisors* e inversores analizados), tanto para las empresas pertenecientes al IBEX-35, como para las del mercado continuo). En el caso de las empresas controladas, se ha adoptado el criterio de ISS por ser el más conservador, y que considera como empresa controlada a aquella que posee un accionista de control con al menos el 50 % + 1 acción del capital social. Para estos casos, el porcentaje mínimo de consejeros independientes en el consejo se reduce a un tercio (33 %).

- Cuatro compañías cuentan con un porcentaje de independencia menor del umbral de independencia requerido. Si se incluyera a los consejeros “microdominicales”, **tres compañías superarían el umbral del 50 %, cumpliendo con el estándar de independencia del Consejo.**



- Veintiún compañías forman parte del Mercado Continuo, de las cuales:
  - Solo dos compañías cumplen en la actualidad con un porcentaje de independencia del Consejo superior al 50 % (ambas son compañías no controladas).
  - Diecinueve compañías cuentan con un porcentaje de independencia por debajo del umbral del 50 % (o del 33 % si es controlada).
  - Si se incluyera a los consejeros “microdominicales”, **diez compañías superarían el umbral del 50 % de independencia y una compañía controlada superaría el 33 %.**



---

Por tanto, de las veintiocho compañías con consejeros microdominicales, en la actualidad solo cinco compañías cumplen con los requisitos de independencia formulados. Sin embargo, si se tomara en consideración la figura de consejero “microdominical”, catorce compañías adicionales cumplirían con el umbral mínimo de independencia.

---

#### IV. Contraste con *stakeholders*

Tras haber analizado la situación de las sociedades cotizadas españolas y el marco normativo bajo el que se rigen, efectuadas asimismo las comparaciones oportunas con la normativa de otros países, y atendidos los requerimientos recogidos en las políticas de voto de *proxy advisors* y de la comunidad inversora, decidimos pulsar de primera mano la opinión de algunos de estos grupos de interés, con la finalidad de conocer su opinión y postura en relación con el marco legal actual de gobierno corporativo en España y la figura del consejero “microdominical”. Para ello, se contactó con los principales *proxy advisors* (ISS, Glass Lewis, ECGS, PIRC) y con inversores institucionales extranjeros relevantes para el mercado español.

Tras la ronda de contactos con estos actores, se puede concluir que la iniciativa de llevar a cabo esta investigación ha sido considerada muy positiva. La mayoría de los *proxy advisors* y de los inversores consultados son conscientes de la particular casuística del mercado es-

pañol y la problemática que esta situación genera en las sociedades cotizadas españolas.

Sin embargo, existen opiniones diversas en lo que respecta a una posible solución a este tema. Al respecto, cabe mencionar que en el caso de los asesores de voto, sus políticas suelen ser menos flexibles y, por tanto, consideran que una modificación de la normativa española constituye un paso esencial para poder considerar a los consejeros “microdominicales” como independientes, alineándose de este modo con lo establecido en el marco legal de España. Por su parte, en el caso de los inversores la posición suele ser más flexible. Al respecto, la gran mayoría de ellos coincide en que, siempre que los consejeros “microdominicales” cumplan con los requerimientos de independencia y su participación en el capital (de manera directa o indirecta) no exceda el 10 %, podrían ser considerados independientes. Reflejaron de esta forma que podrían actuar bajo un escenario de análisis caso por caso, aunque reconocieron que un cambio o adaptación de la normativa española en este ámbito sería siempre más sencillo de gestionar.



## V. Propuesta de modificación legislativa

Como se ha identificado a lo largo del presente estudio, la normativa española contiene múltiples referencias a la independencia de los consejeros. Estas menciones aparecen no solo en el ámbito de las sociedades cotizadas, sino que se extienden al ámbito bancario y a las empresas de interés público. La problemática es por consiguiente transversal y, aunque se manifiesta con especial énfasis entre las sociedades cotizadas, puede afectar a otros sectores de la economía, lo que hace a nuestro juicio muy conveniente una reevaluación de la cuestión con vistas a su reforma y ajuste, de manera que las sociedades españolas puedan competir en el mercado de captación y retención de consejeros y de gobierno corporativo con reglas análogas a las existentes en la mayoría de los países de nuestro entorno.

Teniendo en consideración la normativa española y aquellos ámbitos en los que más inciden las recomendaciones de los principales *proxy advisors* e inversores institucionales, quizás la alternativa más sencilla sería modificar la definición de consejero independiente establecida en el actual artículo 529 duodécimo de la LSC, elevando el umbral a partir del cual se considera que un consejero no es independiente hasta el 10 % del capital social (frente al 3 % actual o el 1 % en el caso de residentes en paraísos fiscales). Para ello, por ejemplo, se podría modificar el apartado tercero del citado artículo, añadiendo un párrafo adicional que establezca que a los efectos de la LSC se entenderá como participación significativa aquella que alcance, de forma directa o indirecta, al menos un 10 % del capital o de los derechos de voto. Esta opción iría en la línea de lo planteado por algunos autores que abogan por eliminar la categoría de

consejero dominical, ya sea parcialmente, limitándola a aquellos que representen a accionistas de control en la sociedad<sup>29</sup>, o totalmente<sup>30</sup>.

<sup>29</sup> En este sentido, en nota al pie, MATEU DE ROS CERESO, Rafael: "Los consejeros no ejecutivos en la ley de sociedades de capital: consejeros independientes y consejeros dominicales", *Revista de Derecho de Sociedades*, núm. 47/2016: "La categoría de los consejeros dominicales -de subsistir- debe quedar confinada a los supuestos evidentes de representación de un accionista de control de la sociedad sin presunción alguna de representación no solo por las razones esgrimidas sino además porque en sí misma la posibilidad de que un consejero, una vez nombrado o reelegido, actúe en el interés particular de un determinado accionista -fuera de los supuestos de control- resulta contradictorio con el propio esquema legal del deber de lealtad del consejero".

<sup>30</sup> GARCÍA DE ENTERRÍA, Javier: "La composición del Consejo: la función de los consejeros ejecutivos y dominicales (art. 529 duodécimo, apdos. 1, 2, 3 y 6 LSC)", en *Junta General y Consejo de Administración en la sociedad cotizada. T. II*, Cizur Menor (Navarra): Aranzadi, 2016, pág. 949: "cabe plantearse si no estaría más justificado prescindir de la categoría de los consejeros dominicales y reclasificar a éstos como consejeros internos o externos, en función concretamente de que el accionista al que representen sea el accionista de control o, por el contrario, un accionista carente de influencia relevante. Esta clasificación dual -que podría completarse en su caso sometiendo a estos últimos a los criterios de independencia requeridos para los consejeros independientes distintos del relativo al vínculo con el accionista- resultaría más acorde, no solo con los estándares internacionales en materia de gobierno corporativo, sino también con la realidad de las cosas"; MUÑOZ PAREDES, J. M.: "El equilibrio del consejo en las sociedades cotizadas: clases de consejeros y distribución de puestos", *Revista de Derecho Mercantil*, 290 (2013), pág. 226: "La creación de esta categoría de consejeros dominicales casi exclusiva, como se sabe, de nuestro país se adecua a las singularidades de nuestro mercado de valores, pero si no queremos que distorsione el objetivo a lograr, esto es, que el consejo refleje los distintos intereses presentes en el accionariado es preciso, por un lado, que tomemos en consideración si los ejecutivos representan a ciertos accionistas y, si así fuera, que se tenga en cuenta esa relación, impidiendo que ese accionista o accionistas ostente una representación en el consejo superior a la que proporcionalmente le corresponde conforme a su participación

Sin embargo, y a pesar de su sencillez, no nos parece que esta vía de atajar el problema resulte la más adecuada. Las razones que aducimos para ello son de arraigo, de imagen y de sustancia. Las primeras aluden a la consolidación y normalización del término dominical en nuestra práctica y en los documentos de gobierno corporativo. Entre las de imagen está el que la dominicalidad pase de súbito a predicarse exclusivamente de quienes tienen una participación superior al 10 %, lo que puede trasladar —aunque sea equívocamente— un mensaje de cierta manga ancha o regresión en lo mucho avanzado en materia de gobierno corporativo. Por último, entre las sustanciales podemos citar cómo en tal supuesto estaríamos desconociendo las diferencias, a las que antes hemos aludido, entre un independiente no accionista y aquel consejero que ha sido nombrado por un socio titular de una participación relevante (por ejemplo, un 8 %). En el caso del segundo, este atiende a un interés concreto y definido que ha motivado su acceso al consejo (un interés por cierto mucho menos difuso que el del *free float* al que teóricamente se debe el independiente no socio) y por ese motivo también resulta relevante conocer la relación del consejero así designado con el accionista, en el caso de que uno y otro no coincidan, y los posibles intereses cruzados entre ellos, por su potencial incidencia a efectos de la valoración de conflictos. Y de manera análoga, frente al independiente no accionista (y que no representa a ningún socio en concreto), el

consejero que sí representa a un accionista (dominical en sentido amplio) muestra una tipología específica, en términos de deberes o de gestión de conflictos de interés, que aconseja mantener la tradicional terminología dominical, aunque, al margen de la participación accionarial, el consejero conjuge el resto de circunstancias suficientes para ser considerado como independiente.

Más oportuno nos parece, como postula otra corriente doctrinal<sup>31</sup>, explorar otras fórmulas que, manteniendo la definición actual de consejero dominical, permitan a los “microdominicales” desempeñar algunos cargos o funciones que actualmente corresponden únicamente a los consejeros independientes, de manera que un consejo en el que existan uno o varios “microdominicales” no pueda verse penalizado por esta circunstancia.

Por tanto, lo que planteamos es incorporar en el artículo 529 duodécimo de la LSC una previsión que establezca que a los efectos del cómputo de consejeros independientes en el consejo de administración o en sus comisiones se contarán entre ellos a los dominicales cuya participación sea inferior al 10 % del capital social y que cumplan el resto de condiciones necesarias para ser reputados independientes, esto es, que no se vean

---

*en el capital. Y, segundo, sería igualmente preciso dotar al resto de consejeros dominicales de «independencia», en el sentido ya dicho de ausencia de vínculos con los ejecutivos. De ese modo sí se lograría que la mayoría del consejo fuera de verdad «externa», en tanto que independiente. Tal como está configurada hoy, la categoría de los consejeros dominicales aporta muy poco».*

---

**31** CONTHE, Manuel: “Reflexiones dominicales”, *Expansión*, 7-10-2014, pág. 54: “bastaría contemplar que un “mini-dominical” que cumpla las restantes condiciones de independencia pueda, con las cautelas adicionales que resulten precisas, ser asimilado, a ciertos efectos, a los que el nuevo artículo 529 duodécimo de la Ley de Sociedades de Capital definirá como “consejeros independientes””. En el mismo sentido, PAZ-ARES, Cándido: “Identidad y diferencia del consejero dominical”, en *Estudios de Derecho Mercantil en homenaje a los profesores Gaudencio Esteban Velasco y Fernando Rodríguez Artigas* (en prensa).

afectados por las incompatibilidades del apartado 4 del artículo 529 duodecies. La propuesta del porcentaje del 10 % indicado se realiza en atención al umbral prevalente en las jurisdicciones de nuestro entorno y al consenso observado entre la mayoría de los asesores de voto e inversores institucionales analizados<sup>32</sup>.

En relación con la propuesta referida, convendrá asimismo precisar que no resultará de aplicación a estos consejeros la regla de incompatibilidad de la letra j) del indicado apartado 4 (*"Quienes se encuentren respecto de algún accionista significativo o representado en el consejo en alguno de los supuestos señalados en las letras a), e), f) o g) anteriores"*<sup>33</sup> [...]) cuando el accionista significativo sea aquel al que representan en el consejo, pues carecería de sentido tratar de manera diferente al consejero dominical que no tiene relación con el accionista al que representa frente al que sí la tiene, sin que al propio tiempo parezca razonable limitar la efectividad de la propuesta a aquellos supuestos en que el representante (quien actúa como consejero dominical) carezca de esas relaciones con el accionista representado; al contrario, lo verdaderamente relevante es que esas relaciones no se produzcan con la compañía administrada, para preservar la independencia, pero no acontece nada porque se

produzcan con el accionista representado (no olvidemos que por eso estamos ante un consejero dominical). A ello podría añadirse que dichos consejeros "microdominicales" puedan desempeñar las funciones o cometidos reservados a los consejeros independientes, como por ejemplo el cargo de consejero coordinador o la asunción de las presidencias de las comisiones de auditoría, de nombramientos o de retribuciones. Por último y para aumentar las garantías, podría explicitarse que la comisión de nombramientos revise anualmente el cumplimiento por estos consejeros de las cualidades exigidas a los consejeros independientes y que dicha comisión revise anualmente, de cara a la junta general de accionistas, el carácter independiente de dichos consejeros y así lo confirme su presidente en la propia asamblea.

Con una modificación como la que sugerimos, los "microdominicales" se computarían a los efectos de determinar los porcentajes de independencia del consejo y de sus comisiones, y, al propio tiempo, podrían asumir las funciones reservadas a los consejeros independientes antes reseñadas. Esto permitiría situar a las compañías españolas en un régimen equivalente al de la mayoría de los ordenamientos de nuestro entorno y, al figurar reflejado en la normativa local, provocaría que en sus recomendaciones los *proxy advisors* y comunidad inversora computasen y considerasen a estos "microdominicales" dentro del porcentaje de independientes del consejo. Al propio tiempo, permitiría a estos "microdominicales" desempeñar funciones para las que están, al menos sobre el papel, idóneamente preparados y que hasta la fecha y exclusivamente en nuestro ordenamiento están reservadas a los consejeros independientes sin participación significativa.

32 Se recuerda que, del análisis de las políticas de voto de los 100 inversores institucionales extranjeros, se identificó que un 66 % hace explícito un umbral máximo para ser considerado independiente. De estos, la gran mayoría (47 %) establece el umbral en el 10 %.

33 Las letras indicadas aluden fundamentalmente a supuestos en los que el representante es empleado o ejecutivo del accionista al que representa, o tiene directa o indirectamente una relación de negocios significativa con dicho accionista, o es pariente cercano de un ejecutivo o alto directivo del accionista.





## 4

PRINCIPALES CONCLUSIONES  
DEL ESTUDIO

- La normativa española considera que un consejero independiente deja de serlo y se reputa dominical cuando tiene, o está relacionado con un accionista que tiene, una participación en la sociedad igual o superior al 3 % (o al 1 % en el caso de sujetos que tengan su residencia en un paraíso fiscal).<sup>34</sup>
- A nivel internacional, y aunque existen excepciones, suele considerarse independiente cualquier consejero que no cuente con relaciones de negocio con la sociedad objetivo y cuya participación en la compañía, si es o representa a un accionista significativo, no alcance el 10 % del capital.
- Un criterio similar mantienen los dos asesores de voto más representativos (ISS y, en menor medida, Glass Lewis), para quienes también el umbral de independencia se sitúa en el 10 % del capital con carácter general. La excepción la constituye España, pues aplican la regla legal que impide considerar independiente a quien tenga o represente una participación del 3 % o superior. Esta circunstancia pone en desventaja a las sociedades españolas a la hora de configurar sus consejos de administración, sin que exista empíricamente una evidencia de que por esa razón los consejos de compañías españolas sean más independientes.
- En esta misma línea, la mayoría (46 %) de los 100 inversores institucionales analizados (66 % de ellos publican información al respecto), recogen en sus políticas de voto que dentro de las circunstancias que un consejero debe cumplir para ser considerado independiente se encuentra la de no superar (de manera directa o indirecta) el umbral del 10 % del capital de una compañía, seguido de un 11 % que se basa en los estándares de mercado a nivel local.
- Del análisis empírico efectuado por los autores de este estudio en junio de 2017, sobre las 130 sociedades cotizadas españolas (IBEX-35 y Mercado Continuo), se ha determinado que la problemática existente en estas sociedades no tiene una singularidad marginal; por el contrario, la prevalencia del fenómeno es relevante: el 25,5 % de las compañías que tienen consejeros dominicales se ven afectadas por esta situación. Al respecto:
  - Hay un total de 61 compañías que cuentan con un total de 121 consejeros dominicales titulares (de manera directa o indirecta) cada uno de ellos de menos del 10% del capital.
  - A su vez, de esa muestra se han eliminado, por ser las circunstancias que con mayor frecuencia pueden comprometer su independencia, aquellos que (i) llevan más de 12 años en el cargo, (ii) que cuenten en el último año con operaciones vinculadas, (iii) que estén *overboarded* o (iv) que no hayan cumplido el período de *cooling off* en el caso de que previamente hayan sido empleados o altos directivos.

<sup>34</sup> ...o en un país o territorio de nula tributación o con el que no exista efectivo intercambio de información tributaria conforme a la legislación vigente.



- Tras todas esas deducciones, se ha concluido, con un inevitable margen de aproximación, que todavía quedan un total de 28 compañías (7 del IBEX-35 y 21 del Mercado Continuo) con un total de 35 consejeros que en principio podrían ser reputados como “microdominicales”: consejeros dominicales titulares de menos de un 10 % del capital y que satisfacen en principio todos los restantes requisitos para ser considerados independientes.
- Esta situación tiene un impacto muy relevante en las sociedades cotizadas españolas. Entre los aspectos a destacar se encuentran la mayor complejidad a la que se enfrentan las compañías españolas para configurar los consejo de administración en relación con sus pares internacionales, una mayor dificultad para acceder a fuentes de inversión por no cumplir, en muchos casos, con los estándares internacionales en materia de independencia, y —por qué no dejar de invocarlo— el coste reputacional que las propias recomendaciones de voto en contra de los *proxy advisors* pueden causar en las compañías y en sus respectivos niveles de apoyo en las juntas de accionistas. Finalmente, no podemos obviar la limitación en la asunción de otras funciones por parte de esta tipología de consejeros “microdominicales” (i. e., ocupar el puesto de consejero coordinador, presidir las comisiones del consejo, como la de auditoría, de nombramientos o de retribuciones, etc.).
- Cabe destacar que existe un consenso entre los asesores de voto e inversores institucionales extranjeros consultados en relación con la figura del “consejero microdominical”. En este sentido, la gran mayoría afirma ser consciente de esta problemática del mercado español y considera la iniciativa como muy positiva. Sin embargo, existen diferencias en lo que respecta a una posible solución, siendo algunas políticas más/menos flexibles al respecto. Los *proxy advisors* se muestran más rígidos en cuanto a la necesidad de un cambio normativo para poder flexibilizar la figura del consejero microdominical, mientras que los inversores institucionales se muestran más abiertos a un *comply or explain* por parte de las compañías, junto con la divulgación de informes por parte de la comisión de nombramientos en los que se justifique la condición de independiente del consejero en cuestión.
- Como consecuencia de todo el análisis realizado y tras contemplar las distintas corrientes existentes al respecto, planteamos mantener, a nivel normativo, la actual definición de consejero dominical, fijada en la LSC, permitiendo que la figura del consejero “microdominical” se compute a los efectos de determinar los porcentajes de independencia del consejo y de sus comisiones y, al propio tiempo, facilitando que pueda desempeñar algunos cargos o funciones que actualmente se reservan para los consejeros independientes, mediante la inclusión de algunas precisiones en el artículo 529 duodécimo de la LSC. Por último y para aumentar las garantías, consideramos que podría explicitarse que la comisión de nombramientos revise anualmente el cumplimiento por estos consejeros de las cualidades exigidas a los consejeros independientes y que, en el marco de esa función, dicha comisión revise anualmente, de cara a la junta general de accionistas, el carácter independiente de dichos consejeros y así lo confirme su presidente en la propia asamblea.

# 5

## ANEXOS

### Anexo 1

#### LISTADO DE INVERSORES INSTITUCIONALES ANALIZADOS PARA DETERMINAR LOS UMBRALES DE INDEPENDENCIA EXIGIDOS

ABERDEEN ASSET INVESTMENTS LIMITED	DEGROOF PETERCAM
AEGON INVESTMENT MANAGEMENT B.V.	DEKA INVESTMENTS
AGICAM	DEUTSCHE ASSET MANAGEMENT INVESTMENT GMBH
ALLIANCEBERSTEIN	DIMENSIONAL FUND ADVISORS
ALLIANZ GLOBAL INVESTORS	ECOFI
AMUNDI ASSET MANAGEMENT	EDINBURGH PARTNERS LTD
APG ASSET MANAGEMENT	EDMOND DE ROTHSCHILD ASSET MANAGEMENT
AVIVA INVESTORS GLOBAL SERVICES LIMITED	EMPLOYEES RETIREMENT SYSTEM OF TEXAS
AXA INVESTMENT MANAGERS PARIS	FIDELITY INVESTMENT MANAGERS LTD
BAE SYSTEMS PENSION FUNDS INVESTMENT MANAGEMENT LTD.	FIDELITY MANAGEMENT & RESEARCH
BAILLIE GIFFORD & CO. LTD.	FLORIDA RETIREMENT SYSTEM
BANK OF NEW YORK MELLON GROUP	GEODE CAPITAL MANAGEMENT, L.L.C.
BLACKROCK GROUP	GM ASSET MANAGEMENT
BNP PARIBAS INVESTMENT PARTNERS GROUP	GOLDMAN SACHS ASSET MANAGEMENT
BRITISH AIRWAYS PENSIONS	GOLDMAN SACHS ASSET MANAGEMENT INTERNATIONAL
BRITISH COLUMBIA INVESTMENT MANAGEMENT CORP.	HARDING LOEVNER L.P.
CAISSE DE DEPOT ET PLACEMENT DU QUEBEC	HEALTHCARE OF ONTARIO PENSION PLAN
CALIFORNIA PUBLIC EMPLOYEES' RETIREMENT SYSTEM	HENDERSON GLOBAL INVESTORS LTD
CALIFORNIA STATE TEACHERS RETIREMENT SYSTEM	HERMES FUND MANAGERS LIMITED
CAM GESTION	HEXAVEST, INC.
CAMBIAR INVESTORS	HSBC GLOBAL ASSET MANAGEMENT (FRANCE)
CANDRIAM BELGIUM S.A.	HSBC GLOBAL ASSET MANAGEMENT (UK) LTD.
CAPITAL RESEARCH GLOBAL INVESTORS	INVESCO ASSET MANAGEMENT LIMITED
CHARLES SCHWAB INC.	IRISH LIFE INVESTMENT MANAGERS
CM-CIC ASSET MANAGEMENT	J.P. MORGAN ASSET MANAGEMENT UK LTD.
COLONIAL FIRST STATE GLOBAL ASSET MANAGEMENT	JANUS CAPITAL
COLUMBIA THREADNEEDLE INVESTMENTS LTD.	KBI GLOBAL INVESTORS
	LA BANQUE POSTALE ASSET MANAGEMENT

LEGAL & GENERAL INVESTMENT MGMT. LTD.  
LYXOR  
MACQUARIE INVESTMENT MANAGEMENT  
MANULIFE FINANCIAL CORPORATION  
MFS INVESTMENT MANAGEMENT  
MN SERVICES  
MORGAN STANLEY  
NATIXIS  
NORGES BANK INVESTMENT MANAGEMENT  
NORTHERN TRUST GLOBAL INVESTMENTS  
NORTHERN TRUST GLOBAL INVESTMENTS LTD  
NNIP ADVISORS  
ONTARIO TEACHERS PENSION PLAN  
OPPENHEIMER FUNDS  
PGGM VERMOGENSBEHEER B.V.  
PICTET GROUP  
PIONEER INVESTMENT MANAGEMENT  
PROMEPAR ASSET MANAGEMENT  
PSP INVESTMENTS  
PRINCIPAL GLOBAL INVESTORS  
PUTNAM INVESTMENTS LIMITED  
RARE INFRASTRUCTURE LIMITED  
RIVER & MERCHANTILE

SCHRODERS INVESTMENT MANAGEMENT LTD  
SJUNDE AP FONDEN  
STANDARD LIFE INVESTMENTS LTD.  
STATE OF WISCONSIN INVESTMENT BOARD  
STATE STREET GLOBAL ADVISORS GROUP  
STATE TEACHERS RETIREMENT SYSTEM OHIO  
SJUNDE AP-FONDEN  
SWISS LIFE GROUP  
T. ROWE PRICE GROUP  
TD ASSET MANAGEMENT INC.  
TEACHER RETIREMENT SYSTEM OF TEXAS  
TIAA GLOBAL ASSET MANAGEMENT  
THEAM  
THORNBURG INVESTMENT  
UBS GLOBAL ASSET MANAGEMENT A.G.  
UNION INVESTMENTS  
UNIVERSITIES SUPERANNUATION SCHEME LTD  
VANGUARD GROUP, INC.  
VEGA INVESTMENT MANAGERS  
VICTORY CAPITAL MANAGEMENT INC.  
WADELL & REED INVESTMENT MANAGEMENT  
WILLIAM BLAIR & COMPANY



Anexo 2

RESUMEN DE LA NORMATIVA DE ESTADOS UNIDOS (NYSE Y NASDAQ) Y REINO UNIDO APLICABLE A SOCIEDADES LOCALES

ESTADOS UNIDOS		REINO UNIDO	
NYSE	NASDAQ		
<b>Definición</b>	<p>Es independiente todo consejero que el consejo “determine afirmativamente” que carece de “vinculación material” con la sociedad, ya sea directamente o como “socio, accionista o directivo de una organización que tenga vinculación con la sociedad.” La definición se aplica a todos los efectos del manual de cotización del NYSE. Existen requisitos y límites adicionales para los miembros de los comités de auditoría y de compensación.</p>	<p>Es independiente todo consejero que no sea directivo ejecutivo o empleado de la sociedad y que, en opinión del consejo, no tenga una vinculación que pueda “interferir en el ejercicio de un juicio independiente” para el cumplimiento de sus obligaciones como consejero. La definición se aplica a todos los efectos del manual de cotización del NASDAQ. Existen requisitos y límites adicionales para los miembros de los comités de auditoría y de compensación.</p>	<p>Es independiente todo consejero que, según “determinación” del consejo, sea “independiente de carácter y criterio” y no esté involucrado en “relaciones o circunstancias que tiendan a afectar, o pudieran parecer afectar, el criterio de dicho consejero”.</p>

ESTADOS UNIDOS			REINO UNIDO
	NYSE	NASDAQ	
<b>Participación en el capital social</b>	En términos generales, “dado que la preocupación es la independencia respecto del equipo directivo, el NYSE no considera que la tenencia de una participación en el capital social, incluso aunque esta fuera significativa, sea por sí misma una limitación para la consideración de independencia”.	En términos generales, “dado que el NASDAQ no considera que la titularidad de acciones de la sociedad sea por sí misma suficiente para impedir que el consejo determine que un consejero sea independiente, no se ha incluido esta circunstancia como un supuesto descalificador de pérdida de la independencia”.	Si el consejero representa a un “accionista significativo” (i. e., cualquier persona que tenga derecho a ejercitar o controlar el ejercicio del 10 % o más de los votos que puedan emitirse sobre todos o sustancialmente todos los asuntos en la junta general de la sociedad), el consejo deberá indicar sus motivos si finalmente determina que el consejero es independiente, a pesar de dicha circunstancia. Por otro lado, las normas de transparencia obligan a comunicar participaciones significativas iguales o superiores al 3 %.

ESTADOS UNIDOS			REINO UNIDO
	NYSE	NASDAQ	
Supuestos de pérdida de la independencia	Supuestos descalificadores — el consejero no podrá considerarse independiente si concurre alguno de los siguientes supuestos:  ( Los miembros de los comités de auditoría y compensación están sujetos a supuestos adicionales)	Vid. NYSE	“Cumplir o explicar” — el consejo deberá exponer sus motivos si, a pesar de que concurra alguno de los siguientes supuestos, determina que el consejero es independiente:
a) Empleo en la sociedad	El consejero es o ha sido en los últimos tres años empleado de la sociedad, o un familiar directo es o ha sido en los últimos tres años directivo ejecutivo de la sociedad (salvo que sea un cargo de sustitución temporal del presidente, director general u otro directivo ejecutivo);	Vid. NYSE	El consejero es o ha sido empleado de la sociedad o del grupo durante los últimos cinco años;

ESTADOS UNIDOS			REINO UNIDO
	NYSE	NASDAQ	
<i>b) Remuneración directa de la sociedad</i>	El consejero o un familiar directo (salvo familiares que sean directivos no ejecutivos) ha recibido remuneración de la sociedad por importe de más de 120.000 dólares durante cualquier periodo de 12 meses en los últimos tres años, sin tener en cuenta la remuneración por su cargo de consejero o pensiones recibidas;	Vid. NYSE	El consejero ha recibido o recibe de la sociedad remuneración adicional a la remuneración por su cargo de consejero, participa en algún programa de opciones de compra de acciones de la sociedad o en algún plan de compensación vinculado al rendimiento de la sociedad, o es miembro del plan de pensiones de la sociedad;
<i>c) Relación con asesores</i>	El consejero es un socio o empleado del auditor interno o externo de la sociedad, o un familiar directo es socio de una firma o empleado que trabaja o trabajó en la auditoría de la sociedad en algún momento en los últimos tres años;	El consejero o un familiar es socio actualmente del auditor externo de la sociedad o fue socio o empleado del auditor externo de la sociedad que trabajó en la auditoría de la sociedad en cualquier momento en los últimos tres años;	El consejero tiene vínculos familiares cercanos con cualquiera de los asesores de la sociedad, consejeros o empleados de alto nivel;

ESTADOS UNIDOS			REINO UNIDO
	NYSE	NASDAQ	
<i>d) Relaciones cruzadas</i>	El consejero o un familiar directo es, o ha sido en los últimos tres años, directivo ejecutivo de una entidad en la que alguno de los actuales directivos ejecutivos de la sociedad ha sido miembro del comité de compensación;	Vid. NYSE	El consejero ocupa el cargo de consejero en más de una sociedad o tiene vínculos significativos con otros consejeros a través de la participación en otras sociedades u organismos;
<i>e) Relaciones comerciales</i>	El consejero es actualmente un empleado, o un familiar directo es actualmente directivo ejecutivo, de una entidad que haya realizado pagos o recibido pagos de la sociedad por bienes o servicios por un importe que, en cualquiera de los últimos tres ejercicios, supere el mayor de 1 millón de dólares o el 2 % de los ingresos brutos consolidados de dicha entidad. Las contribuciones benéficas están exentas bajo las reglas del NYSE, pero han de ser divulgadas.	El consejero o un familiar es socio, accionista de control o directivo ejecutivo de una entidad que haya realizado o recibido pagos de la sociedad por bienes o servicios en un importe que, en el ejercicio actual o en cualquiera de los últimos tres ejercicios, supere el mayor del 5 % de los ingresos brutos consolidados del receptor o 200.000 dólares. Las contribuciones benéficas se consideran “pagos” a los efectos de esta prohibición.	El consejero tiene, o ha tenido en los tres últimos años, una relación comercial relevante con la sociedad, ya sea directamente, o como socio, accionista, consejero o empleado de alto nivel de un organismo que tenga dicha relación con la sociedad;

	ESTADOS UNIDOS		REINO UNIDO
	NYSE	NASDAQ	
<i>f) Participaciones</i>	N/A	N/A	El consejero representa a un "accionista significativo";
<i>g) Duración de mandato</i>	N/A	N/A	El consejero ha ocupado el cargo durante más de nueve años desde la fecha de su primera elección.

## Anexo 3

### EXTRACTOS DE LA NORMATIVA DE OTROS PAÍSES EUROPEOS APLICABLE A SOCIEDADES LOCALES

#### 1. Francia

#### **Corporate governance code of listed corporations (the AFEP-MEDEF Code As amended, November 2016)**

##### *"Section 8.2*

*A director is independent when he or she has no relationship of any kind whatsoever with the corporation, its group or the management that may interfere with his or her freedom of judgement. Accordingly, an independent director is understood to be any non-executive director of the corporation or the group who has no particular bonds of interest (significant shareholder, employee, other) with them.*

*[...]*

##### *Section 8.5*

*The criteria to be reviewed by the committee and the Board in order for a director to qualify as independent and to prevent risks of conflicts of interest between the director and the management, the corporation, or the group, are the following:*

##### *8.5.1 not to be and not to have been during the course of the previous five years:*

- *an employee or executive Officer of the corporation;*
- *an employee, executive Officer of a company or a director of a company consolidated within the corporation;*
- *an employee, executive Officer or a director of the company's parent company or a company consolidated within this parent;*

*8.5.2. not to be an executive Officer of a company in which the corporation holds a directorship, directly or indirectly, or in which an employee appointed as such or an executive Officer of the corporation (currently in office or having held such office during the last five years) is a director;*

*8.5.3 not to be a customer, supplier, commercial banker or investment banker:*

- *that is material to the corporation or its group;*
- *or for a significant part of whose business the corporation or its group accounts.*
- *The evaluation of the significant or non-significant relationship with the company or its group must be debated by the Board and the quantitative criteria that lead to the evaluation (continuity, economic dependence, exclusivity, etc.) must be explicitly stated in the annual report;*

*8.5.4 not to be related by close family ties to a company Officer;*

*8.5.5 not to have been an auditor of the corporation within the previous five years;*

*8.5.6 not to have been a director of the corporation for more than twelve years. Loss of the status of independent director occurs on the date at which this period of twelve years is reached.*

*8.6. A non-executive Officer cannot be considered independent if he or she receives variable compensation in cash or in the form of shares or any compensation linked to the performance of the corporation or group.*

*8.7. Directors representing major shareholders of the corporation or its parent company may be considered as being independent, provided that these shareholders do not take part in control of the corporation. Nevertheless, beyond a 10% holding of stock or 10% of the voting rights, the Board, upon a report from the nominations committee, should systematically review the qualification of a director as independent in the light of the make-up of the corporation's capital and the existence of a potential conflict of interest."*



## 2. Bélgica

### Code des Societes (7 Mai 1999)

« Art. 526ter. <inséré par L 2008-12-17/36, art. 16; En vigueur : 08-01-2009> L'administrateur indépendant au sens de l'article 526bis, § 2, doit au moins répondre aux critères suivants:

1° durant une période de cinq années précédant sa nomination, ne pas avoir exercé un mandat de membre exécutif de l'organe de gestion, ou une fonction de membre du comité de direction ou de délégué à la gestion journalière, ni auprès de la société, ni auprès d'une société ou personne liée à celle-ci au sens de l'article 11;

2° ne pas avoir siégé au conseil d'administration en tant qu'administrateur non exécutif pendant plus de trois mandats successifs, sans que cette période ne puisse excéder douze ans;

3° durant une période de trois années précédant sa nomination, ne pas avoir fait partie du personnel de direction, au sens de l'article 19, 2°, de la loi du 20 septembre 1948 portant organisation de l'économie, de la société ou d'une société ou personne liée à celle-ci au sens de l'article 11;

4° ne pas recevoir, ni avoir reçu, de rémunération ou un autre avantage significatif de nature patrimoniale de la société ou d'une société ou personne liée à celle-ci au sens de l'article 11, en dehors des tantièmes et honoraires éventuellement perçus comme membre non exécutif de l'organe de gestion ou membre de l'organe de surveillance;

5° a) ne détenir aucun droit social représentant un dixième ou plus du capital, du fonds social ou d'une catégorie d'actions de la société;

b) s'il détient des droits sociaux qui représentent une quotité inférieure à 10 % :

- par l'addition des droits sociaux avec ceux détenus dans la même société par des sociétés dont l'administrateur indépendant a le contrôle, ces droits sociaux ne peuvent atteindre un dixième du capital, du fonds social ou d'une catégorie d'actions de la société; ou

- les actes de disposition relatifs à ces actions ou l'exercice des droits y afférents ne peuvent être soumis à des stipulations conventionnelles ou à des engagements unilatéraux auxquels le membre indépendant de l'organe de gestion a souscrit;

c) ne représenter en aucune manière un actionnaire rentrant dans les conditions du présent point;

*6° ne pas entretenir, ni avoir entretenu au cours du dernier exercice social, une relation d'affaires significative avec la société ou une société ou personne liée à celle-ci au sens de l'article 11, ni directement ni en qualité d'associé, d'actionnaire, de membre de l'organe de gestion ou de membre du personnel de direction, au sens de l'article 19, 2°, de la loi du 20 septembre 1948 portant organisation de l'économie, d'une société ou personne entretenant une telle relation;*

*7° ne pas avoir été au cours des trois dernières années, associé ou salarié de l'[commissaire]<sup>1</sup>, actuel ou précédent, de la société ou d'une société ou personne liée à celle-ci au sens de l'article 11;*

*8° ne pas être membre exécutif de l'organe de gestion d'une autre société dans laquelle un administrateur exécutif de la société siège en tant que membre non exécutif de l'organe de gestion ou membre de l'organe de surveillance, ni entretenir d'autres liens importants avec les administrateurs exécutifs de la société du fait de fonctions occupées dans d'autres sociétés ou organes;*

*9° n'avoir, ni au sein de la société, ni au sein d'une société ou d'une personne liée à celle-ci au sens de l'article 11, ni conjoint ni cohabitant légal, ni parents ni alliés jusqu'au deuxième degré exerçant un mandat de membre de l'organe de gestion, de membre du comité de direction, de délégué à la gestion journalière ou de membre du personnel de direction, au sens de l'article 19, 2°, de la loi du 20 septembre 1948 portant organisation de l'économie, ou se trouvant dans un des autres cas définis aux points 1° à 8°.*

*La décision de nomination fait mention des motifs sur la base desquels est octroyée la qualité d'administrateur indépendant.*

*Le Roi, de même que les statuts, peuvent prévoir des critères additionnels ou plus sévères. »*

### 3. Italia

#### Codice di Autodisciplina (July 2015)

*"3.C.1. The Board of Directors shall evaluate the independence of its nonexecutive members having regard more to the substance than to the form and keeping in mind that a director usually does not appear independent in the following events, to be considered merely as an example and not limited to:*

- a) if he/she controls, directly or indirectly, the issuer also through subsidiaries, trustees or third parties, or is able to exercise a dominant influence over the issuer, or participates in a shareholders' agreement through which one or more persons can exercise a control or dominant influence over the issuer;*
- b) if he/she is, or has been in the preceding three fiscal years, a significant representative of the issuer, of a subsidiary having strategic relevance or of a company under common control with the issuer, or of a company or entity controlling the issuer or able to exercise over the same a considerable influence, also jointly with others through a shareholders' agreement;*
- c) if he/she has, or had in the preceding fiscal year, directly or indirectly (e.g. through subsidiaries or companies of which he is a significant representative, or in the capacity as partner of a professional firm or of a consulting company) a significant commercial, financial or professional relationship:*
  - with the issuer, one of its subsidiaries, or any of its significant representatives;*
  - with a subject who, also jointly with others through a shareholders' agreement, controls the issuer, or – in case of a company or an entity – with the relevant significant representatives; or is, or has been in the preceding three fiscal years, an employee of the above-mentioned subjects;*
- d) if he/she receives, or has received in the preceding three fiscal years, from the issuer or a subsidiary or holding company of the issuer, a significant additional remuneration (compared to the "fixed" remuneration of nonexecutive director of the issuer and to remuneration of the membership in the committees that are recommended by the Code) also in the form of participation in incentive plans linked to the company's performance, including stock option plans;*
- e) if he/she was a director of the issuer for more than nine years in the last twelve years;*
- f) if he/she is vested with the executive director office in another company in which an executive director of the issuer holds the office of director;*

*g) if he/she is shareholder or quotaholder or director of a legal entity belonging to the same network as the company appointed for the auditing of the issuer;*

*h) if he/she is a close relative of a person who is in any of the positions listed in the above paragraphs."*

#### 4. Alemania

##### **German Corporate Governance Code (as amended on 7 February 2017)**

*"5.4.1. [...]In its election proposals to the General Meeting, the Supervisory Board shall disclose the personal and business relationships of every candidate with the company, the governing bodies of the corporation and any shareholders with a material interest in the corporation.*

*The disclosure recommendation is limited to information and circumstances that, in the appraisal of the Supervisory Board, an objectively judging shareholder would consider decisive for their election decision.*

*A material interest in the meaning of this recommendation refers to shareholders who directly or indirectly hold more than 10% of the voting shares of the corporation.*

*5.4.2 The Supervisory Board shall include what it considers to be an appropriate number of independent members, thereby taking into account the shareholder structure. Within the meaning of this recommendation, Supervisory Board members are to be considered non-independent in particular if they have a personal or business relationship with the corporation, its governing bodies, a controlling shareholder or a company affiliated with the controlling shareholder that may cause a substantial and not merely temporary conflict of interest. No more than two former members of the Management Board shall be members of the Supervisory Board. Members of the Supervisory Board shall not be members of governing bodies of, or exercise advisory functions at, significant competitors of the company.*

## 5. Países Bajos

---

### The revised Dutch Corporate Governance Code 2016

#### *"2.1.8 Independence of supervisory board members*

*A supervisory board member is not independent if they or their spouse, registered partner or life companion, foster child or relative by blood or marriage up to the second degree:*

*[...]*

*vi. has a shareholding in the company of at least ten percent, taking into account the shareholding of natural persons or legal entities cooperating with him or her on the basis of an express or tacit, verbal or written agreement"*

## 6. Austria

### Austrian Code of Corporate Governance

*"53. The majority of the members of the supervisory board elected by the general meeting or delegated by shareholders in accordance with the articles of incorporation shall be independent of the company and its management board. A member of the supervisory board shall be deemed independent if said member does not have any business or personal relations to the company or its management board that constitute a material conflict of interests and therefore suited to influence the behaviour of the member. The supervisory board shall define on the basis of this general clause the criteria that constitute independence and shall publish them in the Corporate Governance Report. The guidelines in Annex 1<sup>35</sup> shall serve as further orientation. According to the criteria defined, it shall be the responsibility of every member of the supervisory board to declare its independence vis-à-vis the supervisory board. The Corporate Governance Report shall clearly explain which members are deemed independent according to this assessment.*

*54. In the case of companies with a free float of more than 20%, the members of the supervisory board elected by the general meeting or delegated by shareholders in accordance with the articles of incorporation shall include at least one independent member pursuant to C-Rule 53 who is not a shareholder with a stake of more than 10% or who represents such a shareholder's interests. In the case of companies with a free float of over 50%, at least two members of the supervisory board must meet these criteria. The Corporate Governance Report must indicate which members of the supervisory board meet these criteria."*

---

<sup>35</sup> Annex 1 makes no reference to independence criteria based on the stakes held by the member of the supervisory board or held by the shareholder that he/she represents.

## 7. Polonia

---

### Best Practice for GPW Listed Companies 2016

*"II.Z.3. At least two members of the supervisory board should meet the criteria of being independent referred to in principle II.Z.4.*

*II.Z.4. Annex II to the European Commission Recommendation of 15 February 2005 on the role of non-executive or supervisory directors of listed companies and on the committees of the (supervisory) board applies to the independence criteria of supervisory board members.*

*Irrespective of the provisions of point 1(b) of the said Annex, a person who is an employee of the company or its subsidiary or affiliate or has entered into a similar agreement with any of them cannot be deemed to meet the independence criteria. In addition, a relationship with a shareholder precluding the independence of a member of the supervisory board as understood in this principle is an actual and significant relationship with any shareholder who holds at least 5% of the total vote in the company.*



## 8. Grecia

### **Law 3016 / 2002 (Gov. Gazette 110/17.05.2002) "On corporate governance, board remuneration and other issues" as amended by Law 3091 (Gov. Gazette. 330/24.12.2002)**

#### *"Article 4*

##### *Independent non-executive Board members*

1. During their tenure, the independent non-executive Board members are not allowed to own more than 0.5% of the company's share capital and to have a relation of dependence with the corporation or persons associated with it. A relation of dependence exists if a Board member:

*a. Maintains a corporate or other professional relation with the company or its subsidiaries (as defined by the Article 42e §5 of Inc. Law No. 2190/ 1920), which by nature affects the corporations activity, particularly if s/he is an important supplier or client of the corporation.*

*b. Is president of the Board of Directors or manager of the corporation, as well as if he has the above mentioned status or is executive member of the Board of Directors in a subsidiary (as defined by Article 42e §5 of Inc. Law No. 2190/ 1920) or holds a contractual employment relation with the corporation or its subsidiaries.*

*c. Has a second-degree kinship with or is the spouse of an executive Board member, manager or shareholder controlling the majority of shares of the corporation or one of its subsidiaries (as defined in Article 42e §5 of Inc. Law No. 2190/ 1920).*

*d. Has been appointed according to Article 18 §3 of Inc. Law No. 2190/ 1920.*

*2. The independent Board members may submit reports, each one separately or jointly, apart from the ones drawn by the Board of Directors, to the General Shareholder Meetings, as they see fit.*

*3. No later than twenty days after the Board of Directors has convened, the company submits to the Hellenic Capital Market Commission the minutes of the General Shareholder Meeting that elected the independent members of the Board, so that compliance with the provisions of the present Law is monitored. Similarly, within the same deadline, the minutes of the Board are submitted that determine the status of each Board member as executive, non-executive or elected as temporary independent member to replace a deceased member."*

## 9. Portugal

---

### CMVM Corporate Governance Code 2013 (Recommendations)

*"II.1.6. The Board of Directors shall include a number of non-executive members ensuring effective monitoring, supervision and assessment of the activity of the remaining members of the board.*

*II.1.7. Non-executive members shall include an appropriate number of independent members, taking into account the adopted governance model, the size of the company, its shareholder structure and the relevant free float. The independence of the members of the General and Supervisory Board and members of the Audit Committee shall be assessed as per the law in force. The other members of the Board of Directors are considered independent if the member is not associated with any specific group of interests in the company nor is under any circumstance likely to affect an exempt analysis or decision, particularly due to:*

*a. Having been an employee at the company or at a company holding a controlling or group relationship within the last three years;*

*b. Having, in the past three years, provided services or established commercial relationship with the company or company with which it is in a control or group relationship, either directly or as a partner, board member, manager or director of a legal person;*

*c. Being paid by the company or by a company with which it is in a control or group relationship besides the remuneration arising from the exercise of the functions of a board member;*

*d. Living with a partner or a spouse, relative or any first degree next of kin and up to and including the third degree of collateral affinity of board members or natural persons that are direct and indirectly holders of qualifying holdings;*

*e. Being a qualifying shareholder or representative of a qualifying shareholder."*





---

[www.georgeson.com](http://www.georgeson.com)

[www.uria.com](http://www.uria.com)

[www.davispolk.com](http://www.davispolk.com)