

**NORMA Y AUTORREGULACIÓN EN LA CONFIGURACIÓN DEL  
RÉGIMEN RETRIBUTIVO DE LOS CONSEJEROS**

Juan Sánchez-Calero Guilarte\*

Intervención en la sesión del día 28 de abril de 2010

Congreso Internacional de Derecho de Sociedades  
*La modernización del derecho de sociedades de capital en España*  
(*Cuestiones pendientes de reforma*)

Dirigido por los Profesores Carmen Alonso Ledesma, Alberto Alonso Ureba y  
Gaudencio Esteban Velasco

Organizado por la Universidad Complutense de Madrid y el Colegio de  
Registradores de España

Celebrado en Madrid los días 27, 28 y 29 de abril de 2010.

Catedrático de Derecho Mercantil  
Departamento de Derecho Mercantil. Facultad de Derecho.  
Universidad Complutense.  
Ciudad Universitaria s/n.  
28040 Madrid  
00 34 -913 94 54 93  
E-mail autor: [jscalero@der.ucm.es](mailto:jscalero@der.ucm.es)  
<http://www.ucm.es/centros/webs/d321/>

Documento depositado en el archivo institucional EPrints Complutense  
<http://eprints.ucm.es/>

**NORMA Y AUTORREGULACIÓN EN LA CONFIGURACIÓN DEL RÉGIMEN  
RETRIBUTIVO DE LOS CONSEJEROS**

**JUAN SÁNCHEZ-CALERO**

**Resumen:** Se abordan los problemas normativos que vienen acompañando el debate en torno a la retribución de los consejeros. Se analiza la evolución del ordenamiento español, desde la incorporación en el Código Unificado de Buen Gobierno de ciertas Recomendaciones europeas, hasta la opción normativa que plasma el Proyecto de Ley de Economía Sostenible. Se pasa a imponer a toda sociedad cotizada la elaboración del Informe Anual de Retribuciones y su votación consultiva en la junta general.

**Palabras clave:** Consejeros, retribución, Proyecto de Ley de Economía Sostenible, informe anual de retribuciones.

**Abstract:** Regulation problems coming along with the discussion on remuneration of directors are herein assessed. The evolution of the Spanish legal system is studied from the incorporation of certain European Recommendations in the Corporate Governance Unified Code up to the regulatory option expressed in the Sustainable Economy Bill. The drafting of an Annual Report on Remuneration and the casting of consultative votes at the Shareholders' Meeting would be mandatory for every listed company.

**Key words:** Directors, remuneration, Sustainable Economy Bill, Annual Report on Remuneration.

<b>SUMARIO:</b>		
<b>I.</b>	<b>INTRODUCCIÓN</b>	4
	1. La pujanza del problema retributivo	4
	2. Problemas comunes del Derecho de sociedades y soluciones específicas para la retribución	5
	3. El condicionamiento de las soluciones normativas: la excepción española	6
<b>II.</b>	<b>LAS SOLUCIONES VIGENTES PARA LA SOCIEDAD ANÓNIMA Y PARA LA LIMITADA</b>	7
	1. Las afinidades entre los arts. 130 LSA y 66 LSRL	7
	2. Las diferencias	8
<b>III.</b>	<b>LA RETRIBUCIÓN DE LOS ADMINISTRADORES COMO PROBLEMA JURÍDICO</b>	11
	1. Punto de partida: la defensa de la libertad empresarial	11
	2. Casos y tendencias: la retribución de los consejeros ejecutivos	13
	3. El estallido del problema: la crisis financiera y el abuso de la libertad	14
	3.1. <i>La retribución como materia legislativa</i>	14
	3.2. <i>Beneficios ficticios y retribuciones reales</i>	16
	3.3. <i>La crisis de la retribución ante la crisis de la entidad</i>	17
	3.4. <i>La irrupción del legislador</i>	19
<b>IV.</b>	<b>LAS INMINENTES REFORMAS</b>	20
	1. La retribución y el Derecho de sociedades: cerradas y cotizadas	21
	2. Ordenamientos nacionales y soluciones internacionales	21
	3. Soluciones legales y Códigos de Conducta: ¿ha fallado la autorregulación?	22
<b>V.</b>	<b>EL PROYECTO LES</b>	24
	1. El “nuevo” Informe anual en materia de retribuciones	25
	2. El momento de aprobar el Informe de Retribuciones	29
	3. Contenido básico del Informe de Retribuciones	30
	4. La retribución de los consejeros como política empresarial	31
	5. El acuerdo (consultivo) de la Junta general	33
	6. Recapitulación: la mejora del régimen de las sociedades cotizadas	35
	7. Cuestiones adicionales (¿pendientes?) en la retribución de los consejeros ejecutivos	35
<b>VI.</b>	<b>¿Y LAS SOCIEDADES NO COTIZADAS?</b>	36

## I. INTRODUCCIÓN

### 1. La pujanza del problema retributivo

La sesión de esta mañana de nuestro Congreso –en la que se integra esta ponencia- lleva por título general “*Modernización en los sistemas de administración y control*”. Mi intervención debe concentrarse en un aspecto de la administración societaria que viene acreditando a lo largo de estos últimos años una manifiesta conflictividad y que, probablemente por ello, viene concitando una no menor atención sobre su regulación.

En cuanto a lo primero, me limitaré a enunciar a continuación los aspectos principales de lo que cabe enunciar como el problema retributivo. Lo haré con un ánimo meramente descriptivo, al objeto de dar paso a la cuestión fundamental: en qué medida lo que es, sin duda, un problema empresarial, sociológico o político, lo es también normativo. Bien porque la regulación existente ha fallado y debe ser reformada o bien porque, en sentido contrario, ha de discreparse de la pretensión de introducir normas adicionales que, en lugar de solventar los problemas, terminan agravando la situación. No son pocos los escenarios del Derecho de sociedades en los que la proliferación de normas que terminan revelándose erróneas en su planteamiento inspirador o ineficientes en su aplicación práctica, conduce a una desconfianza hacia la solución normativa.

El estudio de la práctica empresarial en materia de retribución y el de su regulación se ha visto impulsado en los últimos años por la disponibilidad de muy variados materiales<sup>1</sup>. En el plano internacional, las investigaciones y estudios son inagotables, pero otro tanto viene sucediendo entre nosotros, sobre todo a partir de algunas decisiones jurisprudenciales que abordaban las

---

<sup>1</sup> Sobre el tema de la retribución he incluido numerosas referencias a noticias, informes y decisiones en sucesivas entradas de mi blog: <http://jsanchezcalero.blogspot.com/>

preguntas fundamentales del problema, que se han visto acompañadas por una amplia contribución de estudios doctrinales<sup>2</sup>. En el caso de las sociedades cotizadas, además, nos encontramos con la atención destacada que la retribución ha merecido en los sucesivos trabajos en materia de gobierno corporativo.

## 2. Problemas comunes del Derecho de sociedades y soluciones específicas para la retribución

Al analizar los aspectos más discutidos que conlleva la retribución de los consejeros nos topamos con la reproducción de problemas de mayor alcance que afectan a la sociedad anónima. A modo de apunte cabe citar la existencia de una misma regulación sustantiva contenida en la Ley de Sociedades Anónimas (LSA) para cualquier sociedad anónima (sin matizar ni su tamaño, ni su actividad, ni cualquier otro criterio diferenciador), al tiempo que la retribución ha merecido especial atención dentro de la disciplina informativa que para las sociedades cotizadas viene estableciendo la Ley del Mercado de Valores (LMV).

Sin embargo, esa conexión con los problemas generales de la sociedad anónima no implica necesariamente una paralización de las soluciones que en nuestro

---

<sup>2</sup> Para la información bibliográfica sobre la remuneración de los administradores de sociedades anónimas y limitadas, v., por todos, la recogida en SÁNCHEZ CALERO, F., *Los administradores en las sociedades de capital*<sup>2</sup>, Cizur-Menor (2007), p. 265 y ss., p. 297 y ss. y p. 840 y ss.. Entre las publicaciones posteriores, entre otros, v. FARRANDO MIQUEL, I. "Sentencia del Tribunal Supremo de 12 de enero de 2007 sobre la retribución de los administradores sociales" en AA.VV., *Comentarios a las sentencias de unificación de doctrina (Civil y Mercantil)* (Dir. Izquierdo Tolsada), Vol 1 (2005-2007), Madrid (2008); MONTERO GARCÍA-NOBLEJAS, P. "Procedencia y alcance de la constancia estatutaria de la retribución de los administradores de sociedades cotizadas consistente en programas de opciones sobre acciones y sistemas similares" RdS, 30 (2008) p. 163-194; PAZ-ARES, C. "El enigma de la retribución de los consejeros ejecutivos", *Revista de Derecho del Mercado de Valores* 2 (2008), p. 15-88; FALCÓN Y TELLA, R. "Comentario a las SSTs de 13 de noviembre de 2008", *Quincena Fiscal Aranzadi* 4, (2009); FARRANDO MIQUEL, I. "Comentario a la STS de 13 de noviembre de 2008 sobre retribución de administradores. La remuneración de los administradores y la doctrina jurisprudencial del doble vínculo", RdS 32, (2009) p. 99-131 y RONCERO SÁNCHEZ, A. "Comentario a las SSTs de 13 de noviembre de 2008 sobre retribución de administradores. Grado de concreción del sistema retributivo de los administradores en los estatutos sociales de una sociedad anónima", RdS 32 (2009) p. 79-99.

tema cabe proponer, entre otras razones, porque el régimen legal viene reforzando la idea de que estamos ante un problema específico y que, en consecuencia, reclama soluciones particulares. Esa especialidad ya se ha puesto de manifiesto y explica que en materia retributiva las soluciones presenten un grado de avance mucho mayor que con relación a otros aspectos de la estructura y funcionamiento del órgano de administración.

### **3. El condicionamiento de las soluciones normativas: la excepción española**

El debate sobre la regulación de los administradores es un asunto capital en la organización de las sociedades de capital y, en especial, en la de la sociedad anónima cotizada. En no pocos Estados se viene debatiendo desde hace años al respecto y es precisamente la observación del escenario internacional la que invita a alertar sobre la dificultad que implica legislar a partir de la influencia de determinados casos y escándalos. Afortunadamente, no es esa la situación española actual. El debate se puede abordar con una relativa calma, sin que la perspectiva de litigios o escándalos generadores de una “*alarma social*”, efectiva o imaginada, condicionen las soluciones a adoptar, haciendo que primen reacciones fundadas sobre criterios de mera oportunidad. Es evidente y comprensible que la aportación de recursos públicos al rescate de empresas privadas no sólo justifica, sino que obliga a intervenir sobre la retribución de los gestores a los que se considera causantes de esa intervención pública. Ahora bien, las soluciones regulatorias o administrativas diseñadas en ese escenario no pueden extrapolarse, in más, a aquellos ordenamientos que carecen de ese presupuesto de hecho. Para exponerlo con toda claridad: la situación vivida en Estados Unidos o en determinados Estados europeos (Reino Unido, Francia, Alemania, etc.) en relación con el salvamento de sus entidades de crédito o con sus grandes firmas automovilísticas no se ha dado en España.

De ahí que el debate sobre las reformas en curso pueda adoptarse en un clima más sereno y objetivo que el que se vive en otros mercados, en donde los contribuyentes no moderan su cólera ante la percepción –no distante de la realidad- de que los fondos públicos reparan los efectos de una mala gestión privada, de la que sus directos responsables continúan obteniendo enormes beneficios a través de retribuciones incomprensibles.

Precisamente por la atención informativa y las reacciones sociales que vienen acompañando en los últimos años al debate sobre la retribución de los administradores, debemos remitir a un segundo plano argumentaciones sociológicas o coyunturales en el debate regulatorio. La retribución de los administradores plantea en sí misma problemas jurídicos de calado que deben abordarse sobre la base de argumentos estrictamente jurídicos. Esto guarda relación, en especial, con aquellas propuestas que inspiradas por una nota de urgencia, proponen soluciones radicales (por ejemplo, la limitación del tope máximo de la retribución), sin plantearse la compatibilidad de las mismas con el diseño normativo de las sociedades afectadas y de los intereses implicados. Esa relación se proyecta, ante todo, sobre la retribución de los consejeros ejecutivos, auténtico epicentro del terremoto que sacude a algunos mercados en estos últimos tiempos.

## **II. LAS SOLUCIONES VIGENTES PARA LA SOCIEDAD ANÓNIMA Y PARA LA LIMITADA**

### **1. Las afinidades entre los arts. 130 LSA y 66 LSRL**

La retribución de los administradores merece en la sociedad anónima y en la limitada soluciones que convergen en sus aspectos fundamentales, pero que discrepan en cuanto acompaña a la aplicación de una y otra. En el caso de la sociedad anónima, la norma de partida es el art. 130 LSA, mientras que en la sociedad limitada lo es el art. 66 LSRL. Si comparamos ambas disposiciones, se

percibe la influencia de la primera sobre la segunda. Ambas normas admiten la posibilidad de que el cargo de administrador sea gratuito o retribuido, si bien el art. 66.1 LSRL establece una presunción expresa a favor de la gratuidad, que sólo los estatutos pueden alterar. Ambas disposiciones comparten, también, lo que podríamos describir como la solución estatutaria, es decir, que serán en todo caso los estatutos sociales los que determinen la forma o el sistema de retribuir a los administradores.

En el supuesto de la retribución consistente en la participación en el resultado positivo de la sociedad, ambos regímenes acogen una misma solución: supeditar esa forma de retribuir a la correspondiente distribución de beneficios entre los accionistas. La discrepancia consiste en el criterio utilizado para fijar esa relación. Mientras que el art. 130 LSA señala que sólo pueden participar en las ganancias los administradores cuando se hubieren cubierto las reservas y reconocido a favor de los accionistas un dividendo de, al menos, el 4%, el art. 66.2 LSRL indica un tope máximo estatutario de participación de los administradores con respecto al beneficio distribuible a favor de los socios. Aquella retribución estatutaria nunca podrá exceder del 10% del beneficio repartible entre los socios.

## **2. Las diferencias**

En cuanto a las diferencias en esta materia entre ambos modelos legislativos, son dos. La primera se corresponde con la configuración de la SA como el tipo de sociedad cotizada en el que la negociación bursátil de las acciones puede animar a que la retribución integre la entrega de esas acciones o el derecho de adquirirlas. El uso de planes de entrega de acciones y, sobre todo, de opciones sobre acciones, es un rasgo característico de las sociedades cotizadas, si bien es también notorio que no es retribución concebida en exclusiva para los administradores, sino que alcanza a todos los integrantes del equipo directivo.



Más importancia tiene la disparidad que presentan el art. 130 LSA y el art. 66 LSRL con respecto a la intervención de la junta general. En la sociedad anónima, el régimen legal no contempla una intervención directa de la junta en materia de retribución de los administradores. Solamente se puede entender que hay una actuación indirecta cuando la junta aprueba la memoria en la que se incluyen las informaciones sobre la remuneración de los administradores, en los términos exigidos por el art. 200, regla 9ª LSA. Por supuesto, la junta también puede actuar de manera mediata sobre la forma de retribuir a los administradores, modificando las correspondientes disposiciones estatutarias. Por el contrario, el art. 66 LSRL establece que siempre que la retribución se articule por cualquier vía distinta de la participación en los beneficios, será la junta general la que deberá fijarla con respecto a cada ejercicio. De esa manera, la cuantía de la retribución, queda íntegramente sometida a la aprobación de la junta general, siempre dentro de los términos autorizados por los estatutos en cuanto al sistema. Como luego veremos, el Derecho proyectado para las sociedades cotizadas contempla también un cierto protagonismo de la junta sobre la retribución del ejercicio correspondiente.

Ya sea porque la gratuidad presumida por la Ley es lo habitual en la realidad o porque otras normas de la misma LSRL atenúan los problemas que se registran en la sociedad anónima con respecto a la determinación de la retribución de los administradores<sup>3</sup>, lo cierto es que no puede afirmarse que la sociedad limitada registre una conflictividad similar a la que en esta materia depara la observación de la sociedad anónima. Sólo en una ocasión se ha visto obligado el Tribunal Supremo a pronunciarse sobre la retribución del administrador de una sociedad limitada y, antes que la interpretación de las normas de la LSRL, el fundamento principal de su resolución radicó en los hechos concurrentes y en la aplicación de

---

<sup>3</sup> De forma señalada es lo que sucede con el art. 67 LSRL que exige un acuerdo específico de la junta general ante la celebración de un contrato de prestación de servicios. Se refuerza por esta vía el control de los socios sobre la remuneración de cualquiera de los administradores.

la doctrina de los actos propios<sup>4</sup>. Lo que autoriza a concluir que son especialmente las sociedades anónimas el tipo societario cuyo régimen legal ha

---

<sup>4</sup> Se trata de la STS de 29 de mayo de 2008 (RJ 2008, 3184) que explica el objeto del debate en su fundamento primero en los siguientes términos: *“Se ha debatido en el proceso sobre si el demandado, administrador único de una sociedad de responsabilidad limitada, tenía o no derecho a las cantidades que de ella había recibido, durante varios años, en concepto de retribución con causa en un contrato del tipo de los previstos en el Real Decreto 1.382/1985, de 1 de agosto (RCL 1985, 2011 y 2156), por el que se regula la relación laboral de carácter especial del personal de alta dirección.*

*El debate estuvo motivado por el significado que atribuye al silencio de los estatutos sociales, sobre si el cargo de administrador es o no retribuido, el artículo 66.1 de la Ley 2/1995, de 23 de marzo ( RCL 1995, 953) , de sociedades de responsabilidad limitada, a cuyo tenor es gratuito a menos que los estatutos establezcan lo contrario, determinando el sistema de retribución”.*

En cuanto a la resolución del recurso de casación, el TS entiende de aplicación a las sociedades limitadas la doctrina acuñada con respecto al art. 130 LSA (fundamento noveno): *“Los demás motivos del recurso se refieren, directa o indirectamente, a la compatibilidad de la retribución percibida, como personal de alta dirección, por el administrador único de una sociedad de responsabilidad limitada, con el carácter gratuito de éste cargo social -a la vista de los estatutos y del artículo 66 de la Ley 2/1995 (RCL 1995, 953) - y a la significación jurídica que corresponda atribuir al comportamiento del demandante, que toleró durante años que el administrador demandado percibiera la remuneración sin protesta conocida.*

*Sobre la primera cuestión, la jurisprudencia ha ido perfilando en los últimos tiempos una doctrina contraria a la posibilidad de que la retribución del administrador de las sociedades de capital se sustraiga a la transparencia exigida en los artículos 130 del Real Decreto legislativo 1.564/1989 (RCL 1989, 2737 y RCL 1990, 206) y 66 de la Ley 2/1995, por el expediente de crear un título contractual de servicios de alta dirección con causa onerosa, en tanto no sea posible deslindar esa prestación de la debida a la sociedad por el administrador en el funcionamiento de la relación societaria.*

*Para admitir la dualidad de regímenes jurídicos de la retribución, uno contractual y otro estatutario, esto es, para no aplicar el establecido en la legislación de las sociedades de capital a la retribución convenida a favor del administrador como alto cargo, las sentencias de 5 de marzo de 2004 (RJ 2004, 1807) y 21 de abril de 2005 (RJ 2005, 4132) exigieron la concurrencia de un elemento objetivo de distinción entre las actividades debidas por una y otra causa.*

*La sentencia de 24 de abril de 2007 (RJ 2007, 2418) precisó que, para que el régimen estatutario de la retribución de los administradores pueda ser eludido con un contrato, es necesario que las facultades y funciones atribuidas en él al administrador rebasen las propias de los administradores, ya que "admitir otra cosa significaría la burla del mandato contenido en el artículo 130, mediante el rodeo propio del fraud legis".*

*Lo mismo declaró la sentencia de 31 de octubre de 2007 (RJ 2007, 6816), con el argumento de que, "de otro modo, el contrato de alta dirección no sería más que una forma de encubrir la remuneración como consejero, sin estar prevista en los estatutos".*

*Esa doctrina, favorable al tratamiento unitario de lo que constituye un aspecto esencial de la administración social y del funcionamiento de la sociedad, se inspira en la conveniencia de hacer efectivo el control de los socios sobre la política de retribución de los administradores, mediante una imagen clara y completa de ella - incluidos los contratos de empleo suscritos por los mismos con la sociedad- y responde, además, a los términos del artículo 1.3.c) del Estatuto de los Trabajadores -Real Decreto Legislativo 1/1995, de 24 de marzo (RCL 1995, 997)-, que excluye de su ámbito la actividad que se limite, pura y simplemente, al mero desempeño del cargo de consejero o miembro de los órganos de administración en las empresas que revistan la forma jurídica de sociedad y siempre que su actividad en la empresa sólo comporte la realización de cometidos inherentes a tal cargo.*

*Tratándose de sociedades de responsabilidad limitada, como es el caso, la referida doctrina no es contraria a los términos del artículo 67 de la Ley 2/1995 (RCL 1995, 953), que considera bastante el acuerdo de la junta general para el establecimiento o modificación de cualquier clase de relaciones de prestación de servicios o de obra entre sociedad y administrador, ya que dicho precepto ha de ser interpretado en relación con los antes indicados”.*

planteado y sigue proponiendo un catálogo de problemas que pasamos a analizar.

### III. LA RETRIBUCIÓN DE LOS ADMINISTRADORES COMO PROBLEMA JURÍDICO

#### 1. Punto de partida: en defensa de la libertad empresarial

Aún a riesgo de parecer precipitado, antes de exponer los problemas, me permitiré comenzar exponiendo mi opinión sobre cuál es el modelo correcto. Éste pasa por preservar el pilar sobre el que se basa el modelo actual, que no es otro que el reconocimiento de la libertad de cada empresa, a través de su autonomía estatutaria y de sus reglamentos orgánicos, en la determinación de la retribución de sus administradores. La política de retribución de los administradores se integra en el planeamiento esencial de cualquier actividad económica. Incluso, cuando tal retribución no existe por configurarse el cargo como gratuito. La retribución es siempre una cuestión “*espinosa*”<sup>5</sup>, anclada en el núcleo de la relación de los administradores frente a la sociedad y a sus accionistas.

---

La estimación del recurso se basó en la apreciación fáctica de actos propios que expresaban una evidente conformidad con el pago de la retribución (fundamento noveno): *“Dos circunstancias ofrecen las actuaciones verdaderamente significativas y determinantes de la estimación del motivo.*

*Por un lado, el que los socios integrantes de la sociedad fueran sólo dos, el demandante y el administrador demandado, convierte en difícil de imaginar un desconocimiento por el primero de los detalles importantes de la gestión social dirigida por el segundo, entre ellos, el relativo a la política de retribuciones -un dato similar fue tomado en consideración en la sentencia de 31 de octubre de 2007 (RJ 2007, 6816)-.*

*Por otro lado, el demandante, como se ha dicho, conocedor -cuanto menos, al aprobar las cuentas de los respectivos ejercicios- de que el administrador social percibía un sueldo como gerente, respondió ante esa evidencia con un comportamiento tolerante, no en una ocasión, sino durante varios ejercicios: los correspondientes a los años mil novecientos noventa y uno a mil novecientos noventa y cinco -supuesto distinto, por esa continuidad, al contemplado en la sentencia de 24 de abril de 2007 (RJ 2007, 2394)-.*

*Con tales antecedentes la mencionada conducta merece ser calificada como apta para generar fundadamente en el otro socio la confianza en una coherencia futura sobre tal cuestión y, por ello, en que podía seguir percibiendo la remuneración por haber sido admitida por quien era titular de la otra mitad de las participaciones sociales. Es decir que, además de que la sociedad estaba de acuerdo al estarlo todos los integrantes de la junta general, el otro socio no le iba a reclamar devoluciones”.*

<sup>5</sup> Acogiendo el calificativo utilizado por ALCOVER y citado por SÁNCHEZ CALERO, F., *Los Administradores en las sociedades de capital*<sup>2</sup>, p. 266.

Determinar la retribución de los administradores implica optar por fórmulas de resultados, de asignación de rentas, de alineación de intereses, de gestión de equipos humanos o de capacidad de competir, entre otros varios aspectos que subyacen a la elección de una determinada política. Es un hecho notorio que, cuanto mayor es la dimensión de la sociedad, alguna de esas fórmulas puede superar el ámbito orgánico de la administración y proyectarse sobre grupos más o menos extensos de directivos de una empresa. La libertad que debe preservar el modelo legislativo no se limita a las formas, sino también a los límites cuantitativos. Como he expuesto en otro lugar, el debate en torno a la regulación de la retribución de los administradores incurre en un error si se ve condicionado por el que es sin duda el argumento sociológicamente más llamativo: la cuantía de esa retribución<sup>6</sup>. Ésta o la forma en que se remunera al consejero plantean un mismo problema jurídico: la legalidad de su determinación y la consiguiente legitimación para su percepción.

El art. 130 LSA ofrece en su redacción actual una flexibilidad suficiente para permitir el juego de esa libertad. Su reconocimiento arranca de la consideración de esa mención como necesaria, precisamente por la vinculación que existe entre el sistema de retribución y el "*funcionamiento de la sociedad*" que los estatutos deben regir [art. 9, h) LSA]. La concreción del sistema que elige cada sociedad es el punto de partida para la plasmación de otros elementos esenciales de su funcionamiento, como son la gestión social y su control por parte de los accionistas. De ahí que las polémicas hayan estallado a partir del conocimiento de retribuciones que merecían el reproche de los accionistas, sorprendidos a *posteriori*, no sólo por las cuantías, sino sobre todo por la disparidad de trato que expresaban esas retribuciones entre los beneficios de los administradores y las pérdidas que los accionistas se venían obligados a soportar.

---

<sup>6</sup> V. SÁNCHEZ-CALERO, J., "La retribución de los administradores de sociedades cotizadas (La información societaria como solución)", Rds 28 (2007), p.19 y ss.

## **2. Casos y tendencias: la retribución de los consejeros ejecutivos.**

Como señalé al comienzo, el problema principal que se viene proyectando en los últimos años sobre la disciplina de la retribución de los consejeros es el de la falta de un debate sereno y, en su lugar, el atropellado recurso a reacciones legislativas de distinta naturaleza que están inspiradas en criterios de simple y (a veces, también, incomprensible) oportunidad. Las normas, códigos, recomendaciones o declaraciones sobre este tema han nacido prácticamente sin excepción a partir de escándalos o de crisis. En esos procesos no podía negarse la existencia de un conflicto, reacción o alarma social, vinculado con frecuencia con el conocimiento de la percepción por consejeros ejecutivos de cantidades difícilmente asumibles y comprensibles para la opinión pública correspondiente. De ahí que pueda afirmarse que estamos ante un desafío para el legislador, al que se pide que adopte decisiones que alcanzan a todos los consejeros, a partir de las situaciones que afectan sólo a determinados consejeros y que, además, se plantean con mayor intensidad en ciertos sectores económicos, también con respecto a los demás miembros de la alta dirección.

En determinados mercados la retribución de los ejecutivos venía siendo objeto de un seguimiento minucioso, no sólo por lo que suponía desde el punto de vista de la transparencia, sino también atendiendo a su influencia sobre la propia gestión empresarial. El debate no se orientaba sólo a informar sobre cuánto y cómo llegaban a cobrar ciertos administradores, sino a la medida en que esa política de retribución terminaba condicionando la gestión de la sociedad. Entre otras referencias, pueden encontrarse menciones reiteradas a este último aspecto tanto cuando se analiza toda la teoría en torno a la creación de valor o la definición del interés social (su vinculación con la actividad y los resultados en el corto o en el largo plazo) o en el caso de las OPAs.

El sector financiero se convirtió en el reflejo de una agravación de esa tendencia. La vinculación de la retribución con determinados objetivos comerciales (de

colocación de valores y productos cada vez más complejos, de intermediación en operaciones crediticias, etc.), se extendía no ya sólo a los consejeros ejecutivos, sino a grupos relevantes del equipo directivo. En esos ámbitos se convirtió en valor común la fijación de retribuciones fijas modestas que, sin embargo, se veían no ya solo compensadas, sino literalmente difuminadas por retribuciones variables muy elevadas.

### **3. El estallido del problema: la crisis financiera y el abuso de la libertad**

#### *3.1. La retribución como materia legislativa*

La crisis ha llamado la atención de una manera dramática sobre la compensación de los consejeros ejecutivos y de los altos directivos de las entidades financieras, que en muchos mercados son los que alcanzan más altos emolumentos. Desde 2008 se repiten sucesivas noticias sobre las muy cuantiosas retribuciones anuales percibidas por los principales gestores de los bancos norteamericanos o europeos. Se ponía de manifiesto una tendencia que se había convertido en un problema social y para el que se reclamaban medidas normativas<sup>7</sup>, proponiéndose una determinación legislativa de los límites máximos para aquella retribución.

El crecimiento imparable de la retribución de los ejecutivos sobre la base de la introducción de conceptos cada vez más amplios y, en especial, de la vinculación de la llamada retribución variable con los resultados del ejercicio o con la evolución de la cotización bursátil, ha conducido en algunos mercados hacia lo

---

<sup>7</sup> La bibliografía estadounidense al respecto es inacabable. Cabe citar la exposición general de la cuestión que realizaron BEBCHUK, L./FRIED, J., *Pay without Performance: the Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, Londres (2004), 304 pp. y entre las contribuciones más recientes, que parte del modelo británico de transparencia retributiva, v. GORDON, J.N., “‘Say on Pay’: Cautionary Notes on the UK Experience and the Case for Muddling Through”, The Center for Law and Economic Studies. Columbia University School of Law, WP n° 336, pp. 2 y 3. Disponible en [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).

que se ha descrito como un problema de responsabilidad social<sup>8</sup> o de moralidad empresarial. Ya he tenido ocasión de expresar en otro lugar mi escepticismo sobre la validez de ese enfoque desde una perspectiva jurídica. La moral o la ética se refieren a comportamientos individuales. La retribución es un problema económico y societario, en el que existe un evidente conflicto de intereses, en el que es previsible que todo ejecutivo aspire legítimamente a ganar más. Lo que el ordenamiento debe impedir es que sea el propio ejecutivo el que termine estableciendo su propia retribución o que la consecución de determinados “objetivos” retributivos termine por condicionar la gestión de la entidad.

Ya se ha puesto en marcha una intervención normativa directa en esta materia en nuestro ordenamiento. Me refiero al Proyecto de Ley de Economía Sostenible (LES)<sup>9</sup>, sobre el que luego volveré, pero que se limita a actuar en el plano de los deberes de información. Con acierto, anticipo. Nuestra historia normativa, ofrece reacciones directamente restrictivas de esa retribución ante situaciones de crisis<sup>10</sup> o de “alarma social”<sup>11</sup>, y como sucede en la actual evolución del problema en el ámbito internacional. En los sucesivos Programas de rescate aprobados por el Congreso norteamericano no faltan previsiones particulares que conectan la percepción de ayudas y los límites a la retribución de los ejecutivos de las empresas beneficiarias<sup>12</sup>.

---

<sup>8</sup> Por la dificultad de justificar socialmente un sistema retributivo disparatado: por ejemplo, la “industria financiera” norteamericana destinó un total de 33.000 millones de dólares en el año 2007 a los directivos de sus instituciones; v. LANDY, H., “Growing Sense of Outrage over Executive Pay”, 15 de noviembre de 2008. Disponible en [www.washingtonpost.com](http://www.washingtonpost.com).

<sup>9</sup> V. BOCG, el 9 de abril de 2010, Serie A, Núm. 60-1.

<sup>10</sup> Me remito al art. 3 de la breve Ley 46/1980, de 1 de octubre, de Ordenación Económica, cuyo artículo 3 dispuso: “Se proroga durante el año mil novecientos ochenta la vigencia del artículo sexto del Real Decreto-ley 18/1976 de 8 de octubre, por el que se limita la distribución de participaciones en los beneficios a favor de los Consejeros de Administración o de las Juntas que hagan sus veces”. Debe mencionarse la Orden de 14 de diciembre de 1976 que interpretó los artículos 6 y 7 del citado Real Decreto-Ley (BOE de 16 de diciembre de 1976).

<sup>11</sup> Recuérdesse, a modo de significativo ejemplo, que la adición del segundo párrafo del art. 130 LSA tuvo su origen en las noticias relativas a un caso concreto.

<sup>12</sup> En cuanto a la intervención del denominado *payment czar* (en realidad, Special Master for TARP Executive Compensation) nombrado por el Secretario del Tesoro norteamericano para supervisar las prácticas retributivas en sociedades integradas en el programa TARP, pueden consultarse algunos documentos fundamentales en el Program on Corporate Governance de la Harvard Law

### 3.2. Beneficios ficticios y retribuciones reales

Lo que la crisis ha evidenciado es que la retribución puede terminar dando paso a un grave problema de solvencia en determinadas sociedades. Probablemente era un problema que se adivinaba –han corrido ríos de tinta dedicados a distinguir entre una economía financiera y otra real-, pero cuya dimensión efectiva sólo se ha podido constatar ante el colapso padecido por algunas entidades. La gestión fundada en principios como la creación de valor para el accionista o la orientada al incesante aumento de los resultados muchas veces encubría o era aprovechada como cauce para sistemas retributivos disparatados<sup>13</sup>, pero cuyo sostenimiento requería, además, la asunción de riesgos que, al final, han terminado por pasar factura a todos los intereses implicados. El alegato que justificaba la retribución en un alineamiento de intereses entre gestores y accionistas, de manera que los primeros ganaban sólo a partir de los beneficios de los segundos, encubría un vicio de planteamiento. Éste consistía en que con frecuencia, los resultados no se correspondían con una ganancia efectiva, sino con criterios contables que exacerbaban el beneficio. Por el contrario, la retribución variable que sobre la base de ese beneficio percibían los ejecutivos daba lugar a un enriquecimiento individual colosal.

Se trataba además de una perturbación universal<sup>14</sup>. Afectaba a todos los actores del mercado financiero y, al mismo tiempo, a casi toda la jerarquía directiva en cada una de las entidades. Ello implicaba un debilitamiento de cualquier sistema de control interno, puesto que la fórmula retributiva afectaba por igual a todos, lo que relajaba cualquier rigor a la hora de evaluar los riesgos y orientaba el

---

School:

[http://www.law.harvard.edu/programs/olin\\_center/corporate\\_governance/speakers.shtml](http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/corporate_governance/speakers.shtml)

<sup>13</sup> Me remito a las consideraciones realizadas en SÁNCHEZ-CALERO, J., "Creación de valor, interés social y responsabilidad social corporativa", en AA.VV. *Derecho de sociedades anónimas cotizadas* (dirs. Rodríguez Artigas y otros), t. II, (2006), p. 851 y ss.

<sup>14</sup> V. la información y la reflexión que incluye la crónica de STORY, L., "On Wall Street, Bonuses, Not Profits, Were Real". Disponible en nytimes.com, 18 de diciembre de 2008.



funcionamiento de las entidades hacia la obtención de resultados a corto plazo, como presupuesto de la retribución variable individual en la que todos participaban.

De ahí que sean frecuentes las críticas públicas hacia la codicia de unos pocos, que ha terminado afectando a todos y abriendo el camino al previsible argumento, que es el relevante desde el punto de vista regulatorio, que exige una regulación específica de la regulación de los directivos, sobre todo de la llamada retribución variable<sup>15</sup>. Se ha abierto así camino una dualidad del régimen de la retribución. Unas medidas apuntan a la regulación general de los consejeros, mientras que otras apuntan a un tratamiento especial en el sector financiero, en el que no basta con una mayor transparencia<sup>16</sup>.

### 3.3. *La crisis de la retribución ante la crisis de la entidad*

Como apuntamos al inicio de este apartado, la crisis financiera ha realizado el problema de la retribución, pues lo ha convertido en el origen de un problema patrimonial. La discusión inicial del programa de rescate estadounidense proyectó la atención sobre ese punto, sin que la atención al respecto haya decaído. Mantiene su vigencia la sorpresa que conllevaba que, por ejemplo, instituciones financieras que cerraron el ejercicio anterior con los notables resultados que sirvieron de fundamento para dar lugar a retribuciones históricas (por su cuantía) de sus CEOs, aparecieran súbitamente como insolventes y plantearan su viabilidad futura a partir de ayudas públicas. A la sorpresa siguió la perplejidad (por no hablar de una abierta ira), cuando se advirtió que en algunos casos

---

<sup>15</sup> v. *Payback time for the financiers*, editorial publicado en Financial Times, 29-30 de noviembre de 2008, p. 8.

<sup>16</sup> V. el art. 25 del Proyecto LES. Su apartado b) señala: “Adicionalmente, las entidades de crédito y las empresas de servicios de inversión aumentarán la transparencia en sus políticas de remuneración, y la coherencia de las mismas con la promoción de una gestión del riesgo sólida y efectiva, en los términos previstos en los artículo 61 bis de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores y 10ter de la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros y otras normas del sistema financiero”.

podiera darse la paradoja de que la percepción y gestión de fondos públicos pasara por las manos de quienes, al menos aparentemente, habían causado la crisis de las entidades que gestionaban. Algunos análisis han destacado cómo la evolución reciente de entidades hoy insolventes o liquidadas (con el consiguiente perjuicio efectivo para accionistas y clientes y el eventual inherente a las ayudas públicas) deja un reducido grupo de grandes beneficiarios: sus gestores<sup>17</sup>.

Las reacciones han sido las previsibles. Como uno de los principios inspiradores de las medidas anticrisis, la retribución de los gestores ha pasado a ser una de las materias sobre las que más se opina y más intervención normativa se reclama. Hemos asistido y seguiremos asistiendo a una sucesión de casos en los que la retribución o indemnización de algunos de esos ejecutivos concita la atención. De la gravedad del problema da buena cuenta que algunos directivos hayan procedido a devolver partes importantes de su retribución. Al hacerlo, algunos habrán actuado conforme a una suerte de pudor profesional que les impedía aparecer como beneficiarios de lícitos premios multimillonarios al cierre de ejercicios catastróficos para sus accionistas y clientes o, sencillamente, esa devolución debía servir como circunstancia decisiva para evitar acciones de responsabilidad<sup>18</sup>. En otro grupo de casos, los ejecutivos han renunciado a su retribución, en coincidencia con la gestión de la crisis o con la simple recepción de fondos públicos por entidades que, en principio, no han revelado

---

<sup>17</sup> Es contundente el análisis de MAREMONT, M./HECHINGER, J./TAMMAN, M., "Before the Bust, these CEOs Took Money Off the Table", 20 de noviembre de 2008, [www.wsj.com](http://www.wsj.com); el artículo investiga la retribución de quince ejecutivos de algunas de las entidades de Wall Street que se encuentran en el centro de la crisis. El resultado es que en los últimos cinco años, cada uno de esos ejecutivos acumuló una retribución igual o superior a 100 millones de dólares. Retribución en metálico o resultante de la venta de acciones recibidas por ese mismo concepto.

<sup>18</sup> Hay excepciones llamativas, como la que afecta al Royal Bank of Scotland, entidad que ha anunciado las mayores pérdidas en la historia corporativa de Gran Bretaña (más de 24.000 millones de libras), ha recibido diversas ayudas públicas (avales por más de 325.000 millones de libras) y cuyo depuesto primer ejecutivo pretende mantener su derecho a una pensión vitalicia de casi 700.000 libras anuales. Pretensión que ha motivado descalificaciones públicas de las máximas autoridades del país. V. la crónica de MOLLENKAMP, C./McDONALD, A./MARTÍNEZ, J., "Goodwin on RBS Giveback: No Sir", de 28 de febrero 2009 Disponible en [www.wsj.com](http://www.wsj.com).

dificultades<sup>19</sup>. Es un comportamiento prudente, pues sería difícil de defender que exista una coincidencia entre esas ayudas públicas a favor de una entidad - cualquiera que sea su situación patrimonial- y la percepción de retribuciones extraordinarias por sus gestores<sup>20</sup>. Los resultados de las entidades puede que sigan sirviendo como presupuesto formal de esas retribuciones variables, pero siendo todos conscientes de que, antes que a los méritos de la gestión, responden a extraordinarias ayudas públicas. Es inviable plantear una apropiación privada de los beneficios derivados de esas ayudas.

### 3.4. La irrupción del legislador

El clima de opinión (cólera) generado por la crisis financiera y el esfuerzo público en la recuperación de las entidades en problemas permitía vaticinar algo que ya se ha producido: la irrupción normativa sobre la retribución de los administradores. Algunos Estados han optado por la medida más drástica, consistente en la fijación de un límite máximo de la retribución a percibir. Es una medida limitada, puesto que se ha diseñado sólo para aquellas entidades que se hubieren beneficiado de ayudas públicas. De manera que se quiere alinear a la baja la posición de los administradores con los daños padecidos por accionistas e inversores, y con el esfuerzo del Tesoro público. El caso más notorio es el de Estados Unidos, en el que la adopción de esa medida parece proporcionada a la cuantía de las ayudas públicas a un número muy considerable de bancos, aunque no falten autorizadas opiniones que critiquen esa medida, tanto en su fundamento, como en cuanto a sus efectos<sup>21</sup>.

---

<sup>19</sup> Una de las más recientes evidencias al respecto la ofrece la situación francesa, en la que se informa de que la renuncia a la retribución variable de los directivos como presupuesto de adicionales aportaciones de fondos públicos: v. JIMÉNEZ BARCA, A., "La banca francesa renuncia a los "bonus"; en [www.elpaís.com](http://www.elpaís.com) (22 de enero de 2009).

<sup>20</sup> Tal y como recuerda la Comunicación de la Comisión Europea, p. 8, entre los principios de actuación aprobados por el ECOFIN de 7 de octubre de 2008 figuraba el siguiente: "*la dirección no deberá retener beneficios indebidos-los Gobiernos tendrán, entre otras cosas, poder para intervenir en la remuneración*".

<sup>21</sup> Tal sucede con las opiniones expresadas por RICHARD POSNER y GARY BECKER en el blog que comparten ([www.becker-posner-blog.com](http://www.becker-posner-blog.com)). Para el primero (v. *Against the Pay Caps*), estamos ante una medida que confunde acerca de la responsabilidad de la crisis, que no es de los banqueros

Más esas medidas, adoptadas en Estados Unidos y en otros Estados influyentes, constituyen una legislación de emergencia. No son una respuesta a un problema societario, sino a una paradoja político-económica, resumida en la intolerable relación entre el mantenimiento de inmensos beneficios privados y no menos ingentes pérdidas que debe soportar la hacienda pública.

La cuestión siguiente y de más alcance lleva a preguntar si la crisis va a impulsar una genuina reforma de la regulación de la retribución de los ejecutivos. Si a la tolerancia que hasta ahora ha existido va a suceder un diseño normativo que establezca controles y límites a la fijación de esa retribución. La Unión Europea establézcase ha decidido por establecer un marco armonizado y mínimo de la intervención legislativa en este campo.

#### IV. LAS INMINENTES REFORMAS

Lo hasta aquí descrito sirve para explicar en buena parte el proceso de reforma ya iniciado en España en materia de retribución de los administradores. Un proceso que, como trataré de exponer de manera sintética, acierta en su inspiración fundamental -la imposición de la transparencia-, pero no afronta todos los problemas que la cuestión viene planteando desde hace tiempo.

---

afectados, sino de las autoridades que impulsaron una política económica y monetaria que propició la crisis; le límite salarial no va a ayudar a la recuperación y va a alejar a los mejores banqueros de las entidades en problemas. A ello añade su temor de que las entidades eviten acudir a las ayudas públicas como forma de eludir la reducción de la retribución de los gestores.

En cuanto a BECKER, en su opinión a este respecto (v. *Pay Controls Do Not Work at Any Level*) desliza algunas consideraciones generales sobre el mal funcionamiento de los consejos de administración y coincide con POSNER en cuanto a que el límite retributivo puede condenar a entidades en problemas a seguir bajo la dirección de los ejecutivos menos valiosos. En éste como en cualquier otro ámbito, BECKER defiende la importancia de no recurrir a límites de precios que han revelado su ineficiencia y permitir que las ayudas públicas sean compatibles con el juego de la competencia entre directivos.

## **1. La retribución y el Derecho de sociedades: cerradas y cotizadas**

El primero de los problemas es el de seguir manteniendo el equívoco régimen actual en cuanto a la diferenciación entre sociedades anónimas y cotizadas. El art. 130 LSA y la interpretación jurisprudencial del mismo no distinguen entre sociedades anónimas y cerradas y abiertas. Es evidente que en estas últimas el problema retributivo alcanza una mayor intensidad, tanto por la generalizada remuneración que caracteriza a los administradores de las sociedades cotizadas, como por las cuantías que se barajan en directa proporción con las demás magnitudes (capital, patrimonio, cifra de negocio, resultados, dividendos, etc.) que presentan las sociedades cotizadas en la determinación de la retribución de los consejeros ejecutivos.

## **2. Ordenamientos nacionales y soluciones internacionales**

La segunda observación que ha de hacerse arranca de otro hecho: las reformas que se han producido en esta materia a lo largo de estos últimos años, han estado inspiradas en su mayor parte, en iniciativas internacionales. Basta con citar las Recomendaciones europeas de 2004 y de 2005 que condicionaron la versión aún vigente del Código Unificado de Buen Gobierno (CUBG), o la más reciente Recomendación de 2009 que es la que inspira el último episodio de actualización del régimen de retribución de las sociedades cotizadas en España por medio de la futura LES. Algunas de esas soluciones internacionales y que buscan una uniformidad, son plenamente válidas con respecto a ciertos aspectos decisivos del ordenamiento español. El caso más evidente es el de la información societaria al respecto. Pero esas soluciones pueden no ser suficientes con respecto a otros problemas que pervivirán en nuestro Derecho de sociedades.

### 3. Soluciones legales y Códigos de Conducta: ¿ha fallado la autorregulación?

En la mayoría de los ordenamientos europeos se optó por dejar en manos de la autorregulación que acompaña al diseño del buen gobierno la fijación de los criterios básicos a los que ajustar la retribución de consejeros y ejecutivos. Es lo que ha sucedido también en el caso español a partir de las distintas Recomendaciones contenidas en el CUBG. Cumplidos varios años de su vigencia, procede hacer balance. Para ello contamos con estudios diversos y algunos, especialmente autorizados, como son los Informes Anuales que viene elaborando la CNMV. En su última edición se realizan distintas afirmaciones que permiten considerar que en esta materia, la confianza puesta en la libertad de las empresas a la hora de solventar el problema retributivo se ha visto afectada. Me limitaré a transcribir los siguientes párrafos del Informe correspondiente al ejercicio 2008<sup>22</sup>:

*“(iii) Las recomendaciones menos implantadas, cuyo seguimiento además retrocede del 64% en 2007 al 62,6% en 2008, son las relativas al régimen de aprobación y transparencia de las retribuciones de los consejeros.*

*“Únicamente 35 sociedades cotizadas –el 21,3% del total– siguen todos los criterios recogidos en la recomendación 40: que el Consejo someta a la Junta, como punto del orden del día y con carácter consultivo, un informe sobre la política de retribuciones de los consejeros” (p. 7).*

Además se formulaban reproches a la información que se estaba facilitando sobre la remuneración de los consejeros:

*“Las entidades deben informar sobre la remuneración agregada de los consejeros devengada durante el ejercicio, desglosada por retribución fija, variable, dietas, atenciones estatutarias, opciones sobre acciones y otros beneficios.*

---

<sup>22</sup> CNMV Informe de Gobierno Corporativo de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales. Ejercicio 2008, 334 pp. ([http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/INFORME\\_2008.pdf](http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/INFORME_2008.pdf))

Las sociedades no siguen criterios homogéneos para desglosar por conceptos la remuneración de los consejeros, especialmente para la retribución fija y variable, lo que dificulta su comparabilidad. En el concepto de “retribución fija” las compañías deben indicar los sueldos percibidos por los consejeros en su calidad de ejecutivos. Por tanto, no se puede incluir en este epígrafe ningún tipo de retribución que tenga como beneficiarios a los consejeros externos”. (p. 13).

El Informe circunscrito a las sociedades integradas en el IBEX-35 es más preciso<sup>23</sup>:

“Las recomendaciones del Código Unificado que menos se siguen son las relacionadas con la transparencia y el régimen de aprobación de las retribuciones de los consejeros, aunque han mejorado respecto al año anterior. No obstante, algunas recomendaciones, como la 40 –que el Consejo someta a la Junta un informe sobre la política de retribuciones- y la 36 –que las remuneraciones mediante entrega de acciones se circunscriba a los consejeros ejecutivos- registran un grado de seguimiento interior a 2007” (p. 5).

Es especialmente grave la valoración que se hace sobre la que era innovación sustancial derivada de las Recomendaciones Europeas: El Informe sobre la retribución de los consejeros:

“El 74,3% (62,8% en 2007) de las sociedades del IBEX han puesto a disposición de los accionistas, en la Junta General, un informe sobre la política de retribuciones de los consejeros. En la práctica totalidad de estos informes, el contenido de los componentes de la retribución variable no muestra el grado de detalle necesario para que el inversor pueda evaluar su racionalidad”. (p. 38).

Los datos puestos de manifiesto por la CNMV revelan una práctica empresarial insatisfactoria y han abonado, junto al clima de mayor severidad existente en esta materia a nivel internacional, la reacción plasmada en la LES. La relación entre la futura LES y el remozado CUBG permite apreciar cómo las recomendaciones son adoptadas por la mayoría de las sociedades como un máximo común denominador. Se cumple por una abrumadora mayoría de las sociedades cotizadas lo que se recomienda pero no se utiliza la libertad estatutaria o empresarial para adoptar medidas que, compartiendo las tendencias

---

<sup>23</sup> CNMV, *Informe anual de Gobierno Corporativo de las compañías del IBEX-35 del ejercicio 2008*, 95 pp. (<http://www.cnmv.es/Publicaciones/IAGC2008IBEX.PDF>)

inspiradoras del CUBG, vayan un paso más allá de lo que éstas aconsejan. Sin embargo, sucede que aquellos aspectos en los que más esfuerzo se ha hecho por fomentar la transparencia empresarial voluntaria, como es el caso de las retribuciones de los consejeros, reflejan una práctica decepcionante.

## V. EL PROYECTO LES

El régimen retributivo en las sociedades cotizadas va a abandonar en aspectos relevantes el ámbito de la autorregulación siendo la Ley la encargada de determinar los deberes fundamentales de tales sociedades. Esto sucede al hilo de la tramitación de la ya mencionada y futura LES. El Título I, Capítulo III del Proyecto LES se dedica a los “*Mercados Financieros*” y dentro de su “*Sección 1ª. Transparencia y Gobierno Corporativo*”, su art. 25 formula un mandato a sociedades cotizadas y entidades de crédito para que incrementen la transparencia en relación con la remuneración de sus consejeros y con sus políticas de retribución. Con relación a las segundas, la retribución se conecta con la gestión del riesgo. El art. 26 del Proyecto LES, por su parte, contiene un segundo mandato dirigido a las “*autoridades financieras*” a las que se encarga que “*incorporen*” al ejercicio de sus competencias los “*principios, normas y criterios de calidad*” incorporados en las disposiciones finales. Es cuestionable la necesidad de ese mandato, dada la general vigencia del principio de legalidad que preside la disciplina de los mercados financieros.

La relación entre la *Economía sostenible* y el gobierno corporativo aparece como primera cuestión. La noción de la sostenibilidad económica la encontramos en el art. 2 del Proyecto LES<sup>24</sup> y de esa relación aparece algún atisbo en el principio que abre el art. 3 del Proyecto LES y que persigue la mejora de la competitividad de

---

<sup>24</sup> “*Artículo 2. Economía Sostenible. A los efectos de la presente Ley, se entiende por economía sostenible un patrón de crecimiento que concilie el desarrollo económico, social y ambiental en una economía productiva y competitiva, que favorezca el empleo de calidad, la igualdad de oportunidades y la cohesión social, y que garantice el respeto ambiental y el uso racional de los recursos naturales, de forma que permita satisfacer las necesidades de las generaciones presentes sin comprometer las posibilidades de las generaciones futuras para atender sus propias necesidades*”.



las empresas, pues una mejora del marco regulatorio que afecta al gobierno de las empresas españolas incrementará la capacidad para competir en los mercados internacionales.

La presentación del Anteproyecto LES<sup>25</sup> coincidió con la de la Propuesta de Actualización del Código Unificado de Buen Gobierno (CUBG) que la Comisión Nacional del Mercado de Valores llevó a efecto a finales de diciembre de 2009<sup>26</sup>. Esa coincidencia temporal y objetiva puede servir para reabrir el sempiterno debate sobre los límites de la autorregulación o los de las normas legales en la orientación o disciplina del buen gobierno corporativo, o en cuanto a la necesidad de revisar el principio inspirador del sistema, el conocido como *cumplir o explicar* [v. art. 116.4. f) LMV]. Sin embargo, tal debate resulta en esta ocasión forzado en su mayor medida. Ni el Proyecto LES, ni la Propuesta Actualizada de CUBG varían lo existente. Los cambios que proponen son relevantes, pero no afectan a la delimitación objetiva que resulta de los deberes impuestos por las leyes aplicables y de las conductas recomendadas por el CUBG. La excepción la constituye la transparencia o información en materia de retribuciones de los consejeros –sin duda destacada–.

### 1. El “nuevo” Informe anual en materia de retribuciones.

La primera innovación del gobierno corporativo al hilo de la regulación de la *Economía sostenible* está constituida por el deber impuesto a las sociedades cotizadas de elaborar un “*informe anual sobre las remuneraciones de sus consejeros y primeros ejecutivos*”. La novedad es, sin embargo, relativa. No se pide a las

<sup>25</sup> Me remito a SÁNCHEZ-CALERO, J., “Economía sostenible y gobierno corporativo: ¿una relación o una excusa?”, *El Cronista del Estado Social y Democrático de Derecho* 12 (2010), pp. 42 y ss.

<sup>26</sup> La Propuesta se difundió el 17 de diciembre de 2009, abriendo un período de dos meses para consultar y comentarios. La Propuesta afectaba a distintas recomendaciones. Algunas se ampliaban en función principalmente de la necesaria incorporación de la Recomendación 2009/385/CE, de 30 de abril, que complementa las Recomendaciones 2004/913/CE y 2005/162/CE en lo que atañe al sistema de remuneración de los consejeros de las empresas que cotizan en bolsa (DO L 120, de 15 de mayo de 2009, p. 28 y ss.). Con relación a otras, la CNMV ya advertía en su Propuesta que se verían directamente afectadas (derogadas o suprimidas) de llegarse a aprobar la futura LES en los términos que incluía el Anteproyecto referidos al gobierno corporativo.

sociedades destinatarias de ese mandato legal algo diverso de lo que ya establecía el CUBG. El cambio radica en la imperatividad de ese deber. Lo que hasta ahora se recomendaba, pasa a exigirse con carácter general.

Se ha producido un cambio relevante desde el inicial Anteproyecto LES hasta el Proyecto que tuvo entrada a principios del mes de abril de 2010 en el Congreso de los Diputados. Inicialmente, los cambios que luego comentaré se asentaban en el Título X de la LMV, completando los artículos dedicados al IAGC y al Informe de gestión (arts. 116 y 116 bis). El Proyecto LES ha dado un giro a la técnica empleada puesto que sitúa la nueva disciplina del Informe de Retribuciones en un nuevo Capítulo VI “*Del Informe Anual de Gobierno Corporativo*” integrado por los arts. 61 bis y 61 ter LMV, que cierra el Título IV “*Mercados Secundarios Oficiales de Valores*”. Los vigentes arts. 116 y 116 bis LMV serán derogados (v. apartado 24 de la Disposición Final Séptima del Proyecto LES).

El proyectado art. 61 ter LMV supone exigir una información adicional a las sociedades cotizadas. Ese nuevo deber se traduce en la obligación de difundir un nuevo documento que deberá de tener como contenido esencial una información “*completa, clara y comprensible*” sobre la política de remuneraciones aprobada por el Consejo de Administración. Se produce así una coincidencia objetiva prácticamente plena con el contenido de las Recomendaciones 39 y 40 del CUBG. Acoge el criterio de que el Informe incluya el detalle de la retribución individual que hasta ahora se confiaba por la segunda Recomendación a la Memoria (art. 200 LSA) y deja a la futura reglamentación la precisa traducción de ese detalle.

Por lo tanto, desde la inicial propuesta de autorregulación, llegamos a la adopción de soluciones imperativas. La futura LES traduce esa falta de una adecuada respuesta empresarial en el cumplimiento de las recomendaciones en materia de gobierno corporativo en una exigencia normativa para que tal observancia se produzca. Se abre así la puerta a una discusión sobre el fundamento del cambio de criterio regulatorio. Habrá quien argumente que la

inobservancia de recomendaciones –incluso la cualificada– no es motivo suficiente para imponer un nuevo deber de información. El gobierno corporativo se fundamenta en la combinación del reconocimiento de la libertad empresarial y la transparencia al explicar la opción acogida por cada sociedad (cumplir o explicar). Por el contrario, otros señalarán que la falta de un adecuado acogimiento empresarial de las recomendaciones en esta materia implica un desprecio a la mejora de un deficiente y conflictivo aspecto de la vida de las sociedades cotizadas, acreditado por sucesivos episodios y escándalos que se han agravado con ocasión de la reciente y persistente crisis económica. El legislador deberá proceder a disciplinar lo que la abrumadora mayoría de las empresas ha ignorado de forma imprudente.

Dejando a un lado ese debate “regulatorio”, poco cabe objetar al acierto de la orientación que expresa la LES. Sin duda, el proyectado art. 61 ter LMV admite mejoras, pero acierta en lo fundamental, que es someter esta cuestión a una completa transparencia<sup>27</sup>. En la determinación de las retribuciones de los consejeros debe primar la libertad de las empresas a la hora de establecer cómo y cuánto pagar a sus administradores, pero siempre que esa opción sea adecuadamente conocida y respaldada por los accionistas. La información en esta materia no es el fin, sino la garantía de un mejor funcionamiento societario. Los administradores recibirán aquello que los accionistas (a través de la junta general) conozcan y hayan convalidado. No se trata simplemente de facilitar tal información a los accionistas sobre lo que ha pasado, sino también de permitir que éstos aprueben la propuesta que hayan hecho los administradores acerca de hacia dónde orientar la política retributiva y de cómo ejecutarla.

El contenido concreto del futuro Informe de Retribuciones se encomienda al Ministerio de Economía y Hacienda. Una vez que se adopten las disposiciones reglamentarias es previsible la derogación de las Recomendaciones afectadas del

---

<sup>27</sup> Me remito a SÁNCHEZ-CALERO, J., RdS 28 (2007), p. 46 y ss.

CUBG<sup>28</sup>, así como la mejora de algunas otras referencias que la LMV dedica a esta materia. Es deseable que se abandone la técnica legislativa seguida hasta ahora y que se preste una mayor atención a la regulación sistemática de la “información societaria” que el Capítulo IV del Título X de la LMV venía requiriendo a las sociedades cotizadas. Desde que ese Título se incluyera en la LMV como consecuencia de la Ley de Transparencia de 2003, se han añadido nuevos deberes que se superponían a los iniciales, sin una adecuada depuración o coordinación del contenido de los distintos documentos societarios (Memoria, Informe de gestión e IAGC) relacionados con el mismo propósito de una mejor información, pero que incurren en la repetida mención de unos mismos hechos, con el consiguiente riesgo de confusión para las sociedades emisoras y, sobre todo, para los destinatarios de esa información<sup>29</sup>.

Aunque la gravedad de la situación actual y los excesos que se han producido en no pocos casos han atenuado esas críticas, conviene no ignorar las previsibles protestas de las sociedades afectadas acerca de las cargas informativas y de los costes inherentes a la preparación de la información societaria exigida por las sucesivas normas. Esas protestas –al igual que las formuladas en ocasiones anteriores por igual causa- carecen de fundamento. En la estructura de las grandes empresas la preparación de esa información corporativa es una carga liviana y supone un coste insignificante y lo es, en mayor medida, si se recuerda la función de los intereses (de las empresas y de terceros) a los que con ello se atiende. Sin perjuicio de ello, tiene un fundamento lógico, económico e informativo: evitar que un mismo hecho tenga que ser relatado en distintos documentos, cuyo contenido se solapa. La información en materia de retribuciones es uno de esos ejemplos. La retribución de los administradores

---

<sup>28</sup> Así lo apuntaba la Propuesta de Actualización del CUBG que la CNMV presentó en diciembre de 2009 y que sometió a consulta hasta febrero de 2010, p. 2.

<sup>29</sup> Así lo apunta la CNMV en el *Informe Anual de Gobierno Corporativo 2008*, p. 33: “*Todo ello configura un marco de transparencia de las retribuciones de los consejeros y altos directivos de las empresas cotizadas, cuyo acceso por parte de los accionistas no es sencillo por la dispersión y, en algunos casos, duplicidad de la información, a través de los distintos documentos en los que se difunde, la voluntariedad de la mayoría de las medidas establecidas en las recomendaciones de la Comisión Europea y la falta de un modelo normalizado para elaborar el informe sobre la política de remuneraciones*”.

debe mencionarse con un alcance general o específico en los siguientes documentos: en el IAGC, dentro de cuyo contenido mínimo el art. 116.4, b) LMV introduce [y el proyectado art. 61 bis, 4, c) 2º LMV mantiene] la retribución de los consejeros; por su parte, el art. 116 bis i) LMV establece, entre la información adicional a incluir en el informe de gestión la relativa a los acuerdos entre la sociedad y sus consejeros para los supuestos de dimisión, despido o cese como consecuencia de una OPA y del consiguiente cambio de control [mención que el proyectado art. 61 bis, 4, c) 5º LMV remite ahora al IAGC]. A ello se suma la información que reclama la elaboración de la memoria conforme al art. 200, regla novena LSA. La introducción por el Proyecto LES del nuevo Informe de Retribuciones debería motivar un esfuerzo de ordenación, de manera que se concentre en éste último toda la información retributiva, como complemento de las cuentas anuales. A partir de un criterio de especialización, ese nuevo documento debería ser la expresión de la información completa y relevante en esa materia.

## **2. El momento de aprobar el Informe de Retribuciones**

Una de las imprecisiones de la norma proyectada afecta a la presentación de este Informe de Retribuciones. Comienza el propuesto art. 61 ter LMV señalando que el Informe de Retribuciones deberá ser objeto de difusión *“junto con el Informe Anual del Gobierno Corporativo”*. Pero sucede que el régimen legal del IAGC es deficiente, por impreciso, en cuanto a sus plazos de elaboración y presentación. Nada dijo al respecto la LMV, sin que tal laguna fuera solucionada por la Orden ECO/3722/2003, de 26 de diciembre, de forma que tuvo que ser la Circular 1/2004, de 12 de marzo, de la CNMV, la que impuso que la *“comunicación”* del IAGC no podía producirse más tarde de la publicación del primer anuncio de la junta general ordinaria a la que correspondiera aprobar las cuentas anuales del ejercicio contemplado en el Informe señalado.

Es una solución razonable, puesto que dicho Informe debe servir a los accionistas para analizar la gestión desarrollada y votar en consecuencia en la junta. Mas dicho esto, es notorio que el IAGC no precisa de la aprobación o ratificación de la junta [así lo confirma el art. 61 bis. 1) LMV], a diferencia de lo que se contempla para el Informe de Retribuciones. Puesto que este último Informe tiene que aprobarlo la junta a la vez que las cuentas anuales, nos encontramos con la necesidad de que el Informe, además de junto con el IAGC, se elabore y prepare con las cuentas anuales y en coherencia con el contenido de éstas. Por eso, antes que esa imprecisa referencia a la difusión del nuevo Informe junto con el IAGC, sería recomendable que en la futura LES se establezca que ambos documentos –al margen de su difusión como hechos relevantes tan pronto como se aprueben por el Consejo de Administración-, se pondrán a disposición de los accionistas junto con las cuentas anuales y conforme a lo dispuesto para éstas por el art. 212.2 LSA.

### **3. Contenido básico del Informe de Retribuciones**

El proyectado art. 61 ter LMV incurre en lo que entiendo que es un error (que se reitera en algún otro lugar) al plantear de forma conjunta el Informe de Retribuciones con respecto a los consejeros y con respecto a los llamados primeros ejecutivos. La relación que existe entre la sociedad y los consejeros es de naturaleza distinta de la que vincula a aquélla y a sus primeros ejecutivos o miembros de la alta dirección. Porque los primeros, con independencia de que tengan la condición de consejeros ejecutivos e incluso de que tengan suscrita con la sociedad un contrato de alta dirección, mantienen una relación que está sometida a la vigencia del art. 130 LSA y demás disposiciones aplicables a los consejeros, mientras que la relación con aquellos altos directivos se mantiene en el ámbito estrictamente laboral. Por tanto, sería conveniente deslindar las dos categorías de sujetos vinculados con la política de retribuciones.

El Informe de Retribuciones se proyecta hacia el futuro como se dice en el art. 61 ter LMV: la política de remuneraciones que interesa que conste en dicho

documento es aquella aprobada para el año en curso y la prevista “*para los años futuros*”. No se dice cuántos ejercicios cabe entender comprendidos en ese Informe, si bien lo razonable es pensar que serán aquellos años que permitan una previsión a corto o medio plazo, con la finalidad de que la política de retribuciones pueda adaptarse a los cambios de los resultados, ciclos económicos o actividad de la sociedad. Pero no se trata únicamente de aprobar lo que se va a hacer en el futuro, sino de ratificar lo pasado. El nuevo Informe también deberá de incluir un resumen global de cómo se aplicó en el ejercicio anterior la política de retribuciones. Se trata con ello de examinar en qué medida se ha cumplido lo que anteriormente aprobó la junta general. Destaca la exigencia de la información detallada de las retribuciones individuales para los consejeros y primeros ejecutivos.

#### **4. La retribución de los consejeros como política empresarial**

El contenido que diseña por el momento la futura modificación de la LMV para este Informe de Retribuciones, a la espera de la determinación reglamentaria, se concentra sobre todo en la denominada “*política de remuneraciones*”. Es una política que afecta a la sociedad como obligada a satisfacerlas, siendo el Consejo de Administración el órgano competente para aprobarla. Hablamos de una política general, es decir, de la determinación de los criterios y medios conforme a los que la sociedad propone la retribución a sus administradores (al igual que hace con la relación a todos sus empleados), en el marco general de la estrategia y gestión diseñadas en cada momento. Al exigirse una determinada transparencia con respecto a esa política empresarial, se ha reabierto un debate interesante acerca de las competencias que los órganos sociales ostentan en la determinación de esa política y en la concreción de la misma. Puede adivinarse que el debate gira en torno al significado de la mención estatutaria exigible en materia de retribución, alcance de las facultades de la Junta general conforme al párrafo primero del art. 130 LSA y, en directa relación con ello, a la posibilidad de reconocer a los administradores alguna competencia en esta materia. El citado

párrafo del art. 130 LSA es norma tradicional de nuestro Derecho de sociedades, pues reproduce el art. 74 de la LSA de 1951. Lo cierto es que su interpretación y aplicación han recobrado un notable impulso al hilo de una serie de casos.

El art. 130 LSA está inspirado por el mismo principio que el CUBG y las medidas que a partir de éste último contempla el Proyecto LES. Son los accionistas los que, a través de la Junta general, determinan la forma de retribución de (todos) los administradores y los que ratifican en cada ejercicio la política diseñada por el Consejo de Administración y su concreta aplicación. Lo primero resulta del tenor del repetido precepto, conforme al cual sólo podrá retribuirse a los consejeros en cualquiera de las formas que expresamente autoricen los estatutos sociales. Este criterio legal ha provocado en su concreta aplicación un intenso debate doctrinal y jurisprudencial motivado por los relevantes problemas que afronta.

La variedad de opciones retributivas que en una sociedad cotizada cabe establecer para sus administradores no resulta fácil de determinar en los estatutos, salvo que se entienda que lo que a éstos corresponde es una enunciación de las formas de retribución, quedando en la competencia de los órganos sociales la concreción de cada una de las modalidades fijadas en los estatutos. Sin embargo, hasta ahora la DGRN ha adoptado un tono riguroso en esta materia, rechazando cláusulas estatutarias que considera inconcretas<sup>30</sup>. El segundo problema es el de la retribución del consejero que está relacionado con la sociedad también por una relación laboral, con frecuencia sometida al régimen especial de alta dirección. Se trata, como se adivina, de la situación habitual en los consejeros ejecutivos. Son esos contratos de naturaleza laboral los que contienen a veces pactos de indemnización para el supuesto de separación del cargo y los que han dado lugar a situaciones conflictivas cuando se acaba conociendo la cuantía pagada al antiguo consejero. Algunas sociedades españolas se han visto afectadas por procedimientos en la jurisdicción civil o,

---

<sup>30</sup> V. SÁNCHEZ CALERO, F., *Los administradores en las sociedades de capital*<sup>2</sup>, pp. 275-278 y las distintas Resoluciones allí mencionadas.



incluso, en la penal<sup>31</sup>. Existe una posición doctrinal mayoritaria tendente a considerar que la retribución de los consejeros ejecutivos por cualquier concepto también reclama la necesaria cobertura estatutaria establecida en el art. 130 LSA<sup>32</sup>. Posición que se ha visto reforzada con una tendencia jurisprudencial en tal sentido. Sin ser jurisprudencia en sentido estricto, la Sala 3ª del TS también ha irrumpido, en el que la determinación en los estatutos con certeza de la retribución cobra decisiva relevancia a la hora de resolver la deducibilidad del gasto<sup>33</sup>.

El segundo aspecto de la intervención de los accionistas se proyecta sobre lo que constituye propiamente la política de retribuciones aplicada en los límites estatutarios. Tal intervención se verá notablemente reforzada por medio de la generalización del Informe de Retribuciones que contempla el Anteproyecto de LES. Los accionistas serán llamados a pronunciarse en la junta general *-say on pay-* sobre la retribución prevista y sobre la pagada.

## 5. El acuerdo (consultivo) de la Junta general

Llegamos así al papel atribuido a la junta general. El futuro art. 61 ter LMV expresa de nuevo la orientación a favor de la primacía de los accionistas.

A la junta general le corresponde pronunciarse sobre el Informe de Retribuciones, si bien se señala que su acuerdo tendrá carácter *"consultivo"*. Ya he

---

<sup>31</sup> V. SSTS de 17 de julio y 14 de noviembre de 2006 (JUR, 2006, 251962 y 276346).

<sup>32</sup> Una exposición actualizada del debate puede verse en LEÓN SANZ, F.J. "La previsión en los estatutos de la retribución de los administradores en las sociedades anónimas", en AA.VV., *I Foro de Encuentro de Jueces y Profesores de Derecho Mercantil*, Valencia (2010), p. 13 y ss.. También es de destacar la evidencia de los estatutos de las principales sociedades cotizadas que han optado mencionar en las disposiciones correspondientes todas las distintas formas de retribución.

<sup>33</sup> Éste era el trasfondo de las dos SSTS de 13 de noviembre de 2008 de la Sala 3ª; sobre ellas, v. RONCERO SÁNCHEZ, A., "Grado de concreción del sistema de los administradores en los estatutos sociales de una sociedad anónima", RdS 32 (2009), p. 79 y ss.; FARRANDO MIGUEL, I., "La remuneración de los administradores y la doctrina jurisprudencial del doble vínculo", RdS 32 (2009), p. 99 y ss. y PAZ-ARES, C., "Ad impossibilia nemo tenetur (o porqué recela de la novísima jurisprudencia sobre retribución de los administradores", La Ley, nº 7136 (17 de marzo de 2009),

criticado esta solución porque creo que comporta una importante inseguridad jurídica. En el Derecho español, los acuerdos sociales tienen un carácter ejecutivo. Como dice la propia Ley, obligan a todos los accionistas, incluso a los que no los han votado. Por idéntica razón ese acuerdo obligará a los administradores. Sin perjuicio de ello, la especial solución que se acoge nos indica que estamos, de nuevo, ante un problema de calado. El carácter consultivo de la votación sobre las retribuciones figura en el CUBG, como consecuencia de que tal fue la solución que adoptó la Recomendación 2004/913/CE. Aquella solución venía inspirada en la voluntad de respetar los ordenamientos nacionales que atribuían la competencia en materia de retribución exclusivamente al Consejo de Administración<sup>34</sup>. También se ha barajado un argumento de prudencia: con esa calificación consultiva se quería eludir los problemas derivados de un acuerdo de la junta que supusieran la revocación de actos ya ejecutados. Este segundo argumento creo que pierde vigencia si tomamos en consideración los cambios introducidos por la posterior y más reciente Recomendación 2009/385/CE de 30 de abril de 2009<sup>35</sup>. En ésta se contempla expresamente la posibilidad de que la sociedad reclame determinadas retribuciones que se considere a posteriori que no debieron satisfacerse por haberse fundamentado en datos inexactos. Además, existe un llamamiento expreso a la participación de todos los accionistas para que asistan a la junta y ejerciten el derecho de voto, lo que sigue resultando contradictorio con el mero carácter consultivo de ese acuerdo. Reiterar la calificación del acuerdo de la junta en asunto tan relevante como de carácter (meramente) consultivo resulta incongruente, además de cuestionable desde un punto de vista estrictamente jurídico<sup>36</sup>.

---

<sup>34</sup> Como recuerda FARRANDO, I., "La determinación estatutaria y la función de la junta general en la remuneración de los administradores de sociedades anónimas", en AA.VV., *Gobierno corporativo y Derecho Penal* (Dir. Miguel Bajo Fernández), Madrid (2008), p. 270.

<sup>35</sup> DOUE L 120, de 15 de mayo de 2009, p. 28 y ss.

<sup>36</sup> Me remito a las razones que ya expuse en SÁNCHEZ-CALERO, J., *RdS* 28 (2007), pp. 51-54.

## **6. Recapitulación: la mejora del régimen de las sociedades cotizadas**

Una vez que se apruebe el Proyecto LES y entre en vigor -tras un periodo transitorio que no precisa ser especialmente amplio- el resultado creo que será positivo. La plena información sobre la retribución individual de los administradores es, como he tenido ocasión de exponer en sucesivas oportunidades, la solución adecuada para facilitar el buen gobierno de aquellas sociedades. Además, creo que los nuevos preceptos de la LMV a ese respecto van a ser coherentes con la interpretación del art. 130 LSA y la distribución de competencias entre el órgano de administración y la junta general. La idea principal que viene animando la jurisprudencia<sup>37</sup> sobre el art. 130 LSA es la de garantizar a los accionistas o socios una plena transparencia de manera que los administradores sólo puedan percibir su retribución a través de las modalidades previstas en los estatutos. Esto es compatible con el reconocimiento al Consejo de Administración de la concreción de esa retribución dentro de los límites estatutarios y de conformidad con el criterio que vaya a ser adoptado por la junta general tanto con respecto a la retribución satisfecha a lo largo de un determinado ejercicio como a la política retributiva que proponga el Consejo. Se cumplirá así la regla que con frecuencia se invoca en el sentido de que un adecuado nivel de transparencia informativa garantiza el correcto cumplimiento de los deberes legales y el ejercicio de las competencias orgánicas.

## **7. Cuestiones adicionales (¿pendientes?) en la retribución de los consejeros ejecutivos**

Un apunte adicional merece lo que creo que puede calificarse como la prudencia del Proyecto LES. Éste ha acogido el Informe de retribuciones individuales como su innovación sustantiva, sugerida a los Estados miembros por la

---

<sup>37</sup> La Sala 1ª, que es la única relevante a esos efectos: SSTS de 12 de noviembre de 2004 (RJ 2004, 7230) y de 21 de junio de 2005 (RJ 2005, 4934).

Recomendación 2009/385/CE. El paso dado resultaba previsible. Primero porque no es sino la continuación de la previa Recomendación del año 2004 y, segundo, ante la deficiente práctica empresarial al respecto.

Otras cuestiones incluidas en la Recomendación 2009/385/CE podemos plantearnos si han sido descartadas o, por el momento, arrumbadas hasta comprobar cómo operan los cambios adoptados. Pero no puede ignorarse que alguna de esas proposiciones de la Recomendación Europea, tienen una trascendencia material indiscutible. No ya por sus efectos, sino por implicar la adopción del máximo rigor aconsejado por algunas situaciones vividas en los principales mercados corporativos. A título meramente indicativo cabe subrayar la posibilidad de que en los contratos con los consejeros ejecutivos se incluya una cláusula de *pay back*, es decir, el reembolso de retribuciones que se fundamentaron en una contabilidad que el tiempo demostró que era fraudulenta (apartado 3.4). Esta medida se proyecta sobre la retribución variable. Tengo dudas de que haga falta una previsión contractual expresa para ejercitar esa acción de reembolso, pero entiendo que su inclusión en la Recomendación tiene una finalidad esencialmente declarativa. No menos importante es la recomendación explícita que el apartado 3.5 hace para la introducción de límites cuantitativos a las denominadas cláusulas de blindaje.

Es probable que éstas y otras medidas de no menor severidad contenidas en la Recomendación queden formuladas como recomendaciones en la nueva revisión del CUBG.

## **VI. ¿Y LAS SOCIEDADES NO COTIZADAS?**

La importante atención prestada al problema en las sociedades cotizadas no permite olvidar que muchos de los conflictos y casos resueltos por la jurisprudencia se han producido con respecto a la retribución satisfecha a administradores de sociedades no cotizadas. No puedo extenderme en un

análisis de las posibles novedades que pudieran adoptarse en este terreno, ni siquiera en el acierto de extrapolar a sociedades no cotizadas las soluciones diseñadas para las cotizadas. Probablemente ello fuera excesivo.

Pienso, sin embargo, que el problema de transparencia retributiva tiene en las sociedades cotizadas una fácil solución a través de la reforma de la disciplina de la Memoria. Se trata de abandonar la injusta admisión de la indicación de la retribución agregada de los administradores y sustituirla por un detalle individual similar al que establece el proyectado art. 61 ter LMV.

Abril 2010