

**LA RECOMENDACIÓN EUROPEA EN MATERIA DE RETRIBUCIÓN DE  
LOS ADMINISTRADORES  
(Algunas reflexiones desde el ordenamiento español)**

Juan Sánchez-Calero  
Blanca Puyol

Publicado en:

Revista de Derecho Bancario y Bursátil nº 96 (2004), pp. 163-214

ISSN 0211-6138

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

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

**LA RECOMENDACIÓN EUROPEA EN MATERIA DE RETRIBUCIÓN DE LOS  
ADMINISTRADORES  
(Algunas reflexiones desde el ordenamiento español)**

**Juan Sánchez-Calero y Blanca Puyol  
Departamento de Derecho mercantil  
Universidad Complutense**

**SUMARIO:**

1.	INTRODUCCIÓN: LA RECOMENDACIÓN Y EL INFORME WINTER.....	4
1.1.	Los antecedentes de la Recomendación.....	4
1.2.	¿La retribución de los administradores como nuevo elemento específico del régimen de la sociedad anónima cotizada?.....	7
1.3.	Precisiones adicionales sobre el alcance de la Recomendación.....	11
1.4.	La importancia del régimen transitorio.....	12
2.	LA OPORTUNIDAD DE LA RECOMENDACIÓN.....	13
2.1.	La retribución de los administradores como fuente de conflictos.....	13
2.2.	La Recomendación como un primer paso.....	17
3.	LA CORRECTA RETRIBUCIÓN Y EL BUEN GOBIERNO CORPORATIVO.....	19
3.1.	La transparencia como factor de confianza: la confianza como resultado de la transparencia.....	19
3.2.	La retribución de los administradores como asignatura pendiente del gobierno corporativo.....	23
4.	LO PÚBLICO Y LO PRIVADO EN MATERIA DE RETRIBUCIÓN DE ADMINISTRADORES.....	30
4.1.	La publicidad de las retribuciones y el interés por la confianza.....	30
4.2.	La libertad retributiva como principio de no intervención..	32
5.	LA INFORMACIÓN REFERIDA A CADA UNO DE LOS CONSEJEROS.....	37
5.1.	La información individual como opción ineludible.....	37
5.2.	Retribución e independencia de los consejeros.....	40
6.	LA INFORMACIÓN SOBRE LA POLÍTICA RETRIBUTIVA.....	42
6.1.	La información sobre retribución y las cuentas anuales.....	42
6.2.	La difusión de la información por medio de la página <i>web</i> ..	44
6.3.	Información sobre la retribución propuesta y sobre la que se ha hecho efectiva.....	44
6.4.	Información a los accionistas sobre los planes de retribución por medio de acciones.....	46

7.	DETERMINACIÓN DE LOS MEDIOS DE REMUNERACIÓN DE LOS ADMINISTRADORES.....	48
7.1.	La libertad de las sociedades a la hora de determinar los medios de retribución de los administradores.....	48
7.2.	Estructura y composición de la retribución.....	50
7.3.	La publicidad de los distintos medios de retribución empleados respecto a cada administrador individual.....	52
7.4.	Autonomía e independencia del informe retributivo.....	54
7.5.	La forma en que los órganos sociales participan en la elaboración y aprobación de la política retributiva: supuesto específico de las entregas de acciones u opciones sobre acciones.....	56
7.6.	La retribución en el grupo.....	58
8.	LA APROBACIÓN DE LA RETRIBUCIÓN: EL PAPEL DE LA JUNTA GENERAL.....	59
8.1.	Introducción: las competencias en materia de retribución de administradores.....	59
8.2.	La deliberación sobre el informe retributivo.....	61
8.3.	La aprobación previa por los accionistas de la retribución por medio de acciones u opciones sobre acciones.....	62
8.4.	¿Cambios en la regulación de la junta general.....	64
9.	LA RETRIBUCIÓN POR MEDIO DE ACCIONES U OPCIONES SOBRE ACCIONES.....	66
9.1.	Regulación de esta forma de retribución.....	66
9.2.	Disposiciones de la Recomendación relativas a la publicidad de los planes de entrega de acciones u opciones sobre acciones.....	69
10.	CONCLUSIÓN.....	70

## 1. INTRODUCCIÓN: LA RECOMENDACIÓN Y EL INFORME WINTER.

### 1.1 Los antecedentes de la Recomendación.

El pasado mes de octubre de 2004, la Comisión Europea adoptó dos nuevas iniciativas ambiciosas en materia de armonización del Derecho de sociedades especialmente representativas de la reforma comunitaria en curso. Ambas se han concretado en sendas Recomendaciones y abordan cuestiones esenciales en la configuración del régimen europeo de las sociedades cotizadas, puesto que se refieren a aspectos principales de su gestión como son, de un lado, la composición y estructura del órgano de administración y, de otro, la retribución de los administradores<sup>1</sup>. La presentación de ambas disposiciones confiere credibilidad al proyecto de modernización del Derecho de sociedades que la Comisión Europea anunció en el año 2003<sup>2</sup>, plasmando así la intención de trasladar a los Estados miembros algunas de las recomendaciones contenidas en el

---

<sup>1</sup> El mismo día 6 de octubre de 2004, la Comisión presentó una Recomendación sobre el papel de los consejeros no ejecutivos y sobre los comités del consejo de administración [*On the role of non-executive or supervisory directors and on the committees of the (supervisory) board.* (IP/04/1182). Su texto puede consultarse en: [http://www.europa.eu.int/comm/internal\\_market/company/docs/independence/2004-recommendation\\_en.pdf](http://www.europa.eu.int/comm/internal_market/company/docs/independence/2004-recommendation_en.pdf)] y otra Recomendación sobre el impulso para un régimen adecuado para la retribución de los administradores de sociedades cotizadas [*On fostering an appropriate regime for the remuneration of directors of listed companies.* (IP/04/1183). Su texto puede consultarse en: [http://www.europa.eu.int/comm/internal\\_market/company/docs/directors-remun/2004-recommendation\\_en.pdf](http://www.europa.eu.int/comm/internal_market/company/docs/directors-remun/2004-recommendation_en.pdf).].

<sup>2</sup> V. la Comunicación titulada "Modernising Company Law and enhancing Corporate Governance in the European Union-A Plan to Move Forward" [Com (2003) 284 final] . El texto de la Comunicación en español, se puede consultar en [http://europa.eu.int/eur-lex/es/com/cnc/2003/com2003\\_0284es01.pdf](http://europa.eu.int/eur-lex/es/com/cnc/2003/com2003_0284es01.pdf); v., la exposición general sobre su contenido en la contribución de FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L./SÁNCHEZ, M., "Modernización del Derecho de sociedades y mejora del gobierno corporativo en la Unión Europea: un análisis del plan de acción presentado a la Comisión", en AA.VV., *Estudio sobre la reforma de los mercados financieros europeos*, t. I, Fundación de Estudios Financieros, Papeles de la Fundación nº 5, Madrid (2004), pp. 189-197.

Informe Winter<sup>3</sup>, y que se ha traducido en la publicación de diversas iniciativas entre las que figuran las dos Recomendaciones referidas.

Las páginas que siguen pretenden exponer los puntos fundamentales de la segunda Recomendación, que aborda la decisiva cuestión de la retribución de los administradores, poniendo esa exposición en relación con la evolución que en esa misma materia se viene percibiendo en la legislación y en la práctica españolas. Como tendremos ocasión de justificar en páginas posteriores, creemos que la Recomendación va a provocar un cambio sustancial en la regulación española de la retribución de los administradores de sociedades cotizadas. Sustancial tanto por la modificación profunda del ordenamiento, como por el probable impacto que ese cambio va a comportar en la estrategia de las sociedades afectadas.

En el Informe Winter aparecía enunciado uno de los principios que con más claridad inspiran la Recomendación. Se trata del valor que en la regulación de las sociedades, y dentro de éstas, de sus órganos de administración, adquiere la información. Adelantamos ya la que nos parece una de las orientaciones más interesantes y acertadas dentro de la Recomendación: exigir que se publiquen determinadas informaciones puede resultar mucho más eficaz que abordar directamente por medio de normas los hechos a los que afectan aquellas informaciones. No se trata tanto de hacer normas sobre aspectos sustantivos del funcionamiento u organización de las sociedades cotizadas, como de exigir que los mismos sean conocidos por los accionistas y por los mercados. Sin duda, la retribución de los administradores tiene una extraordinaria importancia en el caso de sociedades cotizadas. Incide de lleno en el "*viejo problema*" del

---

<sup>3</sup> *Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, Bruselas, 4 de noviembre de 2002, pp. 161 (en adelante Informe Winter).

control de los ejecutivos<sup>4</sup> y en sus nuevas e intensas manifestaciones. Conocer la retribución es una vía necesaria para evaluar el gobierno de cada una de las sociedades, para corregir malas prácticas y, por supuesto, para determinar la infracción por los administradores de sus deberes legales<sup>5</sup>.

En dicho documento, el examen de la remuneración de los gestores fue analizado pormenorizadamente puesto que tal cuestión figuraba, desde un principio, entre las cuestiones objeto de mandato específico al Grupo redactor del Informe<sup>6</sup>. La Recomendación ha venido a incorporar algunas de las propuestas contenidas en el Informe, en el que como elementos mínimos del régimen normativo en esta materia se enunciaban<sup>7</sup>: (i) debe de concederse a los accionistas una oportunidad para debatir anualmente la política del consejo en cuanto a la retribución de los administradores; (ii) las cuentas anuales deben de contener una información detallada de la retribución de cada uno de los administradores; (iii) la retribución a través de acciones, opciones sobre acciones o cualquier otro tipo de derechos de adquisición de acciones requerirá la previa aprobación de la junta general; (iv) las cuentas anuales

---

<sup>4</sup> V. ESTEBAN VELASCO, G., "La renovación de la estructura de la administración en el marco del debate sobre el gobierno corporativo", en AA.VV., *El gobierno de las sociedades cotizadas* (coord. Esteban Velasco, G.), Madrid (1999), pp. 141 y ss.

<sup>5</sup> V. la expresión general de este principio en el Informe Winter, pp. 33-34: "Disclosure of information as a regulatory tool". Esa orientación aparece en relación con iniciativas de más amplio alcance; aparece citada entre las medidas establecidas desde el control interno de la sociedad en la corrección de las malas prácticas corporativas: v., la Comunicación de la Comisión "Preventing and Combating Corporate and Financial Malpractice" [Bruselas 29 de septiembre de 2004, COM (2004)611 final, p. 16. Dicha Comunicación puede consultarse en [http://europa.eu.int/eur-lex/en/com/cnc/2004/com2004\\_0611en01.pdf](http://europa.eu.int/eur-lex/en/com/cnc/2004/com2004_0611en01.pdf)].

<sup>6</sup> V. la referencia que al Ecofin celebrado en Oviedo los días 12 a 14 de abril de 2002 contiene el anexo I del Informe Winter, p. 129. En igual sentido, v. OECD Principles of Corporate Governance, Paris (2004), p. 22: "Disclosure and Transparency".

<sup>7</sup> Informe Winter, pp. 65-67.

deberán reflejar adecuadamente el coste anual que para la sociedad suponen los programas de retribución por medio de acciones, opciones sobre acciones o derechos de adquisición de éstas.

El Informe Winter terminaba proponiendo a la Comisión la adopción de una Recomendación con dicho contenido, que además incluyera el anuncio de la intención de supervisar su cumplimiento por parte de los Estados Miembros, así como la eventual adopción de medidas normativas adicionales, si se estimara que la trasposición de la Recomendación no resultaba suficientemente satisfactoria. Un examen detenido del contenido de la Recomendación pone de manifiesto que su presentación ha implicado, en efecto, el fiel seguimiento por parte de la Comisión de la propuesta que en su día expresó aquel Informe<sup>8</sup>.

### *1.2 ¿La retribución de los administrados como nuevo elemento específico del régimen de la sociedad anónima cotizada?*

Con la brevedad que reclama el objetivo de estas páginas, no podemos obviar un apunte sobre lo que significan estas nuevas recomendaciones para la configuración de un régimen específico de las sociedades anónimas cotizadas. Como es conocido, nuestro ordenamiento se ha visto alterado a lo largo de estos últimos años por la incorporación a

---

<sup>8</sup> La Recomendación es el resultado de un prolongado trabajo de investigación en esta materia que se inició en febrero de 2004 con una amplia consulta al respecto. Los resultados de la consulta y otros muchos materiales relevantes para el estudio de la retribución de los directivos de sociedades cotizadas pueden verse en la página abierta al efecto por el European Corporate Governance Institute: <http://www.ecgi.org/remuneration/index.htm>. El texto de la Recomendación que comentamos fue publicado por la Comisión Europea el pasado 6 de octubre de 2004, tras haber sometido un borrador del mismo a consulta pública durante los meses de julio a septiembre. El texto definitivo ha sido aprobado el 14 de diciembre de 2004 y publicado el 29 de diciembre de 2004 (DUE L385/55).

la Ley de Sociedades Anónimas de nuevas disposiciones de aplicación específica a ese "subtipo" o por el desplazamiento hacia otras disposiciones de normas de notable importancia para la organización y funcionamiento de las "sociedades cotizadas" (como sucede con el ejemplo destacado del nuevo Título X de la Ley del Mercado de Valores de 1988 – LMV- incorporado por la Ley de Transparencia de 2003<sup>9</sup>). Medidas que reiteran el interés del debate sobre la reforma del régimen de la sociedad cotizada, tanto desde el punto de vista de cuál debe ser el criterio de política legislativa definitorio de esa reforma, como por los cauces concretos a través del que, en su caso, debe plasmarse<sup>10</sup>.

En cuanto a lo primero, las dos Recomendaciones presentadas por la Comisión Europea parecen reducir el ya de por sí limitado ámbito de la libertad corporativa, al irrumpir sobre materias en las que hasta ahora, a partir de una escasa regulación positiva de carácter imperativo, eran la autonomía estatutaria y la voluntad de cada sociedad las que decidían en materia de retribución y composición del consejo. En concreto, la Recomendación sobre retribución de los administradores exige el cumplimiento de una serie de medidas de alcance general. Exigencia que, con suma probabilidad, se traduzca en los distintos Estados miembros en la adopción de disposiciones adicionales antes del 30 de junio de 2006<sup>11</sup>.

---

<sup>9</sup> Ley 26/2003, de 17 de julio, por la que se modifican la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, y el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, con el fin de reforzar la transparencia de las sociedades anónimas cotizadas.

<sup>10</sup> Para un planteamiento general del problema, v. FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., "El debate actual sobre el gobierno corporativo", en AA.VV., *El gobierno de las sociedades cotizadas*, p. 82 y ss., SÁNCHEZ CALERO, F., *La sociedad cotizada en Bolsa en la evolución del Derecho de sociedades*, Madrid (2001), pp. 99-116 y FERNÁNDEZ PÉREZ, N., "El significado de la Ley de Transparencia en la modernización del derecho societario español", *RdS* 22 (2004), p. 109.

<sup>11</sup> El Gobierno español (y la CNMV) parecen decididos partidarios de la pronta incorporación del contenido de la Recomendación: v. "El Gobierno obligará a las



Llegamos así a la segunda cuestión. En tal caso, lo que corresponderá decidir al legislador español es si acomoda esa norma en el seno de la LSA o si, continuando con la orientación acogida a partir de la Ley de Transparencia, persiste en desplazar hacia la LMV la disciplina de las sociedades cotizadas en las materias expuestas. Tanta o más importancia que la concreta solución que se adopte tendrá el establecimiento de un criterio regulador fundado, que permita comprender la razón que lleva, bien a integrar la disciplina de la sociedad cotizada en el seno de la LSA, o bien a continuar con la habilitación del Derecho del mercado de valores como sede en la que insertar la regulación aplicable a esas sociedades. Cualquiera que sea la opción elegida, creemos que las materias afectadas por la Recomendación obligarán a su tratamiento por medio de normas con rango de ley, sin perjuicio del ineludible desarrollo reglamentario de algunos puntos.

Ante la falta de acogida que parecen haber tenido intentos especialmente ambiciosos "de sistematización y de racionalización" del Derecho de sociedades que implicara el reconocimiento de un régimen sustantivo de la cotizada<sup>12</sup>, los últimos tiempos vienen reflejando entre nosotros la tensión entre dos recursos normativos: de un lado, el que sustenta que todas las cuestiones que afecten a la organización de cualquier sociedad anónima deben tener acomodo en la vigente LSA, en la que puede quedar integrado el régimen específico de la sociedad cotizada; de otro, el que considera que las normas referidas a la sociedad cotizada deben ser incluidas en la disciplina de los mercados de valores, en especial por ser éste el cauce natural para establecer deberes legales en materia de

---

empresas a publicar el sueldo de cada consejero", *Expansión*, 5 de noviembre de 2004, pp. 1 y 3.

<sup>12</sup> Nos referimos a la *Propuesta de Código de Sociedades mercantiles*, Madrid (2002), v. p. 21.

información que, además de los accionistas, tienen unos destinatarios más amplios, como son el mercado y, a través de él, la generalidad de los inversores<sup>13</sup>. El legislador español ha mantenido en los últimos años una conducta errática, incluyendo reformas dedicadas a la sociedad cotizada en la LSA y, más tarde en la LMV y sus normas de desarrollo. El más reciente paso dado al respecto lo constituye la Ley de Transparencia, que al abordar la simultánea reforma de la LSA y la LMV, integró en la primera nuevas disposiciones que precisaban los deberes y responsabilidad de los administradores, al tiempo que añadía a la segunda un nuevo título X "*De las sociedades cotizadas*" que, además de normas relativas a sus órganos sociales, sobre todo hace hincapié en los deberes informativos o, como dice su Capítulo IV, en la "*información societaria*".

Ese debate antiguo y, sin embargo, permanente e interesante sobre la convivencia de los Derechos de sociedades y del mercado de valores puede reproducirse al abordar la aplicación en España de la Recomendación. Al respecto quizás convenga recordar que éste no aborda ni los conceptos, ni las cuantías de esa retribución, sino que su contenido se sintetiza en (i) la exigencia de que toda sociedad cotizada determine formalmente su política retributiva; (ii) la forma en que los órganos sociales participan en la elaboración y aprobación de esa política, y (iii) la publicidad de los documentos que recogen la retribución percibida por los administradores y la que van a percibir, siendo este último apartado el que más atención recibe. En suma, que esta nueva "*regulación*" se ocupa de aspectos formales e informativos, que no sustantivos, de la retribución.

---

<sup>13</sup> V. una sucinta referencia a la cuestión en SÁNCHEZ CALERO, F./SÁNCHEZ-CALERO, J., *Instituciones de Derecho Mercantil*, t. I, Madrid (2004), pp. 464-465; más detenidamente, v. SÁNCHEZ CALERO, F., *La sociedad cotizada en Bolsa en la evolución del Derecho de sociedades*, p. 109 y ss.

### 1.3 Precisiones adicionales sobre el alcance de la Recomendación.

Aun cuando la Recomendación se dirige a los Estados miembros, a los que incita a tomar las decisiones necesarias para promover su propia aplicación, las sociedades cotizadas serán las destinatarias finales de la misma, que también está llamada a cumplir una función interpretativa de aquellas disposiciones en vigor tendentes a fomentar la transparencia en esta materia<sup>14</sup>. Este hecho es suficiente argumento a favor de su trascendencia en la configuración del Derecho societario europeo. Ha de advertirse que, a los efectos de su aplicación, es sociedad cotizada cualquiera cuyos valores sean objeto de negociación en un mercado regulado<sup>15</sup>, sin que se entiendan dispensadas aquellas sociedades constituidas o domiciliadas fuera de la Unión Europea. Prima sobre la nacionalidad de la sociedad emisora el hecho de hacer una apelación a la inversión en aquellos mercados.

Una excepción que parece relevante –precisamente por la creciente importancia de los inversores institucionales en los mercados europeos– es la que afecta a la retribución de los administradores de instituciones de inversión colectiva con forma societaria. Para estas instituciones, la Recomendación invita a los Estados Miembros a tomar en cuenta las particularidades que resultan de acuerdo con la disciplina particular de

---

<sup>14</sup> Sobre la eficacia interpretativa de las Recomendaciones conforme a la jurisprudencia comunitaria, v. FONSECA MORILLO, F.J., "Recomendaciones y Dictámenes", en AA.VV., *Diccionario de Términos Comunitarios* (coord. Biglino Campos, P.), Madrid (1997), pp. 371-372 y DIEZ MORENO, F., *Manual de Derecho de la Unión Europea*<sup>2</sup> (rev. López-Monís, M.), Madrid (2001), p. 167.

<sup>15</sup> Concepto que ha de precisarse de conformidad con lo dispuesto en los arts. 4.14), 36 y 47 de la Directiva 2004/39/CEE, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se modifican las Directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE del Consejo y la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y se deroga la Directiva 93/22/CEE del Consejo [DOCE L 145, de 30 de abril de 2004, p. 1 y ss.].

tales instituciones<sup>16</sup>, en las que ya existen algunas disposiciones referidas a su administración<sup>17</sup>.

Por último, la Recomendación extiende su ámbito de aplicación a la retribución de quienes ostentan la máxima responsabilidad ejecutiva en una sociedad cotizada y no pertenecen al consejo de administración o supervisión. Aun cuando ésta es una hipótesis alejada de la tradición y realidad empresariales españolas<sup>18</sup>, su contemplación en la Recomendación está justificada por el interés por poner a disposición de los accionistas la información que afecta a la retribución de quienes, en la gestión diaria, disponen del máximo poder de dirección de las actividades societarias.

#### *1.4 La importancia del régimen transitorio.*

Precisamente, la advertencia acerca del cambio sustancial que ha de comportar la Recomendación con respecto a la situación normativa existente en España empuja a plantear la necesidad de que la eventual incorporación del contenido de la primera lleve aparejado un adecuado régimen transitorio que permita a las sociedades españolas y a sus

---

<sup>16</sup> Régimen plasmado dentro del ordenamiento comunitario en la Directiva 85/611/CEE, de 20 de diciembre de 1985, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM), [DOCE L 375, de 31 de diciembre de 1985, p. 3] modificada por las Directivas 2001/107/CEE [DOCE L, 41 de 13 de febrero de 2002, p. 20], 2001/108/CEE [DOCE L 41, DE 13 de febrero de 2002, p. 35] y 2004/39/CEE [DOCE L 145, de 30 de abril de 2004, p. 1 y ss.].

<sup>17</sup> En el caso español, dentro de la reciente reforma de esas instituciones por medio de la Ley 35/2003, ha de examinarse, en especial, el régimen de las gestoras: v. TAPIA HERMIDA, A.J., "La Ley 35/2003 de Instituciones de Inversión Colectiva. Una aproximación general a su contenido", RDBB 93 (2004), p. 199 y ss.

<sup>18</sup> Se advierte así la influencia de aquellos modelos en los que la gestión radica en un primer ejecutivo (el *chief executive officer* o CEO americano), a veces ajeno al órgano de administración.

administradores y directivos, adaptar sus respectivos derechos y compromisos a la nueva situación. La Recomendación establece un plazo para la adopción de medidas destinadas a "*promover su aplicación*", lo que resulta equívoco. Parece claro que tales medidas ya deberán haberse adoptado antes del 30 de junio de 2006, pero no lo es tanto si esas medidas deberán ser efectivas a partir de ese momento o si cabe reconocer a los Estados miembros algún margen para demorar esa efectividad hasta un momento posterior.

Sin perjuicio de cual llegue a ser el momento de vigencia efectiva de las normas nacionales de adaptación, lo cierto es que éstas se van a proyectar sobre aspectos organizativos relevantes de las sociedades -en esencia, la política retributiva de sus dirigentes- y que van a incidir sobre derechos relevantes de las personas afectadas. Éstas pueden considerar, con fundamento, que las condiciones exigidas por la Recomendación innovan de forma tal las que eran aplicables en el momento de prestar su consentimiento, que debe de reconocérseles la facultad de decidir su continuidad o, en otro caso, plantear la revisión de su retribución. De ahí que creamos que resultará ineludible que la normativa española de adopción de la Recomendación contemple un período transitorio que sirva a sociedades y directivos a revisar y establecer su política retributiva conforme a los nuevos requisitos legales.

## **2. LA OPORTUNIDAD DE LA RECOMENDACIÓN.**

### *2.1 La retribución de los administradores como fuente de conflictos.*

Un atento espectador de la realidad empresarial española e internacional a lo largo de estos años considerará que la retribución de los directivos se ha convertido en constante fuente generadora de conflictos

de diverso alcance<sup>19</sup>. De hecho, es una apreciación en la que coinciden aportaciones de distinta naturaleza al abordar la cuestión de la retribución de los administradores<sup>20</sup>. En algunos de esos conflictos los accionistas destituyen a administradores por la vía de rechazar la retribución que éstos proponen a la junta para su aprobación. En otros, los accionistas reaccionan al conocer las condiciones pactadas para la retribución – entendida ésta en su más amplio sentido- de sus administradores y directivos, actuales o pasados. Las más prestigiosas figuras de la *Corporate América* han visto afectada su reputación cuando los accionistas de las sociedades por ellos gestionadas han conocido de manera detallada las retribuciones y ventajas que aquellas disfrutaban<sup>21</sup>. Igual reacción mereció el conocimiento de las cantidades pactadas en concepto de indemnización, blindaje o compensación para quienes aceptaban abandonar su posición en la sociedad. Resulta difícil encontrar algún mercado europeo en el que no se haya registrado algún conflicto de esta o similar naturaleza.

Mayor intensidad tuvieron los conflictos que por esos mismos motivos terminaron en la instrucción de procedimientos penales, en donde el reproche derivado de la satisfacción de determinadas cantidades por ese mismo concepto ha alcanzado el máximo rigor en cuanto a las sanciones propuestas para sus responsables. Personas especialmente emblemáticas del mundo económico se han visto abocadas a

---

<sup>19</sup> V. TUSQUETS TRÍAS DE BES, F., *La remuneración de los administradores de las sociedades mercantiles de capital*, Madrid (1998), pp. 47-48.

<sup>20</sup> V. el documento elaborado por el Círculo de Empresarios de fecha 14 de noviembre de 2002, *El Gobierno de las Sociedades Cotizadas*, pp. 2 y 3 (puede consultarse en <http://www.circulodeempresarios.org>), donde se refiere a escándalos financieros y FERNÁNDEZ ARMESTO, J., "La reforma de las sociedades cotizadas en España", *La Ley* 6110 (20 de octubre de 2004), p. 2.

<sup>21</sup> V. las referencias con que inician su trabajo, DAINES/NAIR/KORNHAUSER", "The Good, the Bad and the Lucky: CEO pay and skill", Noviembre 2004, pp. 2-3 (este trabajo puede consultarse en [http://repositories.cdlib.org/berkeley\\_law\\_econ/Fall2004/13](http://repositories.cdlib.org/berkeley_law_econ/Fall2004/13)).

procedimientos penales a partir de esas prácticas. En la mayoría de esos casos se ha podido establecer uno de los presupuestos de los que parte la Recomendación que reseñamos: la retribución es uno de los ámbitos paradigmáticos para la aparición de conflictos de interés entre los administradores y la sociedad [v. su considerando (2)]. Conflicto que en ocasiones no es directo –el administrador no percibe una ventaja patrimonial a costa de la sociedad- sino que persigue una ventaja indirecta. El supuesto más claro de esto último es el de las indemnizaciones que se satisfacen como parte de convenios con administradores que abandonan sus cargos, favoreciendo esta marcha los intereses de los administradores que permanecen o de terceros vinculados con algunos de ellos.

Desde un punto de vista general, no creemos que resulte errado atribuir el origen de esas situaciones conflictivas a dos circunstancias: la cuantía de los pagos o compromisos vinculados con esas retribuciones y, sobre todo, los procedimientos de decisión e información de acuerdo con los que se convinieron. Lo primero es cuestión que, a pesar de su importancia económica o sociológica, no creemos que recabe una especial respuesta desde un punto de vista estrictamente jurídico. Puede sorprender o escandalizar alguno de esos pagos o la variedad de prestaciones de las que se hace beneficiario a un responsable corporativo, pero no creemos que sea función de la norma determinar el *quantum* de la retribución de los administradores o directivos de las grandes corporaciones. Lo que sí admite un tratamiento legislativo es el procedimiento conforme al cual puede obligarse a la sociedad para con sus gestores en las materias y momentos varios que contempla el capítulo de su retribución<sup>22</sup>.

---

<sup>22</sup> V. *infra* 4.

Es esa la razón de que una de las materias *típicas* del buen gobierno corporativo ha venido siendo la revisión de las prácticas hasta ahora desarrolladas en materia de retribución de administradores. Se trata de una tendencia que trataba de solventar, por medio de códigos de conducta de aceptación generalizada, la insatisfacción derivada de la ausencia de reglas legislativas precisas en materia de retribución. El legislador societario ha mantenido tradicionalmente una orientación especialmente respetuosa hacia la autonomía estatutaria y las específicas prácticas de cada sociedad a la hora de precisar la retribución de sus administradores. Como es sabido, el art. 130 LSA mantiene un limitadísimo contenido, pues exige que la retribución de los administradores tenga una cobertura estatutaria y condiciona la modalidad consistente en la participación en beneficios a la previa satisfacción de un determinado dividendo a favor de los accionistas. Primacía estatutaria que se vio modificada parcialmente por el párrafo segundo del precepto que se limita a la retribución por medio de la entrega de acciones u opciones sobre éstas, que constituye una norma especial: por su objeto y por los motivos que impulsaron su incorporación<sup>23</sup>, estrechamente vinculados con las tensiones referidas a una determinada e importante sociedad.

En nuestra opinión, la aplicación de la Recomendación o las medidas complementarias que en el futuro se puedan proponer no deben provocar un cambio en esa situación. La retribución no justifica una intervención normativa sobre su determinación, sino con relación a su conocimiento por los accionistas, tal y como indicó la Comisión Europea al presentar la Recomendación. La vía utilizada, sin embargo, no atenúa la

---

<sup>23</sup> Producida a través de la disposición adicional 19ª de la Ley 55/1999, de 29 de diciembre, de medidas fiscales, administrativas y del orden social.



postura a favor de "tomarse en serio" el buen gobierno corporativo y, dentro de éste, la cuestión de la retribución de los administradores<sup>24</sup>.

## *2.2 La Recomendación como un primer paso.*

Pocos reproches puede merecer que la Comisión Europea haya optado por, de acuerdo con la sugerencia del Informe Winter, utilizar la vía de la Recomendación como inicial cauce a través del que proponer la armonización en materia de retribución. Es una opción que debe ser elogiada si se piensa que sirve a una pretensión de armonización gradual y en la que la diversidad de regímenes normativos existentes y la disparidad de la estructura y realidad de los mercados de valores europeos dificultan soluciones rígidas en materia de gobierno corporativo. Los términos de la Recomendación son suficientemente precisos en sus puntos fundamentales, como para dejar en lo demás un margen amplio a la iniciativa de cada uno de los Estados miembros. Estos son sus destinatarios, pero con seguridad se ha valorado por la Comisión que la Recomendación se dirige a las sociedades cotizadas como las protagonistas de la puesta en práctica de las medidas recomendadas que, a su vez, implican una reducción del grado de libertad existente hasta ahora en ese tema.

A pesar de lo dicho, es previsible que quienes consideren que el gobierno corporativo reclama soluciones legislativas critiquen la solución adoptada por su tibieza mientras que, por el contrario, quienes reivindicaban, por encima de cualquier intervención normativa, que la retribución de los administradores es materia que debe quedar en manos

---

<sup>24</sup> Adaptando el título del trabajo de BAUMS, T./SCHOTT, K.E., "Taking Shareholder Protection Seriously? Corporate Governance in the United States and Germany", Noviembre 2003. Stanford Law and Economics Olin Working Paper N° 272; ECGI - Law Working Paper No. 17/2003. <http://ssrn.com/abstract=473185>, pp. 19 y 39-40.

de la libertad de las sociedades y sus accionistas (integrándola en el genérico concepto de autorregulación), consideren la Recomendación como un paso en la dirección equivocada. Posiciones ambas que, en nuestra opinión, tienden a exacerbar de manera parcial sólo algunos de los intereses vinculados con el tema. Ni los intereses públicos pueden justificar una determinación legislativa plena de la retribución de los administradores, ni puede pretenderse que esa misma determinación quede confiada íntegramente a la autonomía estatutaria, pretextando que es cuestión inserta en la relación interna entre la sociedad y sus gestores<sup>25</sup>.

A pesar del respeto a la autonomía de los Estados miembros a la hora de incorporar en la forma que consideren más oportuna la Recomendación que nos ocupa, no se equivocarán quienes consideren que la Comisión Europea ejercerá sus facultades si los resultados alcanzados no son satisfactorios. En su apartado final, la Comisión hace expresa reserva de su intención de supervisar de manera atenta el panorama posterior a la adaptación de la Recomendación y, eventualmente, de su facultad de proponer otras medidas. Habrá quien considere que ésta no pasa de ser una fórmula de estilo típica de las Recomendaciones europeas y que la construcción del ordenamiento europeo ha ofrecido ejemplos varios de Recomendaciones inadecuadamente atendidas por los Estados miembros y que, sin embargo, no se vieron completadas por medida adicional alguna. No creemos, a pesar del fundamento de tales objeciones, que tal suceda en este caso. La existencia de un adecuado régimen legal en materia de gobierno corporativo ha sido ya proclamada como un elemento esencial para el prestigio y desarrollo de los mercados europeos frente a sus competidores internacionales. Es revelador, en ese sentido, el plazo relativamente breve de adaptación de la Recomendación (apenas año y

---

<sup>25</sup> V. *infra* 4, donde desarrollamos esa idea.

medio desde su presentación), que expresa inequívocamente que se está atendiendo a un objetivo de política legislativa de urgente realización: asegurar los intereses generales vinculados con la confianza colectiva en las empresas y en los mercados de valores.

### **3. LA CORRECTA RETRIBUCIÓN Y EL BUEN GOBIERNO CORPORATIVO.**

#### *3.1 La transparencia como factor de confianza: la confianza como resultado de la transparencia.*

Desde sus primeras líneas, la Comisión Europea ha dejado expresada su posición: la Recomendación es una medida inserta en el objetivo general favorable al establecimiento de un buen gobierno corporativo europeo. Objetivo que en materia de retribución de administradores pasa por el establecimiento en los Estados Miembros de un régimen legislativo adecuado a los principios y orientaciones que luego formula y que se orientan en una doble dirección: el fortalecimiento de los derechos de los accionistas y la modernización del consejo de administración. Criterios ambos que no son precisos por cuanto aparecerán enunciados en cualquier otra medida que, bajo la invocación del buen gobierno corporativo, pueda adoptarse<sup>26</sup>, pero cuya enunciación no debe desdeñarse a pesar de su carácter genérico. Porque esa inicial indicación nos alerta sobre dos variables presentes en esta materia: (i) la existencia de derechos de los accionistas, de naturaleza esencialmente *política* (informativos y decisorios) que deben ser respetados<sup>27</sup>, y (ii) la

---

<sup>26</sup> El referente más próximo lo encontramos en los considerandos de la coetánea Recomendación sobre consejeros independientes o no ejecutivos.

<sup>27</sup> Prácticamente coincidiendo con la presentación de la Recomendación que comentamos, la comisión sometió a consulta pública un documento titulado *Fostering an appropriate regime for shareholders' rights*, de fecha 16 de septiembre de 2004 (puede

integración de los acuerdos e informaciones en materia de información en el ámbito de las competencias propias del órgano de administración.

Sin duda, con ello se persigue que las distintas sociedades afectadas mejoren su funcionamiento en esta materia, pero el establecimiento de un nuevo ordenamiento retributivo que afecte a las sociedades cotizadas está llamado a lograr otros fines igualmente esenciales. La confianza de los inversores y la seguridad jurídica van a verse fortalecidas por la puesta en práctica de las medidas normativas que enuncia la Recomendación. La existencia de conflictos o escándalos por todos conocidos y antes apuntados<sup>28</sup> han tenido un efecto injusto allí donde ha motivado una cultura de la sospecha que perjudica a aquellas sociedades y administradores que no merecen reproche alguno en cuanto a la forma en que han procedido en la fijación de las cuantías y conceptos de las retribuciones. Por otro lado, la existencia de una regulación en esta materia va a otorgar a los consejos de administración y a sus órganos delegados una seguridad en cuanto a la licitud de sus actos y alejará el temor a ser objeto de iniciativas de accionistas o terceros a partir de fundamentaciones jurídicas que, más allá de las circunstancias concretas de cada caso, no se entienden con claridad por los mercados.

La solución informativa que implica la Recomendación expresa una vinculación entre dos conceptos que no puede ser cuestionada: en materia de retribución, la transparencia corporativa va a repercutir en la confianza de los inversores. Esta relación la recuerda la Recomendación<sup>29</sup> y esa indicación es un acierto, porque siendo evidente que puede predicarse de

---

consultarse dicho documento en [http:// europa.eu.int/ comm/ internal\\_market/company/docs/shareholders/ consultation \\_en. pdf](http://europa.eu.int/comm/internal_market/company/docs/shareholders/consultation_en.pdf)), del que se indica que constituye el germen de una futura Directiva sobre derechos de los accionistas.

<sup>28</sup> V. *supra* 2.1.

<sup>29</sup> V. su Considerando (3).

muchos otros aspectos del funcionamiento de las sociedades cotizadas<sup>30</sup>, no deja de serlo que en pocos ámbitos su efectividad puede alcanzar tan alto grado como en lo relativo a la retribución de los administradores.

En la relación entre los administradores y los accionistas, la información es una ventaja y un deber de los administradores, que al hilo de la gestión societaria, conocen todo tipo de circunstancias susceptibles de afectar a la marcha de la sociedad y a su patrimonio. No son pocos los preceptos legales que se encargan de determinar cuándo y cómo deben los administradores poner en conocimiento de los accionistas esa información (en especial a través de las cuentas anuales). Por otro lado, los deberes informativos derivados de la legislación en materia de mercados de valores encomiendan esa responsabilidad a los administradores sólo de manera indirecta: la obligada es la propia sociedad y los beneficiarios son el mercado y los inversores (cfr. art. 82.1 y 2 LMV). Unas y otras disposiciones han determinado en los últimos años una considerable carga informativa para las sociedades cotizadas, que aprovechan esa circunstancia para denunciar los costes económicos y las limitaciones organizativas que comportan muchas de las medidas tradicionales del gobierno corporativo<sup>31</sup>. Objeciones que en la materia que nos ocupa tienen

---

<sup>30</sup> V., por todos, FOX, M.B./ARBOR, A., "Required Disclosure and Corporate Governance", en AA.VV., *Comparative Corporate Governance*, (dirs. Hopt y otros), Nueva York (1998), p. 705 y ss.

<sup>31</sup> Esas denuncias no están siempre fundamentadas en el deber informativo exigido por las recientes disposiciones adoptadas en el ordenamiento español, sino que se realizan a partir de las quejas que en otros mercados han motivado modificaciones regulatorias más exigentes. El ejemplo típico es el que depara la aplicación de la Ley Sarbanes-Oxley: v. , la reciente noticia "El Presidente de BT amenaza con dejar la bolsa EEUU por los costes", *Expansión*, 23 de noviembre de 2004, p. 17. Frente a esa genérica objeción que se basa en los costes de las nuevas medidas, ha de compartirse la opinión ponderada de quienes recuerdan que, en lo relativo a los deberes informativos, su coste es modesto y sus consecuencias benéficas y que la carga de probar sus aspectos efectivamente perjudiciales recae sobre sus críticos: v. CLARK, R., "Corporate Governance Changes in the Wake of the Sarbanes-Oxley Act: A Morality Tale for Policymakers Too", *Noviembre 2004*, p. 21.

escasa consistencia. La información que se debe publicar es precisa, pero de importancia fundamental. A la vista de la variedad y cantidad de informaciones y noticias –desde luego de mucha menor trascendencia que la de cuánto ganan sus administradores- no se advierte qué coste conlleva la difusión de esa información para la sociedad.

Como ya dejamos indicado, en pocos temas como el que nos ocupa puede dudarse acerca de la oportunidad de un régimen informativo preciso<sup>32</sup>. Sin duda, los accionistas confiarán en aquellos administradores que revelan su régimen retributivo no porque les digan cuánto ganan, sino porque al hacerlo expresan la seguridad de sus merecimientos y esa información facilita a los accionistas evaluar la actuación de los gestores de una manera adecuada. Conocer la retribución es hacer lo propio con la capacidad y el rendimiento de cada uno de los administradores. Sólo la previa comunicación de los criterios que configuran y condicionan esa retribución permite valorar ciertos acuerdos de los administradores. Por ejemplo, conocer en qué medida los directivos participan de programas sobre acciones permitirá a los accionistas enjuiciar una política empresarial orientada al mantenimiento o al alza de la cotización bursátil. En otro caso, conocer el monto total de la retribución es igualmente decisivo cuando se valora la opinión de un administrador manifestada ante la posibilidad de perder su posición (cual sucede en el informe sobre una OPA). La lealtad de los administradores como expresión de primacía del interés social, de ausencia de conflictos de interés o de su resolución a favor de los intereses de la sociedad, la podrán advertir los accionistas en gran parte a partir de la información de que dispongan sobre cómo se

---

<sup>32</sup> La transparencia como valor jurídico lleva a exigir de las sociedades que se comporten como "*glass houses*" frente a sus accionistas e inversores: v. HEBERT, S., "Corporate Governance French Style", *The JBL*, noviembre (2004), p. 665.

retribuye a sus administradores. Recordemos algo que la Recomendación destaca: la información es un instrumento que a los accionistas debe permitir expresar sus puntos de vista. En definitiva, la transparencia se integra en la finalidad esencial de control de los administradores por los accionistas<sup>33</sup>.

La confianza provocada por esa transparencia alcanza a los accionistas, pero también a los administradores. Los primeros cuentan con una ventaja consistente en poder valorar en qué medida los acuerdos de los administradores inciden sobre la sociedad y, también y eventualmente, sobre los intereses particulares de aquellos. Para los segundos, la transparencia retributiva tiene efectos no menos positivos. El administrador que ha comparecido ante sus accionistas y recibido el respaldo de éstos a su propuesta de retribución específica se ha sometido a una evaluación que, en el funcionamiento interno y externo de la sociedad, refuerza su autoridad y reputación. No olvidemos que el propio órgano de administración es quien propone su retribución, lo que implica una afirmación propia de confianza en el valor cierto de su contribución a la marcha de la sociedad.

### *3.2 La retribución de los administradores como asignatura pendiente del gobierno corporativo.*

La Recomendación supone un cambio significativo sobre la realidad existente, al menos con respecto a los mercados españoles. El cambio radica, en particular, en el contenido de la información que se debe de

---

<sup>33</sup> Coincide esa orientación con la que ha quedado plasmada en los OECD Principles 2004, p. 22, que incluye la "*remuneration policy for members of the board and key executives*" entre la información mínima que exige el buen gobierno corporativo: v. SCHNEIDER, U. H., "Die Revisión der OECD Principles of Corporate Governance 2004", AG 8 (2004), p. 432.

facilitar, que supone un cambio profundo con respecto a lo que hasta ahora requería la legislación societaria y del mercado de valores. Además, una materia que permanecerá prácticamente en su totalidad en poder de los administradores, se desplaza ahora al ámbito de decisión de los accionistas, sin cuyo consentimiento no pueden ponerse en práctica algunos aspectos retributivos. Ante esta evidencia cabe preguntarse acerca de las causas que conducen a proponer una modificación de tal calado, que va a suponer la incorporación inmediata de medidas que en otros Estados se han adoptado de manera progresiva y a lo largo de decenios<sup>34</sup>.

La primera razón ya la hemos explicado. Sólo una información completa en esta materia puede servir como elemento de confianza en el buen funcionamiento de las sociedades y, por extensión, de los mercados en que cotizan sus valores. Una segunda razón de la iniciativa plasmada en la Recomendación puede radicar en la falta de resultados que en cuanto a la transparencia retributiva han acarreado las distintas iniciativas en materia de buen gobierno. Desde el punto de vista normativo y con respecto al mercado español, la proliferación de disposiciones de diverso rango que afectaban a la retribución de los administradores se habían limitado a los aspectos procedimentales y formales, consintiendo una situación en la que conocer lo que cada administrador percibía no resultaba obligado. Situación que, en su mayor medida, obedecía a una opción legislativa determinada, puesto que no faltaban llamadas de atención sobre la necesidad de avanzar en un mayor grado de transparencia retributiva.

---

<sup>34</sup> V. la referencia que a la evolución del ordenamiento británico hace DAVIES, P., "Post-Enron Developments in the United Kingdom", en AA.VV., *Reforming Company and Takeover Law in Europe* (dirs. Ferrarini/Hopt/Winter/Wymeersch), Oxford (2004), p. 212 y ss.



Así, en el Informe Olivencia<sup>35</sup>, la retribución del consejero se trató subrayando que era un "tema de capital importancia" que "constituye una legítima preocupación de los accionistas" y en el que "queda un largo trecho por recorrer"<sup>36</sup>. No faltó una expresa recomendación a favor de la "máxima transparencia" entendida como una información en línea con la que ahora propone la Recomendación comunitaria<sup>37</sup>. Sin embargo, el posterior Informe Aldama<sup>38</sup> se mostró menos tajante a la hora de formular sus recomendaciones en este asunto. Sin perjuicio de contemplar los distintos tipos de retribución, y de haber constatado un ritmo lento en la implantación de las recomendaciones del Informe Olivencia, sus propuestas estaban plagadas de matizaciones. Por ejemplo, se decía que en cuanto a los consejeros ejecutivos, su remuneración como consejeros debería recogerse en la memoria de manera individualizada, mientras que la retribución percibida en calidad de directivos (en esencia a través de los

---

<sup>35</sup> Comisión Especial para el Estudio de un Código Ético de los Consejos de Administración de las Sociedades, *El Gobierno de las Sociedades*, Madrid, febrero de 1998, p. 67.

<sup>36</sup> V. Informe Olivencia, p. 42.

<sup>37</sup> Recomendaba el Informe Olivencia: "Por ello, la Comisión recomienda que la política de información de las retribuciones de los consejeros se inspire en el principio de máxima transparencia.

La aplicación de este principio exige avanzar lo más rápido posible desde la situación actual hasta la más completa y detallada información sobre las retribuciones de los consejeros, lo que supone individualizarla para cada uno de éstos y pormenorizarla por conceptos, tanto los que corresponden a su condición de miembros del Consejo (retribuciones fijas, dietas, participación en beneficios, bonus, incentivos, pensiones, seguros, pagos en especie u otros) como los que, además de éstos, determinen remuneraciones a cargo de la sociedad por otras relaciones jurídicas (servicios profesionales, cargos de dirección o ejecutivos)"; p. 44 y la recomendación 15 (p. 65). V. JUSTE MENCÍA, J., "Retribución de Consejeros", en AA.VV., *El gobierno de las sociedades cotizadas*, pp. 534 y 535 y ÁLVAREZ-VALDÉS, M., "Los códigos de buen gobierno de las sociedades. El cumplimiento de las recomendaciones del Informe Olivencia", en AA.VV., *Derecho de sociedades. Estudios Homenaje al Profesor Fernando Sánchez Calero t. II*, Madrid (2002), p. 2553-2554.

<sup>38</sup> Informe de la Comisión Especial para el Fomento de la Transparencia y Seguridad en los Mercados y en las Sociedades Cotizadas, Madrid enero de 2003, 49 pp.

contratos laborales de alta dirección), debería publicarse sin mención individualizada y en un apartado específico del informe anual. Otro ejemplo es el relativo a las cláusulas de blindaje: tras optar por la *autorregulación*, se estimó necesario que cualquier contrato cuente con la aprobación formal del consejo de administración<sup>39</sup>.

Por lo tanto, se advierte cómo la tradición hacia la opacidad que denunciaba el Informe Olivencia ha permanecido entre nosotros hasta fechas muy recientes. La mayoría de las sociedades cotizadas no han informado a sus accionistas cuál era la retribución percibida por cada uno de los consejeros y se limitaban a cumplir con los deberes legales que, como se ha expuesto, no pasaban de imponer la inclusión en las cuentas anuales de datos globales (v. las indicaciones duodécima y decimotercera que el art. 200 LSA exige en la Memoria), de nulo valor informativo cuando de lo que se trata es de establecer si la retribución de cada administrador se ajusta a su actividad a favor de la sociedad<sup>40</sup>.

Las disposiciones que en materia de buen gobierno y transparencia societaria se han adoptado desde entonces entre nosotros tampoco han provocado un cambio en la situación descrita en dichos Informes. La Ley de Transparencia introdujo el informe anual de gobierno corporativo como un nuevo instrumento informativo, en el que, entre otras indicaciones mínimas, debería figurar la identidad y remuneración de los administradores, lo que permitía, sin duda, una información individualizada de la retribución de administradores<sup>41</sup>. Sin embargo, en su

---

<sup>39</sup> Informe Aldama, p. 40.

<sup>40</sup> V. el análisis comparativo realizado por *Expansión*, 28 de julio 2004, de los distintos sistemas de retribución y cuantías percibidas por los administradores de las compañías del Ibex 35, donde se refleja la tendencia a informar sobre la remuneración de sus administradores de forma individualizada y por cada concepto retributivo debido a la necesidad de recuperar la confianza de los inversores tras los escándalos empresariales.

<sup>41</sup> Como recuerda FERNÁNDEZ ARMESTO, J., *La Ley*, p. 3.

desarrollo reglamentario se favoreció la tendencia a la opacidad, puesto que se exigía la inclusión, en todo caso, de "*la remuneración global del consejo de administración*"<sup>42</sup>.

Mención adicional merecen las medidas que, partiendo de la prevención frente a las operaciones vinculadas como fuente de conflictos de interés lesivos para el interés social, también se proyectan sobre la retribución de los administradores. La preocupación por esas operaciones motivó una innovación de la legislación informativa aplicable a las sociedades cotizadas, mediante la adición en el art. 35 LMV de un último párrafo<sup>43</sup> que habilitaba para la delimitación reglamentaria de tales operaciones y de la información relativa a las mismas de obligada presentación<sup>44</sup>. Se trata de una información de prioridad semestral y que no dispensa de informar sobre esas mismas operaciones en el informe anual de gobierno corporativo, en la que es relevante la consideración "*en cualquier caso ... como partes vinculadas*" de los administradores y directivos de la sociedad [apartado segundo, 2, d) de la Orden EHA/3050/2004]. Por lo que se refiere al ámbito objetivo de ese régimen, surgen dudas sobre si, como se contempla en el citado reglamento (v. su apartado tercero, 2), la

---

<sup>42</sup> V. Orden ECO/3722/2003, de 26 de diciembre, sobre el Informe anual de gobierno corporativo y otros instrumentos de información de las sociedades anónimas cotizadas y otras entidades (BOE de 8 de enero de 2004) y Circular 1/2004, de 17 de marzo de la CNMV (BOE de 29 de marzo) y las diversas referencias que contiene con respecto "*a la remuneración agregada de los consejeros*"; v. una referencia a la indicada Orden en PUYOL, B., RDBB 93 (2004), pp. 296 y ss.

<sup>43</sup> Introducido por el art. 37 de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de la Reforma del Sistema Financiero; v. FERNÁNDEZ DE ARAOZ, A., "Las normas de conducta", en AA.VV., *Comentario a la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero*, (coords. SÁNCHEZ CALERO, F./SÁNCHEZ-CALERO, J.), Cizur Menor (2003), pp. 183-184.

<sup>44</sup> Hasta la fecha, se ha promulgado la Orden EHA/3050/2004, de 15 de septiembre, sobre la información de las operaciones vinculadas que deben suministrar las sociedades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales (BOE de 27 de septiembre de 2004).

retribución de los administradores es una operación vinculada. Probablemente, lo que preocupaba al legislador es someter a un régimen de especial transparencia estas operaciones, estableciendo un concepto muy amplio. Creemos, sin embargo, que ese loable propósito puede, a la larga, provocar una cierta confusión. En especial, por ubicar la información de un hecho ordinario y de naturaleza especial (la retribución mercantil) de los administradores) en un régimen previsto para operaciones extraordinarias, sea por su objeto, o por implicar a personas físicas o jurídicas que, siendo ajenas a la estructura de la sociedad, tienen una relación especial con sus accionistas o administradores. Mas la objeción principal que fomenta esta situación es la de ubicar la información sobre una misma materia, la remuneración de los administradores, en distintos documentos, que además tienen un alcance muy amplio, cuando lo correcto entendemos que debe ser sintetizar toda la información en esa materia en un lugar específico, bien en el seno de las cuentas anuales, o bien en un informe complementario a las mismas. Cuestión distinta será que, en el futuro, los otros documentos informativos se remita al mismo o lo reproduzcan en todo o en parte.

De esta forma, que queda justificada la consideración acerca de la innovación que el régimen de la retribución de los administradores va a registrar en nuestro ordenamiento a partir del impulso de la Recomendación. Nuestros mercados y legisladores se han mostrado tolerantes hacia una opacidad informativa en esta materia, que bien es cierto que ha sido desafiada por aquellas sociedades cotizadas españolas que, con pleno acierto, han optado voluntariamente por facilitar más información que la que legalmente les venía exigida, decisión que probablemente viniera recomendada por la anormalidad que podría suponer no poner a disposición de los mercados españoles datos que esas mismas sociedades venían revelando en otros mercados en los que la

legislación así lo requería. O quizás, es el ejemplo de otras sociedades el que fomenta esa competición hacia la transparencia<sup>45</sup>. En todo caso, esa elogiada práctica informativa pone en cuestión la postura de quiénes, al tiempo que invocan la oportunidad de la autorregulación, nada hacen de manera voluntaria, y nada aceptan hacer en tanto no lo exija la ley<sup>46</sup>. Postura que tergiversa ese concepto y lo convierte en excusa de un inmovilismo empresarial, olvidando que la autorregulación supone, ante todo, el reconocimiento del poder creador de normas que se reconoce a la autonomía de la voluntad<sup>47</sup>.

En la información societaria, resulta obvio que las empresas son libres para ir más allá, incluso mucho más allá, de lo legalmente ordenado. La transparencia no puede ser entendida únicamente como un valor jurídico de contenido tasado. Es también un factor de competencia dentro de los mercados de valores y así lo han advertido determinadas entidades que han hecho de contar al mercado más de lo que deben, su elemento diferenciador. Además, en lo tocante a la retribución de los administradores, admitir que ciertos datos constituyen información en un sentido propio implica un notable voluntarismo. La información a los accionistas implica, en esencia, que éstos conozcan un determinado hecho.

---

<sup>45</sup> Sería un supuesto ejemplificador de la fuerza de la competencia que entre sociedades y modelos de gobierno corporativo se plantea a partir de su coincidencia en determinados mercados de valores.; v., HANSMANN, H./KRAAKMAN, R., "The end of history for corporate Law", en AA.VV., *Convergence and Persistence in Corporate Governance* (dirs. Gordon J./Roe, M.), Cambridge (2004), p. 46 y ss.

<sup>46</sup> El fenómeno se observa en España pero también en otros Estados europeos. Así, se propone en Alemania una concreta medida legislativa en materia de transparencia de la retribución como "*reacción del legislador*" ante la desatención por parte de la mayoría de las empresas alemanas del *Deutschen Corporate Governance Kodex*; v. BAUMS, "Vorschlag eines Gesetzes zur Verbesserung der Transparenz von Vorstandsvergütungen", ZIP 40 (2004), p. 1877.

<sup>47</sup> Sobre el tema, v. la reciente contribución de DE LA CUESTA RUTE, J.M., "Algunas reflexiones sobre el fenómeno de la autorregulación", RDBB 94 (2004), pp. 88-90.

No es información aquella que, titulándose como tal, no facilita a los accionistas el conocimiento de lo satisfecho o comprometido con sus administradores. Esa ineficacia informativa se advierte, por ejemplo, en las menciones que la memoria dedica a este tema. Lejos de suponer una información transparente, se han convertido en la expresión de la tradicional opacidad denunciada en el Informe Olivencia. Opacidad que no es responsabilidad exclusiva del legislador inmóvil<sup>48</sup>, sino ante todo de las propias empresas que convierten el contenido del deber legal de informar en el infranqueable límite de lo que, en definitiva, comunican a sus accionistas y a los mercados. En materia de transparencia las graduaciones son cuestionables. Así lo evidencia que se diga que en materia de retribución se debe ir hacia una máxima transparencia y que así se conozca la retribución de cada directivo o administrador. ¿Acaso no es esa información lo mínimo que se debe de comunicar?.

#### **4. LO PÚBLICO Y LO PRIVADO EN MATERIA DE RETRIBUCIÓN DE ADMINISTRADORES.**

##### *4.1 La publicidad de las retribuciones y el interés por la confianza.*

El análisis de la Recomendación provoca, junto a otras reflexiones de diverso alcance, la de cuál es el papel del legislador en relación con la retribución de los administradores y directivos de las sociedades cotizadas. Plantear esta cuestión viene provocado por las críticas que con frecuencia se hacen en situaciones concretas cuando aflora alguno de los

---

<sup>48</sup> Contrasta la falta de actuación del legislador español con la inmediata reacción que se observa en otros ordenamientos, en los que, las propuestas de los Códigos de Buen Gobierno en materia de retribución de directivos dieron paso a una exigencia legal de máxima y genuina transparencia: v. la exposición sobre el caso francés y la adopción de la Ley sobre Nuevas Regulación Económicas de 2001, en HEBERT, *The JBL*, noviembre (2004), p. 669.

conflictos paradigmáticos en esta materia. Dos suelen ser los destinatarios de los reproches que motiva la existencia de retribuciones injustificadas o, sencillamente, escandalosas por su cuantía: las autoridades supervisoras y las normas aplicables.

A esos reproches se suele responder con lo que podemos calificar como "*histeria legislativa*". Se promulgan nuevas disposiciones alegando que la falta de las mismas o las deficiencias de las anteriores fueron las causantes de tales conflictos. Con ello, de paso, se atenúan también las críticas hacia los supervisores, que siempre pueden escudarse en los defectos o vacíos legislativos para hacer frente a sus críticos. El segundo párrafo del art. 130 LSA es un buen ejemplo de esa mala práctica consistente en legislar a partir de un caso concreto. Dejemos claro que esta crítica no se refiere tanto a la conveniencia de abordar la retribución a través de acciones, opciones sobre éstas u otros derechos de adquisición de las mismas, como que esa iniciativa se adoptó a partir de un concreto supuesto y con las consabidas urgencias legislativas. El criterio de oportunidad desplaza cualquier otro.

Una aproximación correcta en el plano sistemático a la retribución de los administradores no debe ocupar al legislador ni en lo tocante a las modalidades retributivas, ni menos aún en cuanto a su importe o condiciones. Las normas mercantiles deben limitarse a establecer los requisitos de aprobación de la retribución y la forma en la que los accionistas y mercados de valores tengan conocimiento de ella. Esta solución creemos que combina adecuadamente la tutela de los intereses públicos que puedan verse afectados por la materia que analizamos con la defensa de los intereses particulares de cada una de las sociedades cotizadas.

Desde un punto de vista público, no es dudoso que la sucesión de procedimientos, escándalos, noticias o incidentes motivados por una

excesiva retribución de los administradores ha contagiado el principio esencial de la transparencia de los mercados de valores. Se ha generado una lógica y peligrosa desconfianza, al advertir cómo unos pocos resultaban extraordinariamente privilegiados a partir de su posición privilegiada en sociedades bursátiles sin que, al propio tiempo, los accionistas se beneficiaran de igual manera de las ventajas patrimoniales percibidas por los administradores o, sencillamente, constatando que existía una manifiesta desproporción entre la retribución y la prestación desarrollada por el administrador. Pero esa crisis de confianza tiene siempre un denominador común: la falta de información que motiva la sorpresa e indignación de los accionistas, de los supervisores o de la sociedad en conjunto cuando adquieren conocimiento de las ganancias satisfechas o comprometidas con el administrador. Ninguna de las disposiciones que regulan la información societaria permitía conocer los términos de tal retribución. Por lo tanto, lo que debe de hacerse para, a través de la información en este punto devolver la confianza a los mercados es, sencillamente, facilitar toda la información sobre la retribución comprometida con cada uno de los administradores o ejecutivos.

#### *4.2 La libertad retributiva como principio de no intervención.*

La gravedad de algunas crisis puede llevar a plantear la fácil y poco imaginativa solución consistente en la intervención legislativa conducente a establecer límites a la retribución de los administradores de sociedades cotizadas<sup>49</sup>. Es una solución que puede entenderse desde una óptica

---

<sup>49</sup> A la cuestión se refiere, con mención de partidarios de la solución restrictiva, FERNÁNDEZ-ARMESTO, *La Ley 6110* (20 de octubre de 2004), p. 4.



sociológica o política. En esos casos es muy difícil ver más allá de la imagen de directivos para los que ser despedidos de su empresa o abandonar ésta por no contar con la confianza de los nuevos titulares del control de la sociedad implica la paradoja de su súbita conversión en millonarios: nunca el fracaso estuvo tan bien retribuido<sup>50</sup>. Pero la indignación o el reproche ante situaciones extremas no se solventa necesariamente por medio de límites legales directos y menos aún con medidas que cuestionan, en nuestra opinión, los principios esenciales de nuestra ordenación económica.

Desde un punto de vista jurídico, limitar la retribución no sólo carece de argumentos a su favor, sino que incluso los encuentra contrarios y de especial importancia. Así, basta con recordar el principio de libertad de empresa para justificar el que siga siendo cada sociedad la que decida el cuánto y el cómo de lo que paga a sus administradores. Ninguna razón jurídica puede apoyar someter este aspecto de la organización empresarial a límites normativos concretos. Menos todavía si se analiza esa posibilidad desde una perspectiva económico-empresarial.

Es indiscutible que la retribución de los administradores de algunas sociedades cotizadas resulta objetivamente muy elevada. Pero no creemos que ese hecho justifique en sí mismo una reacción normativa, ni que su importancia deba ser exacerbada. Llama la atención la apelación que se hace a la moderación de las retribuciones de los administradores, sobre todo cuando se produce desde foros vinculados con los intereses de éstos y de las empresas<sup>51</sup>. La recomendación favorable a una moderación de esa

---

<sup>50</sup> Tomamos la noción de los "*rewards for failure*" del debate vivido en Gran Bretaña: v. referencias legislativas y doctrinales en DAVIES, "Post-Enron Developments", p. 213.

<sup>51</sup> V. Círculo de Empresarios, *El Gobierno de las Sociedades cotizadas*, pp. 12-14. Esta institución se declara partidaria de la moderación en las retribuciones, que vincula con la independencia y motivación de los consejeros y que, en todo caso, supedita al objetivo de "*una información veraz, transparente y lo más completa posible a los mercados en esta materia*".

retribución tiene los valores propios de su vigencia en todos los órdenes de la vida. Siempre será bienvenida una apelación a la prudencia, pero lo que ha de analizarse en profundidad es la razón de esa pretendida moderación. ¿Por qué han de moderarse esas retribuciones? Con esas apelaciones, ¿acaso se está aceptando con carácter general que las retribuciones actuales no están justificadas?

La respuesta a ambas cuestiones y a otras similares que se puedan hacer no está en fijarse aisladamente en el monto de esa retribución, sino en poner esa retribución en relación con el rendimiento de los administradores y en someterla a los principios e instrumentos generales para la defensa del patrimonio social (cfr. art. 115.1 LSA)<sup>52</sup>. Esa relación cuenta ya con expresiones legislativas especialmente significativas<sup>53</sup> y aparece recogida en no pocos Informes y Códigos en materia de buen gobierno corporativo<sup>54</sup>. Llegamos así al principio ya enunciado y que creemos esencial en la solución del problema retributivo: la información no debe de servir sólo para que los accionistas sepan lo que gana cada uno de los administradores, sino para que los primeros puedan formarse un juicio adecuado sobre la relación que existe entre la retribución y la labor desarrollada por el administrador, reflejada en la evolución de los resultados y del patrimonio de la sociedad en ese mismo ejercicio<sup>55</sup>. Esa relación con la responsabilidad y el resarcimiento de cada consejero es la

---

<sup>52</sup> V. SCHMIDT, K., *Gesellschaftsrecht*<sup>4</sup>, Colonia (2002), p. 811.

<sup>53</sup> Es el caso del § 87.1 de la Aktiengesetz que evoca FERNÁNDEZ ARMESTO, *La Ley*, p. 4. Entre las aportaciones recientes, v. KÖRNER, "Die Angemessenheit von Vorstandsbezügen in § 87 AktG", NJW 38 (2004), p. 2697 y ss.

<sup>54</sup> V., JUSTE MENCÍA, J., "Retribución de consejeros", p. 526, con amplias referencias documentales y bibliográficas al respecto.

<sup>55</sup> OECD Principles 2004, p. 52; v. FERRARINI, G., "Executive Remuneration and Corporate Governance in the EU", en, AA.VV., *Reforming company and takeover Law in Europe*, p. 278 y ss.

que permitirá, con fundamento, concluir la pertinencia o la desmesura de la retribución propuesta [v. apartado 3.3 (c) de la Recomendación].

La libertad de retribución de los directivos forma parte del principio de libertad de empresa en cuanto es innegablemente otro factor de competencia. Permite retribuir a los consejeros y directivos que, en opinión de sus accionistas, han gestionado la sociedad conforme a los criterios y objetivos previstos y que interesa que continúen al frente de la sociedad porque, realmente y utilizando la terminología al uso, son un valor o un activo para la entidad. Al propio tiempo, autoriza a los administradores invocar esa misma gestión a la hora de obtener una retribución acorde con lo que consideran que merecen en comparación con las retribuciones publicadas por otras sociedades cotizadas de ese mismo sector. El criterio comparativo se ha invocado también en la interpretación de normas legales que consagran el principio de la proporcionalidad<sup>56</sup>, en especial con respecto a empresas multinacionales. La obtención de todos esos beneficios tiene como presupuesto indispensable la información general en esta materia en términos iguales para todas las sociedades cotizadas.

Dicho lo anterior, lo cierto es que las críticas a la remuneración de los consejeros se suelen justificar con carácter general por la ausencia de relación con los servicios efectivamente prestados<sup>57</sup>. La proporcionalidad

---

<sup>56</sup> V., MERTENS, *Kölner Kommentar zum AktG*<sup>2</sup>, Colonia (1996), p. 210 y HEFERMEHL/SPINDLER, *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*<sup>2</sup> (dirs. Kropff/Semler) t. 3, Munich (2004), p. 319 y ss.

<sup>57</sup> En concreto, en nuestro país, aunque según parece hay una tendencia a la moderación, los sueldos de los consejeros en el último ejercicio han subido tres veces más que el beneficio de sus compañías, *Expansión*, 19 de julio de 2004, pp. 1, 3, 4 y 5. En el ámbito internacional, de la ruptura entre retribución y rendimiento en el caso de los ejecutivos se vienen ocupando ampliamente los autores norteamericanos; v., entre una muy abundante literatura que reseñan con detalle, DAINES/NAIR/KORNHAUSER, *The Good, the Bad and the Lucky*, cit., p. 11 y ss. y BEBCHUK/FRIED/WALKER, "Managerial power and extraction in the design of executive compensation", *Chicago Law Review*, vol. 69 (2002), pp. 845-846,

entre la función del consejero y su retribución es algo que va a depender del criterio de los accionistas y que presenta en las sociedades cotizadas importantes matizaciones frente al mismo problema en el caso de sociedades cerradas. En estas últimas no han faltado casos en los que se ha advertido que la retribución de los administradores podía ser considerada como abusiva y contraria al interés social<sup>58</sup>, o que buscaba favorecer de manera injustificada por esa vía al accionista mayoritario o a personas vinculadas con el mismo.

En el caso de las sociedades cotizadas, la proporcionalidad no puede ignorar como factor esencial en el estatuto de los administradores la responsabilidad que esa posición conlleva, como tampoco puede ignorar los resultados de la sociedad y los dividendos percibidos por los accionistas como criterios que también se proyectarán sobre la remuneración de los administradores. Desde esa perspectiva, pueden comprenderse algunas compensaciones a favor sobre todo de los directamente encargados de la gestión social. Nada puede objetarse a retribuciones elevadas que, aun cuando objetivamente puedan ser tildadas incluso como escandalosas, cuentan con el respaldo expreso y previo de los accionistas, que habrán considerado que tal compensación estaba justificada. Ahora bien, eso no implica que la proporcionalidad requerida se fundamente siempre en la existencia de resultados positivos. La

---

donde concluyen la influencia que los propios ejecutivos desarrollan para fijar su retribución.

<sup>58</sup> En la jurisprudencia v. SSTS de 1 de julio de 1963 (R. Ar. 3509), 17 de mayo de 1979 (RJ 1979\1886) y 5 de marzo de 2004 (RJ 2004\1807). V. en este sentido la STS de 5 de marzo de 2004 (RJ 2004\1807) sobre impugnación de acuerdos sociales, que entiende que el acuerdo de fijación de retribución en favor de administradores pertenecientes al grupo mayoritario de accionistas lesiona a la sociedad en beneficio de varios accionistas. Considera que el importe es desorbitado en relación con la función a desarrollar y que se trata de una fórmula fraudulenta o abusiva para la desviación de beneficios sociales en su favor.

retribución del administrador, incluso una retribución objetivamente considerable, puede resultar plenamente adecuada en una situación de dificultad patrimonial, financiera o de pérdidas. De hecho, la capacidad de administrar empresas en crisis y contribuir a su superación se ha convertido en el aval de algunos de los más reputados directivos<sup>59</sup>. Su función debe ser retribuida porque se da esa regla proporcional, a pesar de que los accionistas no reciban de forma directa el beneficio de esa actuación.

## **5. LA INFORMACIÓN REFERIDA A CADA UNO DE LOS CONSEJEROS.**

### *5.1. La información individual como opción ineludible.*

La Recomendación va a imponer que los accionistas e inversores conozcan la retribución de cada uno de los administradores (además de la del primer ejecutivo si no tuviera esa condición). Su punto 5.1 es contundente: ha de informarse en detalle sobre la remuneración total y demás beneficios recibidos por cada uno de los administradores durante el ejercicio precedente. Aquí radica el principal valor innovador de la Recomendación, que en especial con respecto a la legislación y práctica empresariales españolas, supone abandonar una política de opacidad y acoger soluciones que en su día ya habían sido recomendadas con muy poco éxito, sin perjuicio de alguna excepción ciertamente llamativa<sup>60</sup>. De

---

<sup>59</sup> V. HEFERMEHL/SPINDLER, Münchener Kommentar, pp. 321-322.

<sup>60</sup> Sin duda llama la atención que lo que durante largos años se ha planteado y rechazado para las sociedades cotizadas, se impusiera a las cajas de ahorros en los primeros pasos de su configuración como entidades emisoras de valores sometidos a negociación bursátil. Nos referimos a la modificación que para el régimen de las cajas implicó la Ley Financiera y su normativa de desarrollo que establece la obligación de informar de la retribución de los miembros de sus órganos de gobierno con singular detalle: v. SANCHEZ-CALERO GUILARTE, J., "Las modificaciones en el régimen de las cajas de ahorro",

esa situación ha de llegarse a una auténtica transparencia puesto que no se trata sólo de especificar individualmente la retribución percibida por cada administrador, sino además de hacerlo "con detalle" (v. apartado 5.1) lo que implica sobre todo considerar muy variadas formas retributivas o de compensación que hasta ahora no tenían cabida en las menciones legalmente exigidas en esta cuestión, o peor aún, que al ir acompañadas de un desconocimiento por los accionistas, abrían la puerta a actuaciones abusivas o contrarias al interés social.

El criterio adoptado nos parece correcto<sup>61</sup>. No puede hablarse propiamente de información acerca de la retribución de los administradores cuando lo que se recogen son cifras agregadas que, además, son injustas puesto que fomentan la confusión sobre la retribución efectivamente percibida por unos y otros, así como el entendimiento de que existe una paridad retributiva que, en la mayoría de los casos, no existe. Por el contrario, si tal retribución debe permitir a los accionistas manifestar su opinión y decidir lo pertinente en esta materia, no cabe otra solución distinta de la recomendada. Con ella los accionistas pueden valorar en qué medida la actuación de cada administrador se corresponde con la retribución percibida y mantener o revisar, al alza o a la baja, esa retribución. En suma, la información individual permite cumplir el principio de transparencia del que parte la Recomendación.

---

en *Comentario a la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero*, p. 437 y ss.

<sup>61</sup> Así lo proclaman los OECD Principles 2004, p. 52, que la consideran una buena práctica y refleja que se ha convertido en un deber legal en un número creciente de Estados. En el mismo sentido v. "el Código de Buenas Prácticas para los Consejeros y el Consejo" (noviembre 2004), p. 14, elaborado por el Instituto de Consejeros-Administradores, a través de su Comité de Normas Profesionales, que considera que "*El Informe Anual de Gobierno Corporativo deberá reflejar la política de remuneración adoptada y detallar la remuneración individual de cada Consejero*". Puede consultarse en: <http://www.iconsejeros.com>.

Es evidente que se trata de una opción que sugiere varias razones a favor y en contra de su adopción. Si comenzamos por las últimas, algunas tienen singular relevancia. Tal sucede con el derecho a la intimidad de los consejeros y ejecutivos, quienes pueden invocar normas constitucionales (art. 18.1 CE) y ordinarias de protección de la intimidad patrimonial que obstaculizan la publicidad de la retribución<sup>62</sup>. El argumento es conocido y ha aflorado de manera inmediata en otros ordenamientos cuando se ha impuesto la información sobre la retribución individual<sup>63</sup>.

La tutela de la intimidad patrimonial de las personas afectadas debe ceder ante la prevalencia de otros intereses de superior jerarquía<sup>64</sup>. La transparencia de los mercados resulta una exigencia ineludible, en la medida en que de ella depende el correcto funcionamiento de dichos mercados y la tutela de los intereses generales y particulares que en los mismos confluyen. La publicidad en materia de retribución tiene unos beneficiarios principales, que son los propietarios de las sociedades que satisfacen esa retribución. No puede invocarse la intimidad como argumento que posibilita, en realidad, una completa opacidad, de forma que los propietarios de la sociedad sigan ignorando el coste de aquellos a los que han encargado su gestión. La reivindicación de ese derecho no puede convertirse en coartada para mantener un sistema endógeno en materia de retribución: es el propio órgano de administración el que plantea, conoce y decide lo que cobra cada uno de sus componentes.

Por eso la Recomendación repite que la información sobre la retribución individual es un instrumento a favor de los accionistas, porque

---

<sup>62</sup> Consultar la legislación tributaria o laboral.

<sup>63</sup> V., por ejemplo, el precedente francés: HEBERT, *The JBL*, p. 669 y ss.

<sup>64</sup> Así, TUSQUETS TRIAS DE BES, *La remuneración de los administradores de las sociedades mercantiles de capital*, p. 206 y ss.

está vinculada con la competencia de éstos de censura de la gestión social (art. 95 LSA). Si como hemos subrayado, la transparencia de la retribución sirve para evaluar la actuación de los administradores, rechazar la información individual de este aspecto es tanto como entorpecer en su conjunto el control por los accionistas de la actividad de cada uno de sus administradores.

El Informe Winter recoge y rechaza el criterio de quienes consideran que la información individual en materia de retribución va a comportar necesariamente un incremento de esta última, como consecuencia de la tendencia humana a comparar y equiparar los ingresos propios con los de los competidores<sup>65</sup>. Tal rechazo debe compartirse, por afectar a un argumento sumamente débil. Encubre la idea según la cual son los administradores quienes realizan y resuelven esa comparación, despreciando el papel de los accionistas. Además, acepta sólo los efectos alcistas de la comparación, probablemente porque, como reserva a los administradores el exclusivo poder de decisión en esta materia, piensa que éstos solo utilizarán la información comparativa en su favor. En realidad, una transparencia completa de la retribución de los administradores en las sociedades cotizadas europeas comportará alteraciones retributivas en ambos sentidos: servirá para, con referencia a indicadores objetivos del mercado, elevar la retribución de los administradores que los accionistas consideran competentes y para reducir la de quienes no lo son.

### *5.2 Retribución e independencia de los consejeros.*

Junto a su función general de evaluación del rendimiento de cada uno de los ejecutivos, la información individual en materia de retribución

---

<sup>65</sup> V. Informe Winter, p. 65 y OECE Principles 2004, p. 52.



se vincula también con las distintas condiciones que en el seno del consejo ocupan sus componentes. No olvidemos que hablamos de una iniciativa que se enmarca en el movimiento a favor de un mejor gobierno de las sociedades cotizadas, en el que la incorporación al consejo de administradores ejecutivos, dominicales e independientes es una de las premisas fundamentales. De ahí que la determinación de la retribución deba adaptarse a esa nueva organización del órgano de administración y junto al criterio clásico de la dedicación, incorporar como imprescindible referencia la diversa condición de cada consejero, que a pesar de su escaso reconocimiento normativo, se ha convertido en uno de los pilares del buen gobierno<sup>66</sup>.

En este sentido, el documento de la Comisión Europea sobre retribución de los consejeros sometido a consulta pública, ya diferenciaba entre la retribución de los consejeros ejecutivos y la retribución de los no ejecutivos<sup>67</sup>. En el primer caso, se entiende que la remuneración debe ser tal que permita la contratación, retención y motivación de dirigentes cualificados, mientras que, en el caso de los consejeros no ejecutivos ésta debe tener en cuenta sus responsabilidades, la dedicación a la sociedad y el ámbito específico de sus funciones. Al margen de ello, se pone así de manifiesto el riesgo que para la propia condición independiente de determinados consejeros tiene la fijación de su retribución. Ésta no puede alcanzar una cuantía tal que convierta la permanencia en el cargo en la primera preocupación del consejero independiente. De ahí que quepa

---

<sup>66</sup> En especial con respecto a los administradores no ejecutivos e independientes, v., PROCTOR, G./MILES, L., *Corporate Governance*, Londres (2003), p. 25 y ss.

<sup>67</sup> V. documento de consulta de la Comisión Europea: "Fostering an appropriate regime for the remuneration of Directors. Consultation document of the Internal Market Directorate General", Bruselas, 23 de febrero 2004, p. 8. Su texto puede consultarse en: [http://europa.eu.int/comm/internal\\_market//company/directorsremun/index\\_en.htm](http://europa.eu.int/comm/internal_market//company/directorsremun/index_en.htm).

considerar con fundamento que el conocimiento de la retribución individual constituye una garantía de la independencia. De ahí que todos los administradores tienen que estar sometidos a idéntico régimen de transparencia. En el caso de los consejeros independientes, siempre ha existido una desconfianza hacia su inclusión en programas de retribución típicos de los ejecutivos y basados en la evolución de la gestión y de los resultados de la sociedad<sup>68</sup>. Prevención que sobre todo se justifica por el hecho de que con ello quien era consejero independiente llega a perder esa condición.

Por otro lado, también es importante dejar reseñada la orientación que atribuye un especial protagonismo a los consejeros independientes en las propuestas retributivas<sup>69</sup>. Ello contribuiría a reducir los riesgos derivados del conflicto de interés latente siempre en esta cuestión, que resultará más acusado si son los propios consejeros ejecutivos los que asumen esa función.

## **6. LA INFORMACIÓN SOBRE LA POLÍTICA RETRIBUTIVA.**

### *6.1. La información sobre retribución y las cuentas anuales.*

La medida principal contenida en la Recomendación consiste en introducir un régimen informativo especial para la retribución de los administradores (y en su caso, para el primer ejecutivo que no pertenezca al órgano de administración) que, con objetivos y contenidos mínimos claramente enunciados, permite a los Estados miembros un cierto grado de flexibilidad en su concreción.

---

<sup>68</sup> Informe Winter, p. 66.

<sup>69</sup> V. OECD Principles, p. 25.

Así, si nos fijamos en lo que constituye el contenido mínimo de la nueva obligación informativa, a toda sociedad cotizada le será exigible una declaración específica sobre su política retributiva, concepto éste que tiene, como veremos, un muy amplio alcance<sup>70</sup>. Con ello, a los accionistas y a los inversores en general se les explicará de una manera adecuada, por precisa y oportuna, en qué forma y con qué cantidades se ha retribuido y se propone retribuir a los responsables de la gestión de la sociedad. En los últimos años el ordenamiento no ha hecho sino incrementar las exigencias informativas que las sociedades cotizadas deben atender. Esta es una más y, probablemente, lleve a repetir la denuncia de las cargas informativas que provoca el movimiento a favor del buen gobierno corporativo<sup>71</sup>.

Para una más fácil identificación de la información sobre la retribución, la Recomendación establece que las sociedades deberán incluir esa declaración en un informe específico que, a su vez, se integrará en las cuentas anuales de la sociedad o en el informe de gestión o en las notas a las cuentas anuales. Cualquiera que sea la ubicación elegida, lo que es indudable es que esa declaración tiene que tener un espacio propio, sin que se entienda atendida esa previsión por el hecho de diluir las referencias a la retribución de los administradores y ejecutivos en los documentos que forman las cuentas anuales. La referencia constante a las cuentas anuales apunta a la deliberación y aprobación del informe en materia retributiva por parte de la junta general ordinaria (cfr. art. 95 LSA). Sin embargo, esa relación no es exacta, toda vez que el voto de los accionistas con respecto al mencionado informe está sometido a un régimen especial sobre el que hemos de volver.

---

<sup>70</sup> V. *infra* 7.

<sup>71</sup> V. lo dicho *supra* 3.1.

### 6.2 *La difusión de la información por medio de la página web.*

Además de su incorporación a las cuentas anuales, destaca la exigencia de que el informe en materia de retribución deberá hacerse público igualmente por medio de la página web de la sociedad<sup>72</sup>. Esta medida, cuyo evidente acierto dispensa de mayores consideraciones, resalta la importancia de esa página como un instrumento de información especialmente eficaz para el cumplimiento de los deberes informativos establecidos para las sociedades cotizadas (v. art. 117.2,3 y 4 LMV). Esta publicidad adicional a través de *internet* supone una oportunidad informativa caracterizada por su comodidad y continuidad y dispensa a los accionistas e inversores de tener que desarrollar actuación alguna para retirar o solicitar el mencionado informe<sup>73</sup>.

### 6.3. *Información sobre la retribución propuesta y sobre la que se ha hecho efectiva.*

Desde el punto de vista de su planteamiento general, el informe en materia de retribución tiene que servir para que los accionistas tengan una imagen adecuada sobre los eventuales cambios que, en uno u otro sentido, la política en materia de retribución de los administradores va a registrar con respecto a cada ejercicio. Se trata de explicar a los accionistas los criterios de la futura retribución, esto es, de la que se percibirá a lo largo del ejercicio venidero (v. apartado 3.2 de la Recomendación), sin perjuicio

---

<sup>72</sup> Cfr. art. 117.2 LMV y demás normas de desarrollo; v. VICENT CHULIÁ, F., "Internet y sociedades", RCE 52 (2004), pp. 17-22 y VAÑÓ VAÑÓ, M.J., "Información y gobierno electrónico en las sociedades cotizadas", RDBB 95 (2004), p. 90 y ss.

<sup>73</sup> V., al respecto, los datos que facilita CAÑIBANO, L., *Información financiera y gobierno de la empresa*, Madrid (2004), pp. 34 y ss.

de poder abordar esa cuestión con respecto a varios ejercicios futuros. Es razonable que tal retribución se establezca por períodos de tiempo que excedan de un año, ya sea por razones de estrategia (por ejemplo, cuando se hace uso de programas sobre acciones), por venir así determinado en atención a los contratos suscritos con administradores o directivos, o por hacerla coincidir con la duración del mandato. Mas esa previsión comprensiva de varios ejercicios no dispensará, como luego veremos, de presentar el citado informe con carácter previo para el ejercicio venidero.

Pero además de como predicción para el siguiente ejercicio, el informe retributivo tiene un elemento adicional de rendición de cuentas, puesto que también deberá exponer cómo se aplicó la política en materia de retribución en el ejercicio precedente. Se convierte así en un documento que va a facilitar el control del órgano de administración no ya sólo en cuanto beneficiario de esa retribución, sino también como órgano encargado de ejecutar la política de la sociedad al respecto y de conformidad con los términos propuestos en el informe correspondiente al ejercicio transcurrido.

La razón de esa doble proyección del informe, hacia el pasado y el futuro, radica en poner a disposición de los accionistas una información que permita a éstos establecer una relación entre la retribución de los administradores y la evolución de la actividad y los resultados de la sociedad. Si tenemos en cuenta la frecuencia con que desde un punto de vista teórico o, incluso, legislativo, la retribución de los administradores se vincula con los intereses de los accionistas y, en concreto, con la participación de éstos en los beneficios, resulta claro que los accionistas deben poder enjuiciar a través del informe la certeza de tal vinculación. Al propio tiempo, esa relación entre la información referida al ejercicio venidero y la que afecta a los ejercicios precedentes, pondrá de manifiesto si la política retributiva mantiene los mismos criterios ya aplicados o, por

el contrario, ha registrado cambios. Esta última circunstancia debe de ser objeto de una especial mención en el informe. Así lo exige la Recomendación, si bien lo hace con respecto a aquellos cambios significativos en la política retributiva, con lo que se plantea alguna duda sobre la naturaleza de los cambios que deben ser objeto de tan detallada información. En nuestra opinión, como un posible criterio a ese respecto, parece evidente que tendrá ese carácter significativo cualquier cambio que afecte a alguno de los conceptos retributivos que como contenido mínimo de la información referida a cada uno de los administradores detallan los puntos 5.3 a 5.6 de la Recomendación (v. el art. 5.2 que viene a establecer de manera inequívoca que las menciones exigidas por aquellos apartados constituyen un contenido mínimo de la información que con tal objeto deben incluir las cuentas anuales).

#### *6.4 Información a los accionistas sobre los planes de retribución por medio de acciones.*

Una de las cuestiones respecto de las que es necesario informar a los accionistas se refiere a los planes de retribución de los administradores por medio de la entrega de acciones u opciones sobre acciones. En concreto, el apartado 7 de la Recomendación establece la obligación de que los accionistas sean informados con carácter previo a la celebración de la junta general sobre la pretensión de adoptar planes de retribución basados en la entrega de acciones u opciones sobre acciones. Asimismo, se les debe proporcionar el texto completo del plan que pretende adoptarse o la descripción de sus disposiciones generales, así como los nombres de los participantes en cada plan. En todo caso, la información que se de sobre estos planes identificará la relación del plan de que se trate con el resto de la política retributiva de la sociedad.

Esta obligación de información previa a los accionistas se debe a la necesidad de que los planes de entrega de acciones u opciones sobre acciones sean aprobados por la junta general. Además, el acuerdo que adopte la junta general deberá referirse en concreto al plan o a sus términos principales, sin que se pueda entender cumplida esta exigencia por el mero hecho de que se hayan aprobado las cuentas anuales o el informe retributivo.

Junto a la información general que debe entregarse a los accionistas sobre el plan en particular que pretende adoptarse, la Recomendación en sus apartados 7.2 y 7.3, determina la necesidad de que se incluya también información sobre la forma en que la sociedad pretende hacer frente a los compromisos asumidos por el establecimiento del plan. En particular, debe aclararse si la sociedad tiene la intención de comprar las acciones necesarias en el mercado, mantenerlas en autocartera o si procederá a la emisión de nuevas acciones<sup>74</sup>. Asimismo, debe hacerse incluirse una referencia a los costes estimados del establecimiento del plan. Es importante destacar en este punto la importancia que tienen las normas elaboradas por el *International Accounting Standards Board*, que determinan la forma de contabilizar las entregas de acciones u opciones sobre acciones en la Cuenta de pérdidas y ganancias de las sociedades<sup>75</sup>.

---

<sup>74</sup> Sobre esta cuestión V. LAMOTHE FERNÁNDEZ, P., "Problemas de eficiencia económica y costes de la implantación de un plan de opciones sobre acciones y otros incentivos de capital", en *La retribución de los administradores en las sociedades cotizadas*, Madrid (2003), pp. 139 y ss.

<sup>75</sup> En concreto, el Proyecto de Circular del Banco de España sobre las nuevas Normas Internacionales de Contabilidad, hecho público el pasado 26 de octubre de 2004, en su norma 36 determina que la concesión de acciones u opciones sobre acciones al personal de la sociedad, se contabilizarán como gasto por los servicios recibidos. Estas normas deben ser adoptadas por las sociedades el 1 de enero de 2005. Su texto puede consultarse en: <http://www.bde.es/normativa/circu/circulares1.htm>.

En definitiva, habida cuenta de las disposiciones de la Recomendación, podemos llegar a la conclusión de que la aprobación de este tipo de retribución por parte de la junta general debe tener una autonomía propia, de ahí que sea necesario que se incluya en el orden del día como un punto específico distinto a la aprobación de las cuentas anuales o del informe retributivo. En todo caso, la información a que nos acabamos de referir también debe publicarse en la página *web* de la sociedad.

## **7. DETERMINACIÓN DE LOS MEDIOS DE REMUNERACIÓN DE LOS ADMINISTRADORES**

### *7.1 La libertad de las sociedades a la hora de determinar los medios de retribución de los administradores.*

El régimen de retribución de los administradores está regulado en el art. 130 LSA, que se limita a obligar a que ésta se fije en los estatutos y, en el caso en que consista en la entrega de acciones o de derechos de opción, sea aprobada por la junta general<sup>76</sup>. Asimismo, el art. 200.12 LSA exige que en la Memoria anual se incluya el importe de los sueldos, dietas y remuneraciones de cualquier clase devengados en el curso del ejercicio por los miembros del consejo de administración, cualquiera que sea su causa. Esta información deberá darse de forma global por concepto retributivo. Estas obligaciones han sido desarrolladas por numerosas disposiciones contenidas en los Códigos de buen gobierno y en diversas disposiciones adoptadas en estos últimos años tendentes a garantizar una

---

<sup>76</sup> V. sobre estas cuestiones SÁNCHEZ CALERO, F., *Los administradores en las sociedades de capital*, (en prensa), pp. 252 y ss.



mayor publicidad de la retribución de los administradores por todos los conceptos recibidos<sup>77</sup>.

Y es en este punto donde cobran especial relevancia las disposiciones de la Recomendación que analizamos, puesto que, a diferencia de lo que ocurre con el régimen vigente en esta materia, impone a todas las sociedades la obligación de elaborar una declaración específica sobre su política retributiva que, aunque pueda integrarse en las cuentas anuales, el informe de gestión o en las notas de las cuentas anuales, debe tener una cierta autonomía e independencia.

En cuanto a la estructura y composición de la retribución, la Recomendación se refiere a todo el conjunto de medios de retribución que pueden ser empleados por las sociedades, sin que, por otro lado, se haya pronunciado sobre la conveniencia de la utilización de unos u otros. Es más, la Comisión ha manifestado su voluntad de no entrar a valorar la composición y estructura de la retribución de los administradores y directivos, habiéndose limitado a determinar que la declaración sobre la política retributiva debe referirse a todas las formas de retribución que existan en cada sociedad en particular<sup>78</sup>. Se entiende que la Recomendación no debe concretar cuál es la estructura de la retribución de los consejeros, siendo ésta una materia que corresponde a cada sociedad en particular<sup>79</sup>. De esta forma, el principio de libertad retributiva alcanza tanto al cuánto, como a la forma de hacerla efectiva.

---

<sup>77</sup> V. *supra* 3.2.

<sup>78</sup> V. el ya citado documento de consulta de la Comisión Europea: "Fostering an appropriate regime for the remuneration of Directors. Consultation document of the Internal Market Directorate General", Bruselas, 23 de febrero 2004, p. 8.

<sup>79</sup> A diferencia de lo que ocurre en otros mercados donde se recomiendan unas cuantías máximas a la retribución de cada consejero e, incluso, se desaconseja la participación de los consejeros en programas de entrega de acciones u opciones sobre acciones de la sociedad (v. PUYOL, B., "Restoring Trust. Informe sobre Gobierno corporativo norteamericano", en *RdS*, 22, p. 539).

## 7.2 Estructura y composición de la retribución.

El contenido mínimo de la nueva obligación de información es, como hemos dicho, que a todas las sociedades cotizadas les es exigible una declaración sobre la política retributiva empleada, es decir, una explicación sobre todos los medios utilizados para retribuir a los consejeros. En concreto, esa declaración deberá contener información suficiente sobre los siguientes aspectos (apartado 3.3 de la Recomendación):

(a) la importancia relativa de la parte variable y no variable de la retribución de los administradores;

(b) los criterios que se toman como base para la entrega de acciones, opciones sobre acciones o componentes variables de la retribución;

(c) la proporcionalidad de la retribución y los rendimientos de los administradores;

(d) los parámetros generales y el fundamento de la entrega de *bonus* y cualesquiera otras formas de retribución en especie;

(e) las principales características de los planes de pensiones o planes de jubilación anticipada de los administradores.

Al mismo tiempo, el informe retributivo debe resumir y explicar la política de la sociedad cotizada en relación con los contratos celebrados con los administradores ejecutivos<sup>80</sup>. Esto debe incluir, entre otros

---

<sup>80</sup> La Recomendación en este punto hace sólo referencia a los contratos celebrados con los consejeros ejecutivos, lo cual nos lleva a plantear si esto quiere decir que no es necesario que se incluya esta información respecto a los posibles contratos suscritos con los consejeros no ejecutivos. Parece que la Recomendación se está refiriendo a los contratos de prestación de servicios con los consejeros ejecutivos, de ahí que resulte lógica la omisión de la referencia a los consejeros no ejecutivos, puesto que éstos normalmente no desempeñan esas otras funciones en la sociedad. Ahora bien, en el supuesto en que se hayan celebrado otro tipo de contratos distintos a las prestaciones de servicios u obra, será necesaria la información sobre los mismos con independencia del tipo de consejero

aspectos, información sobre la duración de tales contratos, los plazos para la comunicación de la terminación anticipada y detalles sobre las indemnizaciones pactadas u otros pagos ligados a la terminación anticipada de tales contratos. Son muchas las críticas que este sistema de retribución ha suscitado, críticas que la mayor parte de las ocasiones no han venido motivadas por las cuantías percibidas, sino por la ausencia total de información sobre su existencia y sobre el procedimiento utilizado para su adopción<sup>81</sup>. Ahora bien, parece que la tendencia actual es la de sólo aceptar su validez cuando en su adopción se hayan cumplido las normas de procedimiento establecidas en cada caso y, fundamentalmente, se haya informado a los accionistas sobre los mismos<sup>82</sup>.

En definitiva, lo que se pretende es que las sociedades informen sobre todos y cada uno de los medios empleados para retribuir a los consejeros distinguiendo, como hemos visto, entre diversos conceptos:

---

con el que se hubieran celebrado. V. sobre estas cuestiones SÁNCHEZ GIMENO, S., *Las prestaciones de servicios u obra de los administradores de sociedades de capital*, Madrid (2004), pp. 41 y 42.

<sup>81</sup> V. al respecto la noticia aparecida en El País, Negocios, 12 diciembre 2004, pp. 1 y 7, "Despidos de oro a espaldas de la junta", donde se señala que hasta ahora las empresas españolas no estaban obligadas a revelar las cláusulas de blindaje que tenían con sus más altos ejecutivos, que además, suelen recogerse en un contrato privado entre el directivo y el Consejo de administración, sin que la junta general tenga conocimiento de estos compromisos. Señala esta noticia, además, que de las 14 empresas del Ibex 35 que han enviado el Informe de buen gobierno corporativo a la CNMV, 12 utilizan esta fórmula de indemnización para el caso de cese en el cargo de sus ejecutivos. Estas empresas, no obstante, sólo proporcionan información global respecto al coste total de estos compromisos.

<sup>82</sup> GARCÍA DE ENTERRÍA, J., "Los pactos de indemnización del administrador cesado", en *RDM*, 216, 1995, pp. 503 y ss. Incluso recientemente se ha rechazado la validez de la fijación de esta forma de remuneración de los administradores al margen de los estatutos, aun cuando se diga que están vinculados con la sociedad por una relación laboral, también, SÁNCHEZ CALERO, F., *Los administradores en las sociedades de capital*, p. 254.

retribución fija, variable y otra serie de incentivos o beneficios concedidos de distinta naturaleza<sup>83</sup>.

*7.3 La publicidad de los distintos medios de retribución empleados respecto a cada administrador individual.*

Conforme a los apartados 3.3 y 5.3 de la Recomendación, el informe retributivo debe incluir información sobre todos los medios utilizados por las sociedades para retribuir a los administradores y debe hacer referencia, asimismo, a la retribución que de forma individualizada percibe cada administrador por cada uno de esos conceptos empleados. En concreto, se debe incluir la información siguiente:

(a) la cuantía total de la retribución satisfecha a cada administrador por los servicios prestados a la sociedad durante el ejercicio fiscal anterior, incluyendo, cuando sea aplicable, la información relativa a las dietas percibidas por la asistencia a reuniones fijadas por la junta general;

(b) la retribución y demás ventajas obtenidas de cualquier sociedad perteneciente al mismo grupo;

(c) la retribución satisfecha fundada en participaciones en las ganancias o a través de la concesión de *bonus* y los motivos por los que tales ventajas fueron concedidas;

(d) cualquier cuantía adicional que sea significativa y que se haya entregado como contraprestación por servicios prestados por los

---

<sup>83</sup> La Recomendación enumera todo un conjunto de sistemas de retribución que pueden ser empleados por las sociedades, ahora bien, este conjunto no es un *numerus clausus* que impida que las sociedades puedan utilizar otro tipo de mecanismos para retribuir a los administradores. Lo que sí deben hacer las sociedades es informar en todo caso de esos otros sistemas retributivos empleados y de la forma en que se ha procedido a su implementación.

administradores fuera del ámbito de sus funciones específicas como administradores, siempre que legalmente esté permitido;

(e) la retribución satisfecha o debida a antiguos administradores en conexión con la finalización de su mandato durante el ejercicio fiscal;

(f) el valor total estimado de la retribución en especie recibida que no se encuentre en ninguno de los apartados anteriores.

Junto a estos elementos, la Recomendación regula de forma separada la información que debe incluirse respecto a dos formas de retribución que, por su importancia práctica, requieren de una mayor concreción. Estos dos conceptos se refieren en primer lugar, a la retribución basada en la entrega de acciones, opciones sobre acciones u otros planes de incentivos y, en segundo, a la participación de los administradores en planes de pensiones.

En lo que respecta al primer punto, entrega de acciones u opciones sobre acciones, la Recomendación regula en su apartado 6 esta forma de retribución, haciendo hincapié en la necesidad de que estos planes sean aprobados por la junta general con carácter previo a su adopción<sup>84</sup>.

En relación con los planes de pensiones, el apartado 5.6 de la Recomendación establece la obligación de que se incluya respecto de los mismos la siguiente información:

(a) cuando los planes de pensiones sean planes *defined-benefit scheme*, las modificaciones en los beneficios adquiridos por los administradores bajo tal plan en el año fiscal relevante;

(b) cuando los planes de pensiones sean planes *defined-contribution scheme*, los detalles de las contribuciones satisfechas o que deban pagarse por la sociedad en relación con cada directivo durante el ejercicio fiscal correspondiente.

---

<sup>84</sup> Sobre esta forma especial de retribución v. *infra* 9.

Por último, la Recomendación determina que, siempre que la legislación de cada Estado miembro o los estatutos de la sociedad lo permitan, se debe incluir en el informe retributivo la información relativa a los préstamos, pagos anticipados o garantías que la sociedad o aquellas sociedades del grupo incluidas en las cuentas anuales consolidadas de la sociedad, hayan satisfecho a cualquier persona que haya sido administrador de la sociedad durante el ejercicio fiscal relevante, incluyendo las cuantías pendientes y el tipo de interés.

#### *7.4 Autonomía e independencia del informe retributivo.*

La Recomendación considera necesario informar sobre los conceptos retributivos que se empleen en cada sociedad, que ya está recogida en la Circular 1/2004, de 17 de marzo de la CNMV (BOE de 29 de marzo), que desarrolla la Orden ECO/3722/2003, de 26 de diciembre, sobre el Informe anual de gobierno corporativo y otros instrumentos de información de las sociedades anónimas cotizadas y otras entidades (BOE de 8 de enero de 2004).

En concreto, la información que debe incluirse está recogida en el Anexo I de la Circular en los apartados B.1.8 a B.1.10 y distingue entre una serie de conceptos retributivos, entre los que se hace referencia a la retribución fija, variable, dietas, atenciones estatutarias, opciones sobre acciones y/o otros instrumentos financieros y, otros beneficios como son los anticipos, créditos concedidos, fondos y planes de pensiones (aportaciones y obligaciones contraídas), primas de seguros de vida y otras garantías constituidas por la sociedad a favor de los consejeros. Estos mismos conceptos deben incluirse en relación con las cuantías que se perciban por los consejeros por su pertenencia a otros consejos de administración y a la alta dirección de sociedades del grupo. Se debe

informar también sobre la remuneración total por la tipología de consejeros, distinguiendo entre consejeros ejecutivos, externos dominicales, externos independientes u otros externos y sobre la remuneración total de los miembros de la alta dirección que no sean, a su vez, consejeros ejecutivos. Finalmente, debe identificarse de forma agregada si existen cláusulas de garantía o blindaje para casos de despido o cambios de control a favor de los miembros de la alta dirección, incluyendo los consejeros ejecutivos de la sociedad o de su grupo e indicarse si estos contratos han de ser comunicados y/o aprobados por los órganos de la sociedad o de su grupo.

Como acabamos de ver, la Circular enumera todos los conceptos que deben incluirse en el Informe retributivo, si bien, y aquí radica la principal diferencia con la Recomendación que comentamos, esta información debe presentarse de forma agregada en relación con el consejo de administración en su conjunto y no, como dice la Recomendación, individualmente respecto de cada consejero.

Nos encontramos, por tanto, con dos obligaciones de contenido muy similar (como hemos tenido ocasión de analizar la información que debe incluirse en el Informe de Gobierno corporativo coincide en su mayor medida con aquella que la Recomendación obliga a elaborar y a integrar en el informe retributivo) que van a obligar a las sociedades cotizadas a elaborar dos documentos que incluyan información sobre la retribución de los administradores. Ahora bien, en el primero, el informe de gobierno corporativo, se incluirá información agregada sobre la retribución del consejo de administración, distinguiendo entre la cuantía percibida por los consejeros ejecutivos y no ejecutivos y aquella satisfecha a los altos directivos, mientras que en el segundo, el informe retributivo, la información deberá referirse de forma individualizada a cada consejero y

a quienes ostenten la máxima responsabilidad ejecutiva en una sociedad cotizada sin ser consejeros.

*7.5 La forma en que los órganos sociales participan en la elaboración y aprobación de la política retributiva: supuesto específico de las entregas de acciones u opciones sobre acciones.*

La Recomendación no sólo obliga a los Estados miembros a incluir en el informe retributivo los distintos medios empleados por las sociedades para retribuir a sus administradores y directivos, sino también a informar sobre el proceso de elaboración y adopción de decisiones en relación con la determinación de la política retributiva empleada por las sociedades cotizadas. Así, en particular, se deberá dar información sobre el proceso de adopción de las medidas, si se han adoptado por el Consejo directamente o por la Comisión de retribuciones, si fueron objeto de información o aprobación por la junta general o si su establecimiento está o no fijado en los estatutos de la sociedad, entre otros aspectos. En concreto, en el caso de los planes de entrega de acciones u opciones sobre acciones, la Recomendación exige su aprobación previa por la junta general<sup>85</sup>.

En lo que respecta al proceso de elaboración y determinación de la política retributiva, se requiere, además, que se informe sobre el mandato y composición del Comité de retribuciones, los nombres de los consultores externos que hayan participado en la elaboración y diseño de la política

---

<sup>85</sup> Es ésta una exigencia que ya está recogida en nuestro ordenamiento en el art. 130.2 LSA y que ha permitido que los accionistas de las sociedades hayan podido participar en la adopción y aplicación de estos planes. V. JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G., "Unas ideas previas al debate sobre la reforma de la remuneración de los administradores de las sociedades anónimas cotizadas", en *La retribución de los administradores en las sociedades cotizadas*, Madrid (2003), pp. 25 y ss.



retributiva y el papel que haya jugado la junta general en relación con ésta. Ahora bien, estos extremos han sido objeto de una Recomendación específica y, por tanto, nos remitimos a sus disposiciones<sup>86</sup>.

Es importante, en este punto, hacer una breve mención a un punto que consideramos de especial importancia y respecto al cual la Recomendación no se ha pronunciado. Nos referimos a la necesaria determinación estatutaria de cada uno de los medios de retribución que pueden ser empleados por las sociedades. ¿Es necesario que todos los elementos retributivos que contempla la Recomendación tengan cobertura estatutaria? o ¿basta una mención y un reenvío a acuerdos sociales de aprobación o concreción de las formas de retribución?. Nuestra LSA contempla sólo dos sistemas, cuales son el de participación de los administradores en los beneficios sociales (art. 130.1) y el consistente en la entrega de acciones o de derechos de opción sobre acciones (art. 130.2)<sup>87</sup>. Lo que se plantea es si el hecho de que deba darse información detallada y completa sobre las distintas formas empleadas por las sociedades para retribuir a los administradores, entre las que se encuentran las dos contempladas por la LSA, puede llegar a "obligar" a las sociedades a incluir en los estatutos todos y cada uno de los conceptos utilizados para retribuir a los administradores. Y es en este punto donde se pueden plantear algunos problemas en lo que respecta a la recepción de la Recomendación y su eventual adaptación en cuanto al cauce normativo.

---

<sup>86</sup> El texto de esta Recomendación sobre el papel de los consejeros ejecutivos y los Comités del Consejo se encuentra en: [http://www.europa.eu.int/coom/internal\\_market/company/docs/independence/2004\\_recommendation\\_en.pdf](http://www.europa.eu.int/coom/internal_market/company/docs/independence/2004_recommendation_en.pdf).

<sup>87</sup> SÁNCHEZ CALERO, F., *Los administradores en las sociedades de capital*, pp. 265 y ss.

### *7.6. La retribución en el grupo.*

De forma inequívoca, la Recomendación establece entre la información mínima que debe de facilitarse con referencia a la retribución individual de los administradores, cualquier tipo de compensación o beneficio percibido de otras empresas pertenecientes al mismo grupo [apartado 5.3 (b)]. Nada cabe objetar a esta medida. Antes al contrario, refuerza el criterio de la transparencia puesto que allí donde exista un grupo de sociedades, los accionistas tendrán un conocimiento preciso de la retribución a cada administrador satisfecha de forma conjunta por las distintas sociedades pertenecientes al grupo. La prevención de conflictos de interés y el reforzamiento del control por parte de los accionistas justifican esta medida. En algunos grupos de sociedades, la pertenencia al Consejo de la sociedad dominante suele coincidir con la correspondiente condición de administrador en una o más sociedades participadas, estando el cargo igualmente retribuido. Los accionistas deben de poder conocer esa retribución agregada a la hora de valorar la actuación de cada administrador.

Sin perjuicio de lo expuesto, la solución de la Recomendación merece algún reproche por su laconismo. Se echa en falta una mayor concreción de la información que debe incluirse en el informe sobre la retribución que perciban los administradores por el desempeño de cargos de administración y/o alta dirección en las demás sociedades del grupo. Igualmente, si esa información debe de figurar sólo en las cuentas anuales consolidadas o ha de repetirse en las cuentas de cada una de las sociedades del grupo en las que el administrador ocupa esa condición.

## **8. LA APROBACIÓN DE LA RETRIBUCIÓN: EL PAPEL DE LA JUNTA GENERAL.**

### *8.1 Introducción: las competencias en materia de retribución de administradores.*

La Recomendación no pretende únicamente imponer un deber informativo novedoso que afecte a la retribución de administradores y ejecutivos, sino que concibe ese deber como un instrumento de un objetivo más amplio: el protagonismo de los accionistas en esta materia. Protagonismo que, sin embargo, no debe entenderse como la atribución a los accionistas del poder exclusivo de decidir a ese respecto. Como veremos, la Recomendación propone un sistema que combina el ejercicio de competencias de los propios administradores y de los accionistas en lo relativo a la propuesta y aprobación de la política retributiva. Al hacerlo, se formulan soluciones flexibles puesto que aspectos destacados de ese futuro régimen quedan a la decisión última de cada uno de los Estados miembros.

En todo caso, el nuevo sistema va a permitir superar una situación intolerable, constituida por la completa marginación de los accionistas en este asunto. Bajo el régimen vigente, son los propios administradores quienes fijan su retribución en el seno del consejo y de sus comisiones<sup>88</sup>, sin que los accionistas tengan otra función más que la de ratificar la retribución mencionada de manera agregada en la memoria del ejercicio pasado. La Recomendación contiene un apartado 4 que lleva el expresivo título de "El voto de los accionistas", con lo que plasma así el criterio a favor de la necesidad de escuchar a los accionistas y de otorgar a éstos la oportunidad de pronunciarse sobre la política retributiva. No basta con

---

<sup>88</sup> V. SAN SEBASTIÁN, F., *El gobierno de las sociedades cotizadas y su control*, Madrid (1996), p. 207, quién sin embargo matiza esa afirmación, señalando que el Consejo determina su propia remuneración a través del control de la Junta.

acudir a los cauces generales de participación de los accionistas en la fase previa o en la propia sesión de la junta general, sino que se persigue la introducción de medios efectivos para que la cuestión retributiva ocupe un lugar específico en el debate de la junta general ordinaria. De ahí que se imponga que figure como punto necesario en su orden del día, el relativo a la política retributiva o a cualquier cambio significativo en la misma [v. considerando (7) apartado 4.1]. Mención específica que, en nuestra opinión, no debe entenderse satisfecha por el hecho de que ya figure en el orden del día el debate sobre la aprobación de las cuentas anuales, cuando el informe que recoja la política retributiva figure dentro de ellas.

Reconocer a los accionistas el derecho a debatir en la junta ese punto es plenamente compatible con hacer lo propio en cuanto a que sean otros órganos sociales quienes fijen la retribución de los administradores para el ejercicio venidero. La redacción de la Recomendación es muy clara a ese respecto. Es el órgano de administración quien mantiene la competencia de proponer la política retributiva de la sociedad y, evidentemente, cualquier cambio en la que ya ha sido aprobada. La libertad societaria aparece aquí de nuevo como un presupuesto indispensable. La característica de la negociación bursátil no debe llevar a considerar que aproxima las soluciones retributivas, sino que es preciso salvaguardar la autonomía de los administradores a la hora de proponer la solución que consideren más acorde con la actividad de la sociedad y la posición de cada uno de los beneficiarios de esa retribución. Obviamente nos encontramos ante uno de los problemas esenciales del gobierno corporativo: cuál resulta ser el procedimiento correcto para el ejercicio de esta competencia del órgano de administración. Los cambios más evidentes apuntan al Comité de Retribuciones y a confiar en el protagonismo de los consejeros independientes, alejados de los intereses

de "ejecutivos" y "dominicales" por igual<sup>89</sup>. Cualquier avance en ese sentido debe ser bienvenido. Sin perjuicio de ello, parece que el principal factor de corrección y buen gobierno vuelve a ser la información. Tan importante como las razones a favor de una u otra opción retributiva será siempre su conocimiento por los accionistas y la facultad de éstos de manifestarse y, en su caso, decidir al respecto.

### *8.2 La deliberación sobre el informe retributivo.*

La intervención de los accionistas adquiere una mayor intensidad en lo relativo a lo que hemos venido denominando, el informe retributivo. Es decir, el documento que la sociedad deberá redactar de acuerdo con lo establecido en el apartado 3 de la Recomendación y con el contenido que allí se establece. Dicho informe no solo debe de ser objeto de debate por los accionistas en el seno de la junta general, sino que, conforme a lo que establece el apartado 4.2 de la Recomendación, puede someterse a votación. Esta hipótesis, que obliga a la sociedad a advertir a sus accionistas con carácter previo de que se va a producir en la junta general una deliberación y decisión sobre ese punto, está sometida a distintas soluciones. En primer lugar, la Recomendación permite dar al voto de los accionistas un carácter vinculante o no. Es decir, el hecho de que por mayoría los accionistas rechacen el informe retributivo, no impedirá su puesta en práctica por los administradores en la segunda hipótesis. Es una solución un tanto anómala, puesto que un voto negativo o desfavorable afectará de lleno la autoridad y legitimación de los administradores. Por su parte, los administradores deberán abstenerse de ejercitar el derecho de

---

<sup>89</sup> V. una amplia reflexión sobre el tema en FERRARINI, "Executive Remuneration and Corporate Governance in the EU", pp. 299-311.

voto correspondiente a las acciones representadas en la aprobación del informe retributivo, por tratarse de un evidente supuesto de conflicto de interés (v. art. 114.1 LMV).

En segundo lugar, la Recomendación permite a los Estados miembros establecer que la votación del informe retributivo solo tendrá lugar si así lo solicitan accionistas, presentes o representados que, en conjunto, aparezcan como titulares del 25% de los derechos de voto. Se matiza así el sometimiento a los accionistas de la cuestión retributiva y se hace, en nuestra opinión, exigiendo una cifra excesivamente amplia si pensamos en la dispersión del capital propia de las sociedades cotizadas. Limitación que no creemos que quede atenuada con la remisión que cierra este apartado de la Recomendación a las disposiciones nacionales aplicables que permiten a un accionista proponer la adopción de un acuerdo por parte de la junta general.

### *8.3 La aprobación previa por los accionistas de la retribución por medio de acciones u opciones sobre acciones.*

Siguiendo las disposiciones del Informe Winter, la Recomendación determina que todos aquellos sistemas de retribución de los administradores basados en la entrega de acciones, opciones o planes basados en el precio de las acciones deben ser objeto de aprobación previa por parte de la junta general<sup>90</sup>. En la actualidad y como ya hemos recordado, este régimen está regulado en nuestro Derecho en el artículo. 130 LSA, que exige que la retribución de los administradores basada en la entrega de acciones u opciones sobre acciones conste en los estatutos de la

---

<sup>90</sup> La Recomendación se refiere a la Junta general anual que, en nuestro Derecho, podría identificarse con la Junta general ordinaria de aprobación de las cuentas.

sociedad y su aplicación sea acordada por la junta general<sup>91</sup>. No obstante, la Recomendación establece un mayor detalle en la regulación de esta forma de retribución y, además, extiende la necesidad de acuerdo previo de la junta general cuando estos planes estén dirigidos a aquellos que ostenten cargos de alta dirección y no formen parte del consejo.

Con carácter general, el apartado 6.2 de la Recomendación determina que, en relación con estos planes de incentivos, la junta debe adoptar un acuerdo previo con un contenido mínimo que detalla y expresa claramente que en este concreto aspecto retributivo, es la junta la titular efectiva del poder de decisión. Las menciones obligadas son las siguientes:

(a) la propia concesión de planes de incentivos retributivos, incluyendo opciones sobre acciones, a los administradores;

(b) la determinación del número máximo de acciones u opciones sobre acciones concedidas y las condiciones del proceso de otorgamiento;

(c) el plazo en que las opciones pueden ser ejercitadas;

(d) las condiciones para cualquier modificación futura en el precio de ejercicio de las opciones, si corresponde y está permitido legalmente;

(e) cualquier otro plan de incentivos retributivos a largo plazo en el que los administradores participen y que no sea ofertado en los mismos términos y condiciones al resto de empleados.

Asimismo, la junta general debe establecer el plazo para que el órgano encargado de la determinación de la retribución de los administradores pueda conceder este tipo de retribución a los administradores. Cualquier modificación significativa en los términos y condiciones de los planes debe ser sometida a la aprobación de la junta

---

<sup>91</sup> Sobre esta especial forma de retribución v. por todos SÁNCHEZ ANDRÉS, A., "Las llamadas *stock options* y las fórmulas mágicas de la ciencia jurídica", en *Derecho de sociedades. Libro Homenaje a Fernando Sánchez Calero*, pp. 1485 y ss.

general anual con carácter previo. En estos casos, los accionistas deberán ser informados de las modificaciones propuestas así como de los motivos que han llevado a tales modificaciones.

Lo anterior no será aplicable respecto de aquellos planes en que se ofrezca la participación en términos similares a los empleados de la sociedad cotizada o de sus filiales que hayan sido elegidos para participar en el plan y se haya obtenido la aprobación de la junta general.

Finalmente, la Recomendación establece la necesidad de aprobación de la junta general siempre que, en los supuestos en que la legislación de los Estados miembros o los estatutos de la sociedad lo permitan, se pretenda adoptar un plan de entrega de opciones bajo el que se concedan derechos de suscripción de acciones a precios inferiores a los de mercado en la fecha en que se determine el precio de ejercicio o a precios inferiores al valor medio del precio de mercado en un número de días previos a la fecha en que se determine el precio de ejercicio.

En definitiva, todos aquellos extremos que afecten o puedan afectar la determinación de la retribución de los administradores basada en la participación en planes de incentivos retributivos, entregas de acciones u opciones sobre acciones, deben ser aprobados por la junta general con carácter previo.

#### *8.4 ¿Cambios en la regulación de la junta general?.*

La adaptación a la Recomendación consistente en la incorporación de sus distintos apartados en el ordenamiento español creemos va a exigir cambios en la legislación del mercado de valores y en la legislación societaria. En este segundo ámbito, las previsiones sobre la celebración de la junta y la deliberación y decisión de los accionistas con respecto a la



política retributiva y a sus eventuales modificaciones van a incidir en distintas disposiciones de la LSA.

Así sucede con el régimen de la junta general ordinaria, al ser ésta a la que se atribuye la competencia para tratar la cuestión de la retribución de los administradores. Aunque el informe retributivo se integre en las cuentas anuales y, en consecuencia, su debate esté comprendido en las competencias objetivas que contempla el art. 95 LSA, la cobertura de la exigencia de una específica mención en el orden del día (apartado 4.1 de la Recomendación), o la necesidad de advertir a los accionistas de que la junta deberá adoptar un acuerdo al respecto (apartado 4.3), probablemente obligue a una adición en el citado precepto. Asimismo, será necesario determinar si los estatutos deben prever todas las formas de retribución que pueden ser empleadas por las sociedades o si se mantiene la actual regulación del artículo. 130 LSA.

También parece difícil evitar modificaciones legislativas al incorporar el voto de los accionistas con carácter imperativo o vinculante o sin él. Esta es una opción que si acoge el legislador español, pudiera impulsar una modificación del art. 212 LSA. En lo relativo al quórum mínimo de derechos de voto que legitima a los accionistas para exigir que la junta vote el informe retributivo (art. 4.3 de la Recomendación), dada la primacía de las disposiciones nacionales que permiten a los accionistas proponer la adopción de un acuerdo, no parece contemplarse una necesaria modificación, puesto que el quórum del 5% que contempla el art. 100.2 y 3 LSA no puede ser limitado por el que prevé la Recomendación (el 25% de los derechos de voto). Sin embargo, sí parece obvio que el art. 130, párrafo segundo, LSA, precisará de una revisión para su adaptación al contenido imperativo de la Recomendación en cuanto a la retribución por medio de acciones u opciones sobre éstas.

Por último, también habrá que establecer una previsión especial si se opta por dejar el informe retributivo fuera de las cuentas anuales. Habrá entonces que establecer una mención que incluya la deliberación y, en su caso, el voto vinculante o no en los asuntos competencia de la junta general.

## **9. LA RETRIBUCIÓN POR MEDIO DE ACCIONES U OPCIONES SOBRE ACCIONES.**

### *9.1 Regulación de esta forma de retribución.*

Ya apuntamos que la Recomendación recoge de forma específica un apartado en el que se regula la información que sobre los planes de entrega de acciones u opciones sobre acciones debe incluirse en el informe retributivo. Se trata de una alternativa retributiva altamente polémica, tanto por su alcance, como por sus consecuencias negativas. En cuanto a su difusión, el mercado español no ha alcanzado los límites observados en aquellos mercados de valores en donde su difusión hace algunos decenios permitió hablar de una auténtica orgía de *stock options*<sup>92</sup>. Precisamente esa circunstancia es la que se ha subrayado a la hora de explicar algunos de los más sonoros escándalos societarios, cuya razón de ser estaría en la obsesión de los directivos por llevar y mantener los índices bursátiles de las acciones contempladas por sus opciones a límites absolutamente

---

<sup>92</sup> BLAIR, M.M., "Shareholder Value, Corporate Governance, and Corporate Performance", en AA.VV., *Corporate Governance and Capital Flows in a Global Economy* (dirs. Cornelius y Kogut), Nueva York (2003), p. 61. Para un análisis de este sistema en Derecho norteamericano, v. PUYOL, B., "El régimen mercantil de las *stock options* en Derecho norteamericano", RdS 16 (2001), pp. 485 y ss.

injustificados si se ponían en relación con la evolución de la actividad y resultados de la sociedad<sup>93</sup>.

El hecho de conceder a los administradores y directivos acciones u opciones de compra de acciones de la sociedad constituye una forma de vincular su remuneración al valor futuro de la empresa y de esta forma crear incentivos que aumenten su productividad. En cualquier caso, debe garantizarse la fidelidad de los administradores y directivos a la sociedad mediante el sometimiento de estos planes a determinadas restricciones, condicionamiento del ejercicio de la opción al transcurso de un periodo de tiempo, intransmisibilidad de las acciones durante un plazo preestablecido o mantenimiento de la relación del ejecutivo con la sociedad un número de años determinado.

En la actualidad son diversas las disposiciones que la legislación societaria y del mercado de valores contienen tendentes a regular esta forma de retribución y a garantizar, sobre todo, la publicidad de tales planes. Junto a la previsión societaria (el repetidamente citado párrafo segundo del art. 130 LSA), existen una serie de normas que establecen la obligación de las sociedades cotizadas de informar a la CNMV de los sistemas de retribución de administradores y directivos adoptados y, en especial, de aquellos basados en la entrega de acciones o de opciones de la sociedad<sup>94</sup>. Así, el artículo 53 de la LMV impone a los administradores de sociedades cotizadas la obligación de comunicar a la propia sociedad, a las

---

<sup>93</sup> No obstante, una de las mayores críticas de que fue objeto este particular régimen de retribución de los administradores se refería a la falta de transparencia de su articulación en España o "notoria opacidad" con la que empezaron a proliferar en nuestro país este tipo de programas de opciones (v. a este respecto SÁNCHEZ ANDRÉS, A., "Las llamadas *stock options*...", *cit.*, p. 1489).

<sup>94</sup> V. IBAÑEZ JIMÉNEZ, J., *Stock options. Regulación, economía, política retributiva y debate social*, Madrid (2000) y SÁNCHEZ ANDRÉS, A., "*Stock options*, asistencia financiera de la sociedad y otras paradojas (el revés de la trama)", en *La retribución de los administradores en las sociedades cotizadas*, Madrid (2003), pp. 106 y ss.

Bolsas en que sus acciones se negocien y a la CNMV la adquisición de acciones de la sociedad que gestionan con independencia de la cuantía<sup>95</sup>.

Las disposiciones adicionales decimoquinta y decimosexta de la LMV regulan el deber de los administradores y los directivos de sociedades cotizadas de comunicar a la CNMV el establecimiento a su favor, y las eventuales modificaciones ulteriores, de cualquier sistema de retribución que conlleve la entrega de acciones de la sociedad en la que ejercen su cargo, de derechos de opción sobre éstas o cuya liquidación se halle vinculada a la evolución del precio de esas acciones. Para facilitar el cumplimiento de esta obligación, la CNMV elaboró la Circular 4/2000 de 2 de agosto, en la que se concretan los modelos para llevar a cabo las comunicaciones de derechos de opción y sistemas retributivos de administradores y directivos de sociedades cotizadas antes referidas<sup>96</sup>.

Ahora bien, a pesar de todas estas disposiciones, que imponen la obligación de incluir "información detallada e individualizada sobre las acciones y opciones o liquidaciones que corresponden a administradores y directivos", son muchas las sociedades cotizadas que no han informado a sus accionistas cuál era la retribución percibida por cada uno de los consejeros y se han limitado a incluir en las cuentas anuales datos globales relativos a la totalidad del consejo.

---

<sup>95</sup> Este artículo fue desarrollado por el Real Decreto 377/1991 de 15 de marzo, sobre comunicación de participaciones significativas en sociedades cotizadas y de adquisiciones por éstas de acciones propias, a su vez modificado por el Real Decreto 1370/2000 de 19 de julio, con el fin de introducir en su ámbito la obligación establecida en la Ley de Acompañamiento de los Presupuestos Generales del Estado para el año 2000 referente a la comunicación que los administradores deben realizar de las *stock options*, *warrants*, obligaciones convertibles o canjeables o cualesquiera otros valores que les atribuyan el derecho a suscribir o adquirir acciones de la sociedad que administran de que sean titulares.

<sup>96</sup> los modelos incluyen toda una serie de información que debe hacerse pública por las sociedades y que coinciden en gran medida con la información que la recomendación que examinamos obliga a incluir en el informe retributivo respecto a los planes de entrega de acciones u opciones sobre acciones.

*9.2 Disposiciones de la Recomendación relativas a la publicidad de los planes de entrega de acciones u opciones sobre acciones.*

La información relativa a los planes de opciones u acciones sobre acciones debe ser individualizada y detallada por cada administrador y, como acabamos de ver, su establecimiento debe ser aprobado por la junta general (v. *supra* 8.3).

Además, la Recomendación en su apartado 5.4 establece la información que debe contener el informe retributivo en relación con estos planes retributivos que debe hacer referencia a los siguientes extremos:

(a) el número de opciones sobre acciones concedidas por cada sociedad durante el ejercicio fiscal relevante y las condiciones de su aplicación;

(b) el número de opciones ejercitadas durante el ejercicio fiscal relevante y respecto de cada una de ellas, el número de acciones que se han entregado y el precio de ejercicio de la opción o el valor del interés en el plan de incentivo al final del ejercicio fiscal;

(c) el número de opciones no ejercitadas al final del ejercicio fiscal, su precio de ejercicio, la fecha de ejercicio de las mismas y las condiciones principales del ejercicio de los derechos;

(d) cualquier cambio en los términos y condiciones de las opciones concedidas existentes que se haya producido en el ejercicio fiscal.

La obligación de que la junta general apruebe los planes de entrega de acciones u opciones sobre acciones y sus condiciones generales ya está recogida en nuestro ordenamiento en el artículo. 130.2 LSA, que, además, regula el contenido mínimo que debe tener ese acuerdo. Ahora bien, la Recomendación en este aspecto ha venido a ampliar la información que anualmente debe darse a la junta general sobre estos planes, por lo que a

nuestro juicio será necesario proceder a una modificación de este precepto de la LSA para adaptarlo a las disposiciones de la Recomendación. En cualquier caso, es importante que se tenga en cuenta que lo que, en definitiva, se pretende es que los accionistas tengan información completa sobre el establecimiento de estos planes y sus condiciones que les permita adoptar el acuerdo previo a su adopción con pleno conocimiento de causa.

## **10. CONCLUSIÓN.**

Dentro del impulso decidido a favor de a la reforma efectiva del Derecho europeo de sociedades, la Comisión ha situado la retribución de los administradores de las sociedades cotizadas como una de sus prioridades. Al hacerlo por medio de una Recomendación, la Comisión ha propuesto a los Estados miembros que sean éstos los que adopten las oportunas medidas de aproximación de sus respectivas legislaciones, a partir del mínimo común consistente en las medidas establecidas por la Recomendación. Para algunos Estados, las medidas propuestas por la Recomendación no implicarán novedades sustanciales. Para otros, entre los que figura España, la adaptación a la iniciativa comunitaria obligará a adoptar medidas que han sido repetidamente reclamadas.

La Recomendación presenta dos orientaciones fundamentales, vinculadas ambas con los principios del buen gobierno corporativo. La primera implica someter la retribución de los administradores y directivos a un régimen informativo especial. Este régimen se caracteriza por su alcance: deberá informarse sobre la retribución individual de cada administrador y por los distintos conceptos remuneratorios. La segunda orientación contempla que la junta general tenga pleno y previo conocimiento de la retribución de los administradores pudiendo incluso

condicionarse la efectividad de la retribución a su previa aprobación por la junta. Se pone así a disposición de los accionistas una información que va a facilitar el control por ellos de los administradores y una mejor determinación de eventuales situaciones de conflicto entre el interés social y los particulares de los administradores.

Por último, debemos recordar que dada la naturaleza de algunas medidas previstas por la Recomendación, es previsible que deban reformarse algunos preceptos de la LSA y de la LMV que consientan la aplicación imperativa de las disposiciones de la Recomendación en nuestro ordenamiento.