

LA RETRIBUCIÓN VARIABLE DE LOS CONSEJEROS EJECUTIVOS TRAS LA REFORMA DEL RÉGIMEN LEGAL SOBRE RETRIBUCIÓN DE LOS ADMINISTRADORES DE LAS SOCIEDADES DE CAPITAL

ANTONIO RONCERO SÁNCHEZ

Catedrático de Derecho Mercantil

de la Universidad de Castilla-La Mancha

Fecha de recepción: 28/03/2016

Fecha de aceptación: 18/04/2016

SUMARIO: 1. INTRODUCCIÓN: LA NECESIDAD DE UNA REFORMA. 2. LA REFORMA DEL RÉGIMEN DE RETRIBUCIÓN DE LOS ADMINISTRADORES A TRAVÉS DE LA LEY 31/2014, DE 3 DE DICIEMBRE, DE REFORMA DE LA LEY DE SOCIEDADES DE CAPITAL Y DEL NUEVO CÓDIGO DE BUEN GOBIERNO. 2.1 Aspectos básicos de la reforma. Principales defectos de técnica y política jurídica del nuevo régimen legal sobre responsabilidad de administradores. 2.2 En particular, la reforma del régimen aplicable a determinadas modalidades de retribución variable. 2.2.1 Modificaciones del régimen legal. 2.2.2 El nuevo marco de recomendaciones de buen gobierno en lo relativo a las retribuciones variables. 3. LA RETRIBUCIÓN VARIABLE COMO MECANISMO RETRIBUTIVO DE LOS CONSEJEROS EJECUTIVOS. 4. NOTA BIBLIOGRÁFICA.

RESUMEN: La retribución de los administradores de las sociedades de capital constituye uno de los aspectos más importantes y controvertidos del régimen aplicable a las sociedades de capital que, en los últimos años, se encuentra permanentemente en el centro del debate público, no sólo jurídico sino también político y social. En el contexto de la reciente crisis financiera, los sistemas de retribución de los administradores han sido directamente señalados como una de las principales causas que han conducido a dicha

crisis. Ello ha desencadenado en la generalidad de los ordenamientos jurídicos un nuevo movimiento de reforma del régimen aplicable a las retribuciones de los administradores de las sociedades, sobre todo de las sociedades cotizadas y de las entidades financieras, que en España se ha llevado a cabo fundamentalmente a través de la adopción de normas especiales dirigidas a estas entidades y, sobre todo, como consecuencia de la reforma de la Ley de sociedades de capital por la Ley 31/2014, de 3 de diciembre. En el presente trabajo se ofrece una breve síntesis del contenido y alcance de esta reciente reforma en materia de retribución de administradores y, a partir de ello, se presta especial atención al régimen aplicable a las retribuciones variables particularmente como mecanismo de remuneración de los administradores que desarrollan funciones ejecutivas.

ABSTRACT: Directors' compensation is one of the most important and controversial aspects of legal regulation applicable to corporate companies. In recent years, it is permanently at the core of public discussion, not only from a legal point of view but also from a political and a social one. In the context of the recent financial crisis, the compensation systems have been directly identified as one of the main grounds that led to the crisis. In most legal systems this has triggered a new reform movement of directors' compensation regulation, particularly of listed companies and financial institutions. In Spain it has been carried out mainly through the adoption of special rules to these entities and, above all, as a result of the reform of the *Capital Companies Act* by Act 31/2014, of December 3th. The present paper provides a brief summary of the content and scope of this latest reform on directors' compensation and, from this, it gives special attention to the rules for variable remuneration, particularly as a mechanism for compensation of the directors who develop executive functions.

PALABRAS CLAVE: Retribución variable, remuneración de administradores, sociedades de capital, Derecho de sociedades.

KEYWORDS: Variable remuneration, director's compensation, director's remuneration, capital corporations, Company Law.

1. INTRODUCCIÓN: LA NECESIDAD DE UNA REFORMA

Pocas materias relativas al régimen legal aplicable a las sociedades de capital resultaban tan necesitadas de reforma como la relativa a la retribución de los administradores sociales. Ante todo, porque el régimen general anterior, previsto en la Ley de sociedades de capital (en adelante, LSC) y complementado para las sociedades cotizadas con las recomendaciones contenidas en el entonces vigente Código Unificado de Buen Gobierno de 2006,¹ presentaba importantes deficiencias e insuficiencias. Éstas podían sistematizarse en torno a tres grupos de dudas interpretativas y problemas de aplicación relativos, respectivamente, a: la determinación del órgano competente para fijar la retribución de los administradores², la determinación del grado o nivel de concreción estatutaria del régimen retributivo³ y, finalmente, a la delimitación del régimen aplicable en particular a la

.....

1 Junto a este régimen general, en los últimos años se fueron introduciendo numerosas especialidades en relación con la retribución de administradores de entidades financieras (introducidas a través de una sucesión de reformas legislativas que se inició con la Ley 6/2011, de 11 de abril, desarrollada por el RD 771/2011, de 3 de junio, continuó con el Real Decreto-Ley 14/2013, de 29 de noviembre, modificó la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros y culminó con la Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de las entidades de crédito) que, en general, constituyen un avance muy sustantivo respecto al régimen general particularmente en lo que se refiere al establecimiento de límites y mecanismos de control de la retribución; sobre estas reformas pueden verse, entre otros, ORTIZ DE JUAN, J. M., «La retribución de la alta dirección de las entidades financieras: de los nuevos principios a las normas de obligado cumplimiento», *RDBB*, 123, Julio-septiembre 2011, pp. 203 a 228, GARCÍA ÁLVAREZ, B., «Posibles límites a la remuneración de los administradores en un contexto de crisis económica», en ABRIANI, y EMBID IRUJO (Dirs.), *Crisis económica y responsabilidad en la empresa*, Granada, 2013, p. 179 y ss. y GIRBAU PEDREGOSA, R., «Restricciones a la remuneración de administradores y directivos de entidades de crédito: modos, intervención y gobierno corporativo», *RDBB*, 129, 2013, págs. 173 y ss.

2 Cuestión que se resolvía con mayor o menor precisión en relación con las sociedades de responsabilidad limitada (en este sentido, el apartado 2 del art. 217 LSC determinaba que «en la sociedad de responsabilidad limitada, cuando la retribución no tenga como base una participación en los beneficios, la remuneración de los administradores será fijada para cada ejercicio por acuerdo de la junta general de conformidad con lo previsto en los estatutos») pero que incomprensiblemente todavía permanecía abierta en relación con las sociedades anónimas después de más de cincuenta años transcurridos desde la entrada en vigor de la Ley de sociedades anónimas de 1951.

3 A este respecto, la Ley se limitaba a exigir la constancia en los estatutos del sistema de retribución, sin mayores precisiones, lo que permitió una doctrina estricta de la DGRN y una interpretación del TS todavía más rígida que exigió que el sistema de retribución permitiese determinar con total certeza y sin margen alguno a la indeterminación, la remuneración de los administradores. Sobre esta rígida interpretación, recogida especialmente en las SSTs de 13 de noviembre de 2008, y sus riesgos pueden verse, entre otros, PAZ-ARES RODRÍGUEZ, J. C., «Retribución de administradores: *ad imposibilianemotenetur!* (A propósito de dos sentencias recientes)», *Indret*, 2, 2009 o también nuestro anterior trabajo «Grado de concreción del sistema retributivo de los administradores en los estatutos sociales de una sociedad anónima», *Rds*, 32, 2009, pp. 79 y ss. Para una síntesis reciente sobre la doctrina de la DGRN en relación con las cláusulas estatutarias sobre retribución de administradores puede verse también SÁNCHEZ RUS, H., «Las cláusulas estatutarias relativas a la retribución de los administradores en las sociedades de capital», *La Ley Mercantil*, 14, Mayo 2015, pp. 3 y ss. y RUIZ MUÑOZ, M. «La retribución de los administradores y altos ejecutivos de las sociedades de capital: libertad, transparencia y control (la modificación de la LSC por la Ley 31/2014 y el ALCM)», en AA.VV., *Estudios sobre el futuro Código Mercantil. Libro homenaje al Profesor Rafael*

retribución por el desempeño de funciones ejecutivas en los casos en los que el órgano de administración se estructurase como Consejo de administración⁴.

A su vez, podía apreciarse una notable distancia entre el régimen legal previsto en Derecho español y el contemplado en otros ordenamientos jurídicos de nuestro entorno; no sólo en lo que respecta al régimen vigente sino también a sus respectivas líneas de evolución, que en Derecho comparado se orientaban a la consecución de una pluralidad de objetivos relativos a aumentar y mejorar la transparencia, a introducir límites o exigencias sobre estructura y contenido de las retribuciones, o a establecer un mayor control de los accionistas y una mayor implicación de éstos en la determinación de la retribución. Por otra parte, en relación con las sociedades cotizadas, las recomendaciones de buen gobierno vigentes en nuestro país tampoco fueron eficaces para corregir las deficiencias del régimen legal. Por un lado, porque las recomendaciones relativas a la retribución se situaban año tras año entre las menos seguidas del Código Unificado⁵ y por otro, porque resultaban insuficientes en sí mismas para evitar y corregir comportamientos inapropiados.

Esta situación, si no propiciaba, al menos no permitía impedir comportamientos abusivos. En relación con ello, en algunos momentos y como consecuencias de algunos escándalos, se llegó a extender un cierto convencimiento sobre el incumplimiento generalizado del régimen legal. En la praxis podía apreciarse falta de adaptación de los estatutos a las exigencias legales, omisión en los estatutos de sistemas retributivos o inconcreción de los previstos y, como consecuencia de ello: pago de retribuciones extraestatutarias, abusos en la utilización de ciertas modalidades retributivas, particularmente los planes de opciones, las contribuciones a planes de previsión social y las indemnizaciones por finalización en el cargo, ausencia de criterios sustantivos para la determinación de la retribución, criterios de fijación de retribuciones poco claros y transparentes, o blindajes opacos y excesivos, entre otras muchas deficiencias.



Illescas Ortiz, Madrid, 2015, pp. 860 a 893, en particular, pp. 864 y ss. En general, sobre la evolución del Derecho español en esta materia vid., por todos, QUIJANO GONZÁLEZ, J., «Retribución de consejeros y directivos: la reciente evolución en el Derecho español», en AA.VV., *Estudios de Derecho mercantil en homenaje al Profesor José M^a. Muñoz Planas*, Cizur Menor, 2011, pp. 704 y ss.

4 Esta cuestión trató de resolverse mayoritariamente en la doctrina y jurisprudencia sobre la base de la denominada «teoría del vínculo», en cuya virtud se entendía que la relación jurídico-mercantil derivada del nombramiento como administrador absorbía cualquier otra relación (que, por tanto, resultaba incompatible con aquélla), cualquiera que fuese su carácter (laboral, civil, mercantil), que tuviese por objeto regular el desarrollo de funciones ejecutivas o de alta dirección por el administrador, sin perjuicio de ciertas posiciones doctrinales muy solventes que cuestionaban esta posición mayoritaria (vid., en particular, PAZ-ARES RODRÍGUEZ, J. C., «El enigma de la retribución de los consejeros ejecutivos», *Indret*, 1, 2008).

5 Cfr. las recomendaciones 35 a 41, 57 y 58 del Código Unificado de Buen Gobierno. Algunas de las recomendaciones de buen gobierno del Código Unificado relativas a retribución de los administradores eran seguidas por menos de un tercio de las sociedades cotizadas, según se desprende de los informes elaborados por la CNMV a partir de los informes anuales de buen gobierno corporativo depositados por estas entidades (vid. nuestro anterior trabajo «La reforma del régimen legal sobre retribución de administradores de sociedades cotizadas: el informe anual de retribuciones de los consejeros y altos directivos», en *Investigación y Publicación del Centro de Gobierno Corporativo del Instituto de Empresa*, 2012, II).

A raíz de la crisis financiera que se desató en 2007, la materia relativa a la retribución de los administradores, particularmente de los consejeros ejecutivos de las entidades financieras, volvió a situarse en el centro del debate público, no sólo como consecuencia de la aparición de comportamientos abusivos como ya había ocurrido en otras ocasiones (percepción de retribuciones desproporcionadas y, en todo caso, desconectadas de la situación económica de las sociedades, fijación de criterios opacos y arbitrarios en el proceso de determinación de las retribuciones), sino porque los sistemas de retribución fueron señalados como una de las principales causas que habían conducido a dicha crisis⁶. De nuevo se desencadenó en la generalidad de los ordenamientos jurídicos un movimiento de reforma del régimen aplicable a las retribuciones de los administradores de las sociedades cotizadas y, muy particularmente, de los administradores de entidades financieras, no sólo dirigido a la revisión de las recomendaciones de buen gobierno corporativo relativas a esta materia⁷ sino sobre todo a la reforma de su tratamiento legal, con una sucesión de medidas tanto a nivel nacional como supranacional.

En este sentido, en Europa, además de las recomendaciones de buenas prácticas en materia de retribuciones⁸, se han multiplicado las iniciativas para impulsar un cambio en la regulación de la retribución de los administradores de las sociedades⁹. Al mismo tiempo, en la generalidad de los países se ha afrontado –en una o varias etapas– la reforma del régimen legal con la adopción de normas que, como se ha señalado anteriormente, van



6 Vid. la Recomendación de la Comisión Europea 2009/385/CE, sobre promoción de un régimen adecuado de remuneración de los consejeros de sociedades cotizadas, complementaria de las Recomendaciones 2004/913/CE, relativa a la remuneración de los consejeros de las empresas con cotización en bolsa y la 2005/162/CE, relativa a las comisiones del Consejo. La relevancia de los sistemas de retribución particularmente de las entidades financieras en relación con la generación y propagación de la reciente crisis financiera provocó que esta materia fue incluso objeto de tratamiento monográfico en la reunión del grupo de los países más industrializados y emergentes (el denominado G20), celebrada los días 24 y 25 de Septiembre de 2009 en Pittsburgh (EEUU).

7 En cualquier caso, las revisiones de los códigos de buen gobierno han incidido invariablemente en todos los países, entre otras cuestiones, específicamente también en la retribución de los consejeros de las sociedades cotizadas; vid., por ejemplo, la actualización del *Deutschen Corporate Governance Kodex* de 24 de junio de 2014, la nueva versión del Código nacional de buen gobierno italiano, aprobado el 14 de julio de 2014, la reformulación de *The UK Corporate Governance Code*, en septiembre de 2014 o la nueva versión del *Code Gouvernement d'entreprise des Sociétés Cotées*.

8 Pueden verse a este respecto la Declaración del Foro europeo sobre la gobernanza empresarial de 23 de marzo de 2009 o los Principios de alto nivel para las políticas de retribución elaborados por el *Committee of European Banking Supervisors* y los Principios del Foro de Estabilidad Financiera para unas buenas prácticas en materia de remuneración, ambos de abril de 2009.

9 Entre otras medidas puede citarse, aparte de las Recomendaciones de la Comisión Europea citadas en la nota 6 anterior, el Libro Verde elaborado por la Comisión Europea sobre el gobierno corporativo en las entidades financieras (COM (2010), 284 final, de 2 de junio de 2010) y también el *Green Paper* «The EU corporate governance framework», COM (2011), 164 final, Bruselas, 5 de abril de 2011, todos ellos con cuestiones relativas a la determinación del régimen aplicable a la retribución de las sociedades. A su vez, con fecha 9 de abril de 2014, se propuso una modificación de la vigente Directiva, sobre el ejercicio de los derechos de los accionistas de las sociedades cotizadas (Directiva 2007/36/CE), que, entre otras cuestiones, contempla el carácter vinculante de la medida «*sayonpay*» (aprobación en junta general de la política de remuneración, que incluya un límite máximo de remuneración, aplicable a los administradores cada tres años y aprobación cada año con carácter consultivo del informe anual de remuneraciones).

orientadas no sólo al aumento de la transparencia en las retribuciones percibidas por los administradores sino también a introducir medidas sobre la estructura y contenido de éstas, así como a imponer límites en algunas modalidades o sistemas retributivos, o a impulsar los mecanismos de control de las retribuciones para conseguir una mayor implicación de los socios en su determinación¹⁰.

En este período, en España, el régimen general sobre retribución de administradores experimentó una sola reforma destinada a las sociedades cotizadas y focalizada –en exclusiva– en el aumento de la transparencia de las retribuciones, medida sin duda imprescindible pero también insuficiente por sí sola¹¹. En este sentido, la Ley 2/2011, de 4 de marzo, de economía sostenible introdujo un nuevo artículo 61 *ter* en la Ley del Mercado de Valores imponiendo en sede de sociedades cotizadas el deber de formular anualmente un informe sobre las remuneraciones satisfechas al órgano de administración, norma que fue complementada y desarrollada mediante la Orden del Ministerio de Economía y Competitividad 416/2013, de 20 marzo y de la Circular CNVM 4/2013, de 12 de junio. En su conjunto, ésta supuso un aumento muy significativo de las exigencias de transparencia en relación con la retribución de los administradores en este

.....

10 Cfr., por ejemplo, en Alemania la *Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung* (VorstAG), de 31 de julio de 2009, dirigida no sólo a aumentar la transparencia de las retribuciones percibidas sino también, por un lado, a corregir la tendencia hacia la fijación de objetivos que incentivan una gestión arriesgada a corto plazo y, por otro, a fomentar la sostenibilidad de las empresas sobre la base de incentivos a la remuneración que se dirijan a fomentar una gestión duradera y a largo plazo, a la vez que, paralelamente, se intensificó la responsabilidad de los miembros del Consejo de Vigilancia en su condición de órgano competente para fijar la retribución de los miembros de la Dirección al imponerles un régimen más estricto en la fijación de una remuneración adecuada e, incluso, el deber de reducir la remuneración a través de rigurosas normas de responsabilidad por el incorrecto cumplimiento de estas obligaciones. En el Reino Unido el proceso de reforma, originado a partir del movimiento de activismo accionarial conocido como «*shareholders' spring*», cristalizó con la aprobación el 25 de abril de 2013, de la *Enterprise and Regulatory Reform Act 2013*, cuyos cambios más relevantes han sido el de someter la política de retribuciones al voto de la junta general cada tres años (de forma autónoma y separada del informe anual de retribuciones) y exigir que las indemnizaciones por cese deban ser conforme a la política de retribuciones aprobada o sometida a la aprobación de los accionistas, contemplando igualmente posibles restricciones al pago de retribuciones y las consecuencias jurídicas que puedan derivarse de un pago no autorizado (normativa que se ha complementado con otra norma, *The Large and Medium-sized Companies and Groups (Accounts and Reports) (Amendment) Regulations 2013*, que determina cómo debe presentarse la información relativa a la retribución de los administradores incluido el informe que debe ser aprobado por la junta general). Por su parte, en Francia se han introducido una serie sucesivas de reformas legislativas de distinta trascendencia y alcance (cfr., entre otras, la Ley 2001-420, de 15 de mayo de 2001, relativa a las nuevas regulaciones económicas, la Ley 2003-706, de 1 de agosto de 2003, de seguridad financiera, la Ley 2005-842, de 26 de julio de 2005, por la confianza y modernización de la economía, la Ley 2006-1170, de 30 de diciembre de 2006, por el desarrollo de la participación y del accionariado asalariado, la Ley 2007-1123, de 21 de agosto de 2007, en favor del trabajo, del empleo y del poder adquisitivo, o los Decretos 2009-348, de 30 de marzo de 2009, relativo a las condiciones de remuneración de los directivos de empresas ayudadas por el Estado o beneficiarias de soporte del Estado como consecuencia de la crisis económica y de los responsables de empresas públicas y 2009-445, de 22 de abril de 2009, relativo a la modernización del funcionamiento de los fondos de desarrollos económico y social). En Italia, las reformas se han concentrado, en particular, en el Decreto Legislativo 259, de 30 de diciembre de 2010, sobre transposición de las Recomendaciones de la Comisión Europea 2004/913/CE y 2009/385/CE en materia de administradores de sociedades cotizadas. Y, finalmente, en EEUU debe citarse, fundamentalmente, la *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, de 5 de enero de 2010.

11 Sobre la trascendencia de la transparencia como mecanismo de control de la retribución vid., por todos, J. SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., «La retribución de los administradores de sociedades cotizadas (La información societaria como solución)», *RdS*, 28, 2007, pp. 19 a 58.

subtipo de sociedad de capital, aunque también adoleciera de algunos defectos como: falta de precisión en relación con la información sobre ciertos sistemas de retribución, desorden sistemático, o ausencia de referencia a algunos sistemas retributivos. Pero, sobre todo, presentaba una evidente desconexión con el régimen legal contenido en la LSC¹².

Paralelamente y sin perjuicio de esta reforma puntual, en la praxis y en relación con las grandes sociedades (cotizadas) podía apreciarse un incremento sostenido de las retribuciones de los administradores sin correspondencia con la evolución de los resultados de las compañías ni tampoco de las cotizaciones de los valores representativos de su capital¹³. Esto, unido a la reducción de beneficios, provocó un aumento del peso específico de los salarios en el resultado de las compañías¹⁴, al margen de incrementarse la diferencia porcentual media entre las retribuciones satisfechas a los administradores y las percibidas por el conjunto de los trabajadores de cada sociedad¹⁵. Debe advertirse, no obstante, que los beneficios de las sociedades comenzaron a repuntar de nuevo en 2013 e, igualmente, también que la cotización bursátil ha aumentado entre tanto las retribuciones de los administradores se han contenido o, incluso, han disminuido. Pero también que ello se ha producido tras un período de más de siete años de intensa crisis económica y de extraordinaria presión social y política sobre la retribución percibida por los administradores de las grandes sociedades.



12 Así, ese nuevo régimen, particularmente el contenido en el desarrollo reglamentario, se refería a la necesidad de informar sobre aspectos de la retribución que iban más allá de lo exigido en la disposición legal que imponía la obligación de elaboración del informe y que no se correspondían con exigencias del régimen legal sobre retribución de administradores de sociedades cotizadas. Es decir, se exigía informar sobre la adopción de ciertas medidas (para garantizar que la política de remuneración de los consejeros atiende a los resultados a largo plazo de la sociedad, para establecer un equilibrio adecuado entre los componentes fijos y variables, para fijar la retribución de aquellas categorías de personal cuya actividad tenga repercusión en el perfil de riesgos de la entidad, para reclamar la devolución de componentes variables de la retribución cuando se hayan pagado atendiendo a datos inexactos, para evitar conflictos de interés) pero ninguna norma legal imponía a las sociedades cotizadas el deber de adoptar dichas medidas.

13 En 2011, en las sociedades del IBEX35 la retribución de los consejeros aumentó, por término medio, un 5 por 100 (la de los consejeros ejecutivos, un 8,3 por 100) y en 2012, un 5,05 por 100, un incremento que no guarda correlación con la evolución de los resultados de las compañías (las del IBEX35 experimentaron un descenso del 33,9 por 100 en 2011 y del 57,67 por 100 en 2012) ni con la evolución de las cotizaciones de los valores representativos de su capital (con una caída del 13,37 por 100 en 2011 y del 6,38 por 100 en 2012). Los datos contenidos en el informe CNMV sobre IAGC de 2012 contradicen en parte estos resultados pues ahí se afirma que en 2012 la retribución ha aumentado sólo un 1 por 100 y ello obedece a una indemnización puntual de una compañía (que pagó 24,7 millones de euros); sin contar esta operación excepcional, la retribución media habría disminuido un 5,5 por 100.

14 El peso específico de las retribuciones en los resultados de las compañías pasó de representar un 0,6 por cien del beneficio en 2007, a un 0,9 por cien en 2011, con incrementos porcentuales espectaculares en algunos casos en los que se duplicó e, incluso, triplicó dicho porcentaje.

15 En España, un estudio realizado por el sindicato CCOO en 2011 indicaba que la ratio había pasado de ser 76,4 veces el salario promedio de los trabajadores de la compañía a 83,6 veces. En otros países, esta diferencia provocó iniciativas dirigidas a limitar la retribución de los directivos de las grandes sociedades (así, en Suiza la iniciativa 1:12, surgida como consecuencia de que el salario medio de los directivos de las sociedades cotizadas suizas es 73 veces superior al salario medio de los trabajadores peor pagados de la compañía, se resolvió con un referéndum que finalmente no prosperó –el resultado del referéndum celebrado el día 24 de noviembre de 2013 fue el rechazo de la iniciativa con el 65 por 100 de los votos–).

En suma, no parece cuestionable que –atendiendo a la situación del Derecho positivo en España, a los problemas de aplicación e interpretación que planteaba el régimen legal y a las disfunciones que se apreciaban en la praxis– resultaba absolutamente necesario y urgente abordar la reforma del régimen legal sobre retribución de administradores. y todo ello aunque las últimas reformas –las dirigidas a las sociedades cotizadas y, muy especialmente, a las entidades financieras– hubiesen implicado una cierta mejoría de la situación¹⁶. Esta reforma finalmente se ha llevado a cabo a través de la Ley 31/2014, de 3 de diciembre, para la mejora del gobierno corporativo. Ha supuesto una profunda modificación del régimen contemplado en la Ley de sociedades de capital con carácter general para todas las sociedades de capital y también, en particular, de las especialidades previstas para las sociedades cotizadas –régimen éste último que se complementa con las recomendaciones de buen gobierno en materia de retribución para sociedades cotizadas contenidas en el nuevo Código de Buen Gobierno (CBG) aprobado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores en Febrero de 2015. Con posterioridad a esta importante reforma se ha introducido también una modificación, de menor entidad pero igualmente muy significativa, en el régimen sobre transparencia de la retribución de los administradores en sociedades no cotizadas mediante la reforma del art. 260 LSC relativo a la delimitación del contenido de la memoria que forma parte de las cuentas anuales como consecuencia de la Ley 22/2015, de 20 de julio, de auditoría de cuentas¹⁷.

A partir de estas consideraciones introductorias, en el presente trabajo nos proponemos ofrecer una breve síntesis de estas reformas, señalando las que a nuestro juicio constituyen sus principales deficiencias de técnica y política jurídicas y prestando especial atención a las relativas a las modalidades de retribución variable en la perspectiva de valorar si, en relación con éstas, el nuevo régimen puede suponer un avance significativo en relación con la funcionalidad de los sistemas de retribución variable como mecanismo de incentivo del desempeño del cargo administrador, particularmente en el caso de consejeros ejecutivos.



16 En este sentido, por ejemplo, las medidas introducidas en España sobre limitación de la retribución de los consejeros de las entidades financieras que han recibido ayuda pública (estableciendo un límite cuantitativo máximo para los ejecutivos de entidades participadas situado en 500.000 euros anuales y en 300.000 si la participación pública es mayoritaria), han implicado una reducción de las retribuciones de estos administradores de entre un 20 y un 50 por 100 de la que venían percibiendo (como media, la cúpula de los ocho grupos de entidades financieras participadas por el Estado ha cobrado en 2012 un 35,4 por 100 menos que en 2011 –de 34,7 millones pasó a 22,4 millones–).

17 La disposición final cuarta, apartado cinco, de la Ley 22/2015, de 20 de julio, de Auditoría de Cuentas (B.O.E. 21 julio) ha dado nueva redacción al artículo 260 LSC aplicable a los estados financieros que se correspondan con los ejercicios que comiencen a partir de 1 de enero de 2016 y cuya entrada en vigor se prevé para el próximo día 17 de junio de 2016.

2. LA REFORMA DEL RÉGIMEN DE RETRIBUCIÓN DE LOS ADMINISTRADORES A TRAVÉS DE LA LEY 31/2014, DE 3 DE DICIEMBRE, DE REFORMA DE LA LEY DE SOCIEDADES DE CAPITAL Y DEL NUEVO CÓDIGO DE BUEN GOBIERNO

2.1 Aspectos básicos de la reforma. Principales defectos de técnica y política jurídica del nuevo régimen legal sobre responsabilidad de administradores

La reforma introducida en la Ley de sociedades de capital a través de la Ley 31/2014, de 3 de diciembre, en materia de retribución de los administradores parte de la diferenciación entre el régimen general aplicable a todas las sociedades de capital (arts. 217 a 219 y 249 LSC) y las especialidades previstas en exclusiva para las sociedades cotizadas (arts. 529 *sexdecies* a 529 *novodecies* LSC). A su vez, el régimen general ha de completarse con las normas sobre transparencia de las retribuciones contenidas en el artículo 260 LSC que también han sido modificadas, si bien no por la Ley 31/2014, sino por la Ley 22/2015, de 20 de julio, de auditoría de cuentas. Y, por su parte, el régimen especial previsto para las sociedades cotizadas se integra también por unas normas especiales de transparencia (art. 541 LSC) y se complementa con las recomendaciones contenidas en el nuevo Código de buen gobierno, de febrero de 2015 (recomendaciones 56 a 64). Al margen de esta diferenciación entre un régimen aplicable con carácter general a todas las sociedades de capital y un régimen especial para las sociedades cotizadas, el nuevo tratamiento normativo de la retribución de los administradores establece igualmente una distinción, cuyo alcance resulta especialmente controvertido, entre la retribución de los administradores «*en su condición de tales*» (expresamente mencionada en el art. 217, apartados 2 y 3, y en el art. 529 *septdecies* LSC) y la retribución «*por el desarrollo de funciones ejecutivas*» (contemplada en los arts. 249 y 529 *octodecies* LSC).

Las diferencias entre el régimen aplicable con carácter general a las sociedades de capital y las especialidades previstas para las sociedades cotizadas son notables y comienzan con el propio punto de partida del régimen sobre retribución que sigue siendo el principio de gratuidad para las sociedades de capital en general (art. 217.1 LSC)¹⁸ pero que, en

.....

18 Con carácter general, la doctrina ha entendido que este principio no se corresponde con el carácter profesional con el que se configura el cargo de administrador en la LSC y el riguroso régimen de responsabilidad previsto (vid., entre otros, TUSQUETS TRÍAS DE BES, F., *La remuneración de los administradores de las sociedades mercantiles de capital*, Madrid, 1998, pp. 29 y 119 y ss.; JUSTE MENCÍA, J., «Retribución de consejeros», en ESTEBAN VELASCO, G. (coord.), *El gobierno de las sociedades cotizadas*, Madrid-Barcelona, 1999, pp. 497 a 536, en particular, p. 499; MARTÍNEZ SANZ, F., «Artículo 130. Retribución», en ARROYO, I. y EMBID IRUJO, J. M. (dirs.), *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas*, Madrid, 2001, II, pp. 1283 y ss., en particular, p. 1344, SÁNCHEZ CALERO, F., *Los administradores en las sociedades de capital*, Madrid, 2007, p. 248), sin perjuicio de quienes entienden que

cambio, para las sociedades cotizadas viene constituido por el carácter necesariamente retribuido del cargo de consejero o miembro del órgano de administración (art. 529 *sex-decies* LSC), aplicable salvo previsión estatutaria expresa en sentido contrario¹⁹. A partir de ello, en el régimen general aplicable a todas las sociedades de capital, ahora en su mayor parte común a las sociedades anónimas y de responsabilidad limitada²⁰, se ha mantenido la exigencia de constancia estatutaria del sistema de remuneración aunque se discuta si esta exigencia alcanza únicamente a los conceptos de retributivos a través de los cuales se satisfaga la retribución a los administradores «*por su condición de tales*» o si también resulta aplicable en relación con la retribución «*por el desarrollo de funciones ejecutivas*». A su vez, se establece la competencia de la junta general para determinar el límite máximo de la remuneración anual del conjunto de los administradores, medida ésta sí referida expresamente a la retribución de los administradores «*en su condición de tales*», y se fijan unos parámetros o criterios generales de orientación del sistema de retribución²¹, aun cuando sea cuestionable el alcance de esta previsión y los medios para el control de su cumplimiento²². El régimen se complementa con dos normas relativas a dos conceptos re-



la opción por el principio de gratuidad quizás sea menos gravosa e imprevisible que la contraria (así FARRANDO MIGUEL, I., «La retribución de los administradores de las sociedades cotizadas y el mercado de los ejecutivos», en *Rds*, 27, 2006, pp. 355 a 435, en particular, p. 379). Siendo el principio de gratuidad el punto de partida, no debe haber inconveniente en admitir cláusulas estatutarias que determinen el carácter gratuito del cargo para unos administradores y retribuido para otros, en atención a las funciones desempeñadas (así también SÁNCHEZ RUS, H., «Las cláusulas estatutarias...», cit., p. 11).

19 Ello determina que, en sociedades cotizadas, sea necesaria la incorporación a los estatutos sociales de la cláusula relativa a la retribución de los administradores bien para establecer el carácter gratuito del cargo o bien para establecer el concreto sistema retributivo (vid. SÁNCHEZ RUS, H., «Las cláusulas estatutarias...», cit., p. 6).

20 La reforma ha suprimido algunas de las diferencias de régimen en materia de retribución de administradores existentes entre sociedades anónimas y de responsabilidad limitada que eran muy significativas. Así, por ejemplo, en materia de determinación del órgano competente para la fijación de la retribución, el art. 217.2 LSC, en su versión anterior a la reforma, atribuía dicha competencia a la junta general en sociedades de responsabilidad limitada lo cual, obviamente, no obedecía a la existencia de diferencias tipológicas entre SA y SRL que justificasen esa atribución competencial sino a la distinta génesis de estas normas. Se mantienen, no obstante, las diferencias en relación con la regulación de la retribución consistente en una participación en los beneficios de la sociedad (art. 218 LSC).

21 A este respecto, el art. 217.4 LSC determina que la remuneración de los administradores «*deberá en todo caso guardar una proporción razonable con la importancia de la sociedad, la situación económica que tuviera en cada momento y los estándares de mercado de empresas comparables*», a lo que se añade que el sistema de retribución «*deberá estar orientado a promover la rentabilidad y sostenibilidad a largo plazo de la sociedad e incorporar las cautelas necesarias para evitar la asunción excesiva de riesgos y la recompensa de resultados desfavorables*».

22 La norma contiene dos partes claramente diferenciadas; de un lado, establece unos límites flexibles aunque quizás también excesivamente genéricos, que podrían servir de base para evitar retribuciones manifiestamente desproporcionadas, sin perjuicio de las dificultades para su aplicación en el caso concreto (¿cómo se determina la «*importancia de la sociedad*»? ¿cuáles son los «*estándares de mercado de empresas comparables*?»), e impone elementos específicos que debe contener el sistema de retribución («*cautelas necesarias para evitar la asunción excesiva de riesgos y la recompensa de resultados desfavorables*») que parecen pensados exclusivamente para ciertos tipos de sociedades de capital (sobre todo, sociedades cotizadas y sociedades que actúen en el mercado financiero) y también para determinados sistemas de retribución (singularmente, la participación en beneficios) y que, por ello, muy probablemente no serán generalizados en el conjunto de sociedades de capital; de otro lado, introduce medidas puramente programáticas de todavía más difícil concreción («*promover la rentabilidad y sostenibilidad a largo plazo de la sociedad*»). Al margen de estas dificultades, debe reconocerse que la introducción de estos criterios supone proporcionar un título de intervención judicial sobre la legalidad de la remuneración de los administradores (FERNÁNDEZ DEL POZO, L., «El misterio de la remuneración...», cit., p. 226) sin perjuicio de que se fundamente en meras orientaciones generales construidas sobre la base de conceptos jurídicos indeterminados que, en todo caso,

tributivos, la participación en beneficios y la remuneración vinculada a las acciones de la sociedad, en cuya regulación se han introducido ciertas modificaciones que analizaremos posteriormente²³, y con una medida de transparencia que se limita a las indicaciones que deben contenerse en la memoria que forma parte de las cuentas anuales (art. 260 LSC). Adicionalmente, no en sede del régimen sobre retribución de administradores sino en el marco de la regulación de la facultad de delegación del Consejo de administración, se impone la exigencia de celebración de un contrato entre la sociedad y el consejero a quien se deleguen competencias del Consejo «o se le atribuyan funciones ejecutivas en virtud de otro título», contrato que deberá detallar los conceptos retributivos para satisfacer la retribución por el desarrollo de dichas funciones y que deberá ser aprobado por el Consejo de administración según el procedimiento previsto en el propio art. 249 LSC.

A partir de este régimen general, los aspectos más destacados en los que se materializa el régimen especial para sociedades cotizadas se refieren a la transparencia sobre las retribuciones y a la implicación de los accionistas en la fijación de la retribución de los consejeros. Por lo que respecta al primer aspecto, tras la reforma se ha incorporado a la LSC el régimen sobre elaboración y publicación de un informe anual sobre retribuciones que anteriormente se contenía en la Ley del Mercado de Valores (art. 541 LSC). Por su parte, respecto a la mayor implicación de los accionistas en la determinación de la retribución de los administradores, como principal novedad en el régimen especial aplicable en sociedades cotizadas, se establece el deber legal de elaborar una política de retribuciones que se impone al Consejo de Administración de las sociedades cotizadas y la obligación de someter dicha política a la aprobación de la Junta General con una periodicidad máxima de 3 años (art. 529 *novodecies* LSC). La Ley también determina el contenido mínimo que ha de contener dicha política en el que se incluye el importe máximo de la remuneración a satisfacer al conjunto de los administradores «por su condición de tales» y, por lo que respecta a la retribución que la sociedad satisfaga a sus consejeros «por el desarrollo de funciones ejecutivas», la cuantía de la retribución fija anual y su variación, los parámetros para la fijación de la retribución variable y las condiciones principales de los contratos celebrados entre la sociedad y los consejeros que desarrollen dichas funciones.

La confrontación del régimen establecido con carácter general para todas las socieda-



también permitirán al juez ponderar la adecuación de las retribuciones acordadas con el interés social en el marco de un proceso de impugnación del acuerdo de fijación de la retribución de los administradores sociales. En este sentido, es dudoso que la fijación legal de dichos criterios permita prescindir de la valoración de la conformidad de una determinada retribución con el interés social en orden a determinar su licitud (de hecho, los criterios contemplados en el apartado 4 del art. 217 LSC parecen descansar en una determinada concepción del interés social que es la que con carácter general se acoge para las sociedades cotizadas –cfr. la Recomendación 12 del Código Unificado de Gobierno Corporativo: «consecución de un negocio rentable y sostenible a largo plazo, que promueva su continuidad y la maximización del valor económico de la empresa»– pero que no es necesariamente extensible al conjunto de las sociedades de capital).

23 Al respecto, véase el apartado siguiente.

des de capital con el régimen especial previsto para las sociedades cotizadas pone de manifiesto diferencias muy significativas en relación con la transparencia de las retribuciones y con los medios de control de los socios²⁴. Si se analizan los documentos preparatorios de la reforma²⁵, se extrae la conclusión de que el diseño de la nueva regulación se ha realizado contemplando exclusiva o preferentemente a las sociedades cotizadas²⁶. A este respecto, es cierto que las retribuciones de los consejeros, especialmente de los consejeros ejecutivos, de las grandes sociedades, particularmente de las cotizadas planteaban el principal problema. Pero ello no significa que el régimen legal anterior a la reforma fuese adecuado para regular las retribuciones de los administradores en sociedades no cotizadas²⁷. Por

.....

24 En materia de transparencia, en relación con las sociedades cotizadas, se incorpora a la LSC la exigencia de elaboración de un informe anual de retribuciones, que ya se contenía en la LMV y que había sido objeto de desarrollo reglamentario (cfr. la Orden del Ministerio de Economía y Competitividad 416/2013, de 20 de marzo y la Circular CNMV 4/2013, de 12 de junio), documento que proporciona una información muy detallada e individualizada de las retribuciones percibidas, por todos los conceptos, por cada uno de los miembros del órgano de administración y que debe someterse a votación consultiva de los accionistas (la votación, que sigue teniendo un carácter meramente consultivo, si bien con la reforma se ha añadido que el rechazo del informe determina ahora la obligación de revisar la política de remuneraciones elaborada por el consejo de administración). En cambio, para las sociedades no cotizadas, el régimen de transparencia se compone exclusivamente de la medida contenida en el art. 260 LSC en cuya virtud se exige que, en la memoria que forma parte de las cuentas anuales, se haga constar «el importe de los sueldos, dietas y remuneraciones de cualquier clase devengados en el curso del ejercicio por el personal de alta dirección y los miembros del órgano de administración, cualquiera que sea su causa, así como de las obligaciones contraídas en materia de pensiones o de pago de primas de seguros de vida respecto de los miembros antiguos y actuales del órgano de administración y personal de alta dirección», exigencia que tras la entrada en vigor el próximo 17 de junio de la modificación introducida por la Ley 22/2015, de 22 de julio, de auditoría de cuentas, se mantiene prácticamente en los mismos términos con una específica previsión en relación con la inclusión en la memoria del pago por la sociedad de la prima del seguro de responsabilidad civil de administradores sociales; en todo caso, antes de la reforma y tras ésta, las informaciones relativas a las retribuciones percibidas por los miembros del órgano de administración han de proporcionarse «de forma global por concepto retributivo» lo que, por tanto, no permite conocer la retribución percibida individualmente por cada uno de los miembros del órgano de administración y de la alta dirección. A su vez, la modificación introducida tiene un aspecto adicional que puede significar una reducción todavía mayor del nivel de transparencia de las retribuciones satisfechas a los miembros del órgano de administración y al personal de alta dirección en las sociedades no cotizadas respecto al existente con anterioridad a la misma: tras dicha reforma, la mención relativa a las retribuciones satisfechas (que se recoge en la indicación undécima del art. 260 LSC) ya no se incluye entre las menciones que necesariamente han de incluirse en la memoria también en caso de sociedades que puedan formular balance abreviado (art. 161 LSC) por lo que, a salvo de que del desarrollo reglamentario pueda derivarse otra conclusión, en principio la indicación relativa a las retribuciones satisfechas no constituye contenido necesario de la memoria en todo caso, lo que puede permitir que la misma se omita en las memorias elaboradas por el numeroso conjunto de sociedades que pueden formular balance abreviado según los criterios establecidos en el art. 257 LSC. Por lo que respecta a los medios de control de las retribuciones por los accionistas, la cuestión se plantea sobre todo en relación con la retribución por el «desarrollo de funciones ejecutivas», que analizamos a continuación, en relación con la cual, en sede de sociedades cotizadas, se prevé que los principales aspectos de los contratos con consejeros ejecutivos se incluyan en la política de retribuciones que ha de elaborar el consejo de administración y someter a la aprobación de la junta general, al menos, cada tres años; en cambio, en relación con las sociedades no cotizadas, no se exige la elaboración de una política de retribuciones que deba someterse a la aprobación de la junta general por lo que los socios no tienen mecanismos, no ya para controlar las retribuciones que se satisfacen a los consejeros ejecutivos, sino ni tan siquiera para conocer cuáles han sido dichas retribuciones.

25 Basta a este respecto con la atenta lectura del apartado 4.10 del Informe de la Comisión de Expertos que ha inspirado (o directamente ha determinado) el contenido de la Ley 31/2014.

26 Al menos en relación con la determinación del régimen sobre retribución, éste es el modelo de compañía que ha tomado en consideración el legislador (en parecido sentido SÁNCHEZ RUS, H., «Las cláusulas estatutarias...», cit., p. 20 y DE ALARCÓN ELORRIETA, M^a L., «Otra vuelta de tuerca a la retribución de los consejeros por funciones ejecutivas en sociedades no cotizadas», *La Ley Mercantil*, 14, Mayo 2015, p. 4).

27 Una acertada y actual síntesis de los problemas que la retribución de los administradores plantea en las sociedades cerradas puede verse en FERNÁNDEZ DEL POZO, L., «El misterio de la remuneración de los administradores de las sociedades no cotizadas. Las carencias regulatorias de la reforma», en *RDM*, 297, julio–septiembre 2015, pp. 199 a 248; también puede verse LEÓN SANZ, F., «Artículo 217...», cit., p. 279.

ello, sin perjuicio de atender las especificidades que puedan plantearse en el supuesto de sociedades cotizadas, la reforma debería haberse planteado tomando en consideración las sociedades de capital en general para, a partir de ello, determinar qué especialidades o qué medidas adicionales podrían ser necesarias en el ámbito de las sociedades cotizadas.

Sin embargo, el proceso que ha llevado a la reforma parece haber sido el inverso: se ha fijado el régimen que se consideraba adecuado para sociedades cotizadas y, después de ello, se ha separado una parte que se ha estimado podría resultar aplicable a todas las sociedades de capital²⁸. La división es arbitraria y, sobre todo, determina que algunas de las medidas que se ha considerado conveniente generalizar a todas las sociedades de capital no se entiendan, o resulten incompletas, sin las que se han previsto con carácter especial únicamente para las sociedades cotizadas. Particularmente, los mecanismos de control y transparencia que se prevén para sociedades cotizadas (aprobación de la política de retribuciones e informe anual sobre retribuciones), más allá de su eficacia para resolver los problemas que se plantean en estas sociedades, no se prevén sin embargo en relación con las sociedades no cotizadas en las que, en consecuencia, se pone de manifiesto un déficit de protección de los socios en relación con la fijación de la retribución de los administradores²⁹.

Con todo, la clave del nuevo régimen radica en la distinción entre la retribución que pueden percibir los administradores «*en su condición de tales*» (art. 217, apartados 2 y 3, y art. 529 *septdecies* LCS) y las que las sociedades pueden satisfacer «*por el desempeño de funciones ejecutivas*» (art. 249, apartado 4 y art. 529 *octodecies* LSC) cuyo alcance e interpretación se ha convertido en la cuestión central en relación con su aplicación. Las diferencias en el tratamiento de una y otra retribución son muy sustantivas. Así, mientras que, en principio, para la fijación de la retribución de los administradores «*por su condición de tales*» parece ser competente la Junta general³⁰, la retribución por el desempeño de funciones ejecutivas se

.....

28 Como señala gráficamente FERNÁNDEZ DEL POZO, L., «El misterio de la retribución...», cit.

29 En este sentido, FERNÁNDEZ DEL POZO, L., «El misterio de la remuneración...», cit., pp. 212 y 226 y ss., habla de un «notable malbaratamiento del régimen tuitivo de la minoría» o directamente de un «envilecimiento de la posición del socio minoritario» en las sociedades no cotizadas; véase también RUIZ MUÑOZ, M., «La retribución de los administradores...», cit., pp. 888 y 889. A este respecto, debe tenerse en cuenta que según estudios empíricos realizados por la doctrina económica, el principal problema de supervisión de la retribución de la dirección de las sociedades, incluso en las sociedades cotizadas, radica en el conflicto entre accionistas mayoritarios y minoritarios (vid., con otras referencias, ARRONDO, R. G.; MÉNDEZ, C. F., y RODRÍGUEZ, E. F., «Influencia de la estructura de gobierno corporativo sobre la remuneración de los consejeros en el mercado español», *Información Comercial Española ICE: Revista de Economía*, 844, 2008, pp. 187 a 203, M. E. LUCAS PÉREZ y J. S. BAIXAULI SOLER, «Supervisión del consejo de administración y estructura de propiedad como determinantes de la retribución de la alta dirección», en *Fundación para el Análisis Estratégico y Desarrollo de la Pequeña y Mediana Empresa (FAEDPYME) International Review*, 2, 2012, pp. 40 a 52, en particular, p. 50 y SÁNCHEZ MARÍN, G.; BAIXAULI SOLER, J. S., y LUCAS PÉREZ, M. E., «Retribución de los altos directivos y gobierno corporativo en las empresas cotizadas españolas», *Universia Business Review*, primer trimestre 2013, pp. 16 a 31).

30 Para las sociedades de capital en general, el art. 217, apartado 3 LSC, determina que el importe máximo de la remuneración anual del conjunto de administradores en su condición de tales deberá ser aprobado por la junta general. Por su parte, para las sociedades cotizadas, el art. 529 *septdecies* LSC establece que esta retribución deberá venir determinada por la política de retribuciones, que ha de someterse a aprobación de la Junta general al menos cada tres años, y deberá incluir necesariamente el importe máximo de la remuneración anual a satisfacer al conjunto de los consejeros en esa condición.

plantea únicamente en los casos en los que la administración de la sociedad se organiza bajo la forma de Consejo de administración, atribuyéndose a este órgano la competencia para determinarla³¹. Por otra parte, la exigencia de constancia estatutaria del concepto o conceptos retributivos a través de los cuales se satisfaga la retribución, se impone expresamente para la retribución de los administradores «*en su condición de tales*» (art. 217, apartado 2, LSC), como consecuencia de lo cual se ha interpretado que esta exigencia no alcanza a los conceptos retributivos que se utilicen para satisfacer la retribución a los administradores por el «*desempeño de funciones ejecutivas*», aun cuando ello haya sido cuestionado desde otras posiciones que defienden una interpretación uniforme de esta exigencia para cualquier tipo de retribución que se satisfaga a los administradores³², diferencia de criterios que se ha planteado también en las primeras decisiones de los órganos judiciales y administrativos relativas a la aplicación de la reforma en materia de retribución de administradores³³.

Al margen de esta cuestión, se plantean diversas dudas interpretativas comenzando por la propia delimitación exacta de qué ha de entenderse por el «*desempeño de funciones*

31 Cfr. art. 249, apartados 3 y 4, LSC y, para las sociedades cotizadas, art. 529 *octodecies* LSC, en el que no obstante se señala que, en la política de remuneraciones (que, como indicábamos anteriormente, debe ser aprobada por la junta general al menos cada tres años), debe contemplarse la cuantía de la retribución fija anual y su variación en el periodo al que la política se haga referencia, «*los distintos parámetros para la fijación de los componentes variables y los términos y condiciones principales de sus contratos comprendiendo, en particular, su duración, indemnizaciones por cese anticipado o terminación de la relación contractual y pactos de exclusividad, no concurrencia post-contractual y permanencia o fidelización*». En todo caso, dentro del marco establecido en la política de retribuciones, corresponde al propio Consejo de administración determinar la retribución de los consejeros por el desarrollo de funciones ejecutivas (art. 529 *octodecies*, apartado 2, LSC).

32 El nuevo régimen ha sido objeto de interpretaciones no ya distintas, sino directamente opuestas; así, para unos autores, la retribución que perciben los administradores «*por el desarrollo de funciones ejecutivas*» no queda sometida a las previsiones contenidas en el art. 217 LSC en lo relativo a la gratuidad del cargo (por tanto, los administradores podrían percibir retribución por dichas funciones aunque el cargo fuese gratuito) y a la constancia estatutaria de los conceptos retributivos (de modo que los conceptos retributivos mediante los cuales se satisfaga la retribución a los administradores por el desarrollo de funciones ejecutivas no deben figurar en los estatutos sociales sino únicamente en los contratos que celebren los administradores con la sociedad en virtud de lo previsto en el art. 249 LSC). Frente a ello, para otros autores, no cabe exonerar a estas retribuciones del régimen previsto en el art. 217 LSC y, en consecuencia, no cabrá satisfacer retribución en caso de que el cargo sea gratuito e, igualmente, tampoco por conceptos retributivos que no figuren previamente en los estatutos sociales. Sobre estas distintas interpretaciones puede verse el debate que se recoge en el blog del Prof. Alfaro (derechomercantilespana.blogspot.com), de 24 de marzo de 2015; en trabajos ya publicados, para la primera interpretación vid. RUIZ MUÑOZ, M., «La retribución de los administradores...», cit., p. 889, LEÓN SANZ, F., «Artículo 217...», cit., pp. 279 y 280, CAMPINS VARGAS, A., «Dudas interpretativas del nuevo régimen de retribución de los administradores en la Ley 31/2014», en *Almacén de Derecho*, entrada de 9 de marzo de 2015 y JUSTE MENCÍA, J. y CAMPINS VARGAS, A., «La retribución de los consejeros delegados o de los consejeros con funciones ejecutivas. El contrato entre el consejero ejecutivo y la sociedad (arts. 249.3 y 4 y 529 octodecies LSC)», en RODRIGUEZ ARTIGAS, F.; FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L.; QUIJANO GONZÁLEZ, J.; ALONSO UREBA, A.; VELASCO SAN PEDRO, L. y ESTEBAN VELASCO, G. (Dir.), *Junta general y consejo de administración en la sociedad cotizada*, Cizur Menor, 2016, pp. 757 y ss. y, para la segunda, L. FERNÁNDEZ DEL POZO, «El misterio de la remuneración...», cit., pp. 240 y ss., y «Acerca de la supuesta autonomía del contrato remuneratorio de los consejeros ejecutivos en relación con los estatutos y con el acuerdo de la junta del artículo 217 LSC», *La Ley Mercantil*, 18, octubre 2015, DE ALARCÓN ELORRIETA, M^a. L., «Otra vuelta de tuerca...», cit., y SÁNCHEZ RUS, H., «Las cláusulas estatutarias...», cit., pp. 21 y 22.

33 Así la Dirección General de los Registros y del Notariado se ha inclinado por la primera posición considerando que los conceptos retributivos correspondientes al desempeño de funciones ejecutivas no han de constar expresamente en los estatutos sociales (Resolución de 30 de julio de 2015), mientras que unas primeras resoluciones judiciales a este respecto se pronuncian en sentido contrario (en este sentido, la Sentencia del Juzgado de lo Mercantil número 9, de Barcelona, de 27 de noviembre de 2015 (sentencia número 241/2015).

ejecutivas»³⁴, la propia consideración de la retribución satisfecha a los administradores por el desempeño de estas funciones como retribución de administradores en sentido estricto y, en relación con ello, el alcance del principio de gratuidad del cargo o el ámbito de aplicación de los criterios o parámetros para la fijación de la retribución previstos en el art. 217.4 LSC y de las reglas especiales para la retribución mediante participación en beneficios (art. 218 LSC) o de la vinculada a las acciones de la sociedad (art. 219 LSC). A su vez, específicamente en relación con la retribución por el desempeño de funciones ejecutivas se vuelve a plantear el problema de la compatibilidad entre las distintas relaciones que puedan vincular al administrador con la sociedad³⁵. En suma, un amplio conjunto de dudas e incertidumbres que ponen de manifiesto, cuando menos, que la reforma en este aspecto no ha sido suficientemente precisa.

En todo caso, al margen de las dudas interpretativas derivadas de su falta de precisión técnica, el nuevo régimen plantea también problemas de política jurídica muy relevantes. En este sentido, no siendo cuestionable que la retribución por el desempeño de funciones ejecutivas puede necesitar un tratamiento normativo especial o diferenciado (a partir del régimen general sobre retribución de administradores), la reforma introducida en 2014 ha acabado por generar un problema muy grave en las sociedades no cotizadas relativo al control de las retribuciones y a la protección del socio minoritario en relación precisamente con las retribuciones satisfechas por el desarrollo de funciones ejecutivas, como consecuencia del distinto régimen en materia de transparencia y control de las retribuciones.

2.2. En particular, la reforma del régimen aplicable a determinadas modalidades de retribución variable

2.2.1. Modificaciones del régimen legal

La reforma de la LSC –realizada en 2014 en relación con el régimen general sobre retribución de administradores– se complementa con las modificaciones introducidas en el régimen previsto para dos sistemas de retribución variable, la participación en beneficios y la remuneración vinculada a las acciones de la sociedad que, en general, han permitido

.....

34 Al respecto vid., por todos, JUSTE MENCÍA/CAMPINS VARGAS, «La retribución de los consejeros delegados...», cit., pp. 769 y ss.

35 Problema que, según la interpretación doctrinal y jurisprudencial mayoritaria, debía resolverse sobre la base de la conocida «teoría del vínculo» a la que nos referíamos anteriormente (vid. nota 4; para un análisis detenido del estado de la cuestión en la doctrina y en la jurisprudencia puede verse, por todos, FARRANDO MIGUEL, I., «La retribución de administradores y la doctrina jurisprudencial del doble vínculo», *Rds*, 32, 2009, pp. 97 y ss.; más recientemente pueden verse, entre otros, SÁNCHEZ RUS, H., «Las cláusulas estatutarias...», cit., pp. 3 y ss. y RUIZ MUÑOZ, M., «La retribución de los administradores...», cit., pp. 860 y ss.).

resolver algunas de las cuestiones que estos mecanismos de retribución planteaban bajo el régimen anterior o han mejorado su aplicación particularmente en relación con las sociedades anónimas. En este sentido, en caso de retribución consistente en una participación en beneficios, se exige ahora que los estatutos concreten la participación o el porcentaje máximo de la misma (y en este último caso, será la junta general la que determine el porcentaje a aplicar dentro del máximo establecido en los estatutos sociales), lo que supone extender el régimen anteriormente previsto para las sociedades de responsabilidad limitada también a las sociedades anónimas y evitar así la interpretación más restrictiva del ámbito de autonomía estatutaria en relación con la determinación del porcentaje de participación en beneficios en las sociedades anónimas que se había consolidado como consecuencia del silencio legal³⁶.

A su vez se ha concretado que, en sociedades anónimas, el dividendo mínimo que debe reconocerse a los accionistas se ha de calcular sobre el valor nominal de las acciones (véase art. 218.1 LSC). Esta modificación permite aclarar una duda interpretativa que se había planteado con el régimen anterior, que únicamente establecía como presupuesto para el nacimiento del derecho de los administradores a percibir su retribución consistente en una participación en los beneficios sociales³⁷, el reconocimiento previo a los socios de un «*dividendo del cuatro por ciento, o el tipo más alto que los estatutos hubieran establecido*». Esta norma, al margen de la propia delimitación del concepto de dividendo a estos efectos, planteaba una importante cuestión interpretativa referida a la determinación de la base de cálculo sobre la cual debía aplicarse el porcentaje del cuatro por ciento (o el tipo más alto establecido en los estatutos) para entender cumplido dicho presupuesto previo, cuestión que la doctrina mercantilista mayoritaria había resuelto interpretando que la base de cálculo venía constituida por el capital desembolsado por cada acción y no por los beneficios líquidos obtenidos en el ejercicio de referencia³⁸. Tras la reforma, se resuelve

.....

36 Con anterioridad a la reforma, la exigencia de que el porcentaje concreto de participación en beneficios o, al menos, el porcentaje máximo, se hiciese constar expresamente en los estatutos sociales, se imponía únicamente en relación con las sociedades de responsabilidad limitada (cfr. el tenor del art. 218, apartado 1, LSC anterior a la entrada en vigor de la Ley 31/2014, de 3 de diciembre). En cambio, nada se decía respecto a la determinación del porcentaje de participación en beneficios en las sociedades anónimas, lo cual había conducido a una doctrina administrativa y jurisprudencial que interpretaba que era necesario la fijación exacta en los estatutos del porcentaje de participación en beneficios, sin que pudiese establecerse por referencia a un porcentaje máximo (cfr. las SSTs de 17 de octubre de 2006, 6 de febrero de 2008 y 13 de noviembre de 2008, que asumen la doctrina a este respecto de la Dirección General de los Registros y del Notariado recogida, entre otras, en las RRDGRN de 26 de abril de 1989, 20 de febrero de 1991 y 6 de mayo de 1997). Ello no significa, sin embargo, que en la praxis no fuese muy frecuente encontrar cláusulas estatutarias en las que se incluía como sistema de retribución la participación en beneficios sin indicar un porcentaje concreto o estableciendo un porcentaje máximo (nos ocupamos de esta cuestión en un trabajo anterior: «Grado de concreción del sistema retributivo de los administradores en los estatutos sociales de una sociedad anónima», *Rds*, 32, 2009, pp. 79 a 97).

37 Sobre la consideración de esta exigencia como presupuesto o *conditio iuris* del nacimiento del derecho de los administradores vid., entre otros, GIRÓN TENA, J., *Derecho de Sociedades Anónimas*, Valladolid, 1952, pp. 373; GARRIGUES, J., *Comentario a la Ley de sociedades anónimas*, Madrid, 1976, II, pp. 101; SÁNCHEZ CALERO, F., *Los administradores en las sociedades de capital*, Madrid, 2005, p. 269.

38 La rica argumentación ofrecida por la doctrina para fundamentar esta interpretación incorporaba considera-

esta duda aunque no en el mismo sentido propuesto por la doctrina mayoritaria, en tanto se establece que, para el nacimiento del derecho a obtener retribución por este concepto, debe haberse reconocido previamente a los accionistas «*un dividendo del cuatro por ciento del valor nominal de las acciones o el tipo más alto que los estatutos hayan establecido*» (art. 218.3 LSC); es decir, la base de cálculo viene constituida, a partir de la reforma, por el valor nominal de las acciones y no por el valor desembolsado por cada uno de los socios³⁹, lo que se contrapone también al criterio legal establecido para la distribución de beneficios en sociedades anónimas⁴⁰. La norma hace, por tanto, más exigente el presupuesto previo en tanto que, el reconocimiento de un dividendo de un cuatro por ciento sobre el capital desembolsado, no sería suficiente para entender cumplido dicho requisito salvo en el supuesto de desembolso íntegro.

Por su parte, en relación con la remuneración vinculada a las acciones de la sociedad, al margen de introducir mayor precisión en la delimitación de su ámbito de aplicación (art. 219, apartado 1, LSC)⁴¹ –medida de escasa virtualidad práctica–, se ha especificado con más detalle el contenido del acuerdo que preceptivamente debe adoptar la junta general



ciones de tipo histórico-legislativo, sistemático e incluso sociológico, a parte de los propia y estrictamente jurídico-conceptuales; puede verse, entre otros, en GARRIGUES, J., *Comentarios...*, cit., pp. 91 y ss.; POLO SÁNCHEZ, E., *Los administradores y el Consejo de Administración de la sociedad anónima*, en URÍA/MENÉNDEZ/OLIVENCIA, *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, Tomo VI, Madrid, 1992, p. 211; SÁNCHEZ CALERO, F., *Los administradores...*, cit., p. 270 y, más recientemente, OLIVENCIA, M. y SANCHO MENDIZÁBAL, L., «Sobre la base de cálculo del dividendo de los accionistas previo a la retribución de los administradores consistente en participación en beneficios», *RDM*, 271, 2009, pp. 7 a 34, con otras referencias; nos ocupamos también de esta cuestión en otro trabajo previo ALONSO UREBA/RONCERO SÁNCHEZ, «La retribución de los administradores basada en beneficios y los programas de remuneración del accionista vinculados a la entrega de acciones (*«script dividend»*)», *Rds*, 41, 2013, pp. 383 a 396).

39 Sin perjuicio de que la aclaración resulte bienvenida y permita resolver la duda que con anterioridad cabía plantear, la opción de que base de cálculo por el valor nominal en lugar de por el valor desembolsado desactiva uno de los argumentos utilizados por la doctrina para fundamentar esa interpretación. En este sentido, se entendía que, en tanto el modelo legal parte de una sociedad cuyo fin social está ligado a la idea de lucro o beneficio, el derecho a participar en las ganancias sociales que se reconoce como derecho mínimo del socio (cfr. art. 93 a LSC), constituye la contrapartida a la aportación de capital que éste realiza a favor de la sociedad, es decir, se corresponde con la idea de rentabilidad de la inversión realizada a través del capital efectivamente desembolsado. Por esta razón, cuando la ley establece como presupuesto para que los administradores puedan percibir su retribución consistente en una participación en los beneficios obtenidos, que los accionistas han de percibir una determinada remuneración (dividendo) cifrada en un concreto porcentaje, éste ha de calcularse sobre la base de la cuantía de la inversión realizada, es decir, el capital desembolsado por cada accionista (a este respecto no es casual que el tipo del 4% fijado originalmente en el art. 74 de la LSA de 1951, del que proviene el actual art. 218 LSC, se correspondiese con el tipo de interés legal del dinero vigente en ese momento –se refieren a esta cuestión, entre otros, TUSQUETS TRÍAS DE BES, F., *La remuneración de los administradores de las sociedades mercantiles de capital*, Madrid, 1998, p. 182, SÁNCHEZ CALERO, F., *Los administradores...*, cit., p. 266, nota 43 y OLIVENCIA/SANCHO, «Sobre la base de cálculo del dividendo...», cit., p. 32; cfr. también la STS de 1 de julio de 1963, recogida por TUSQUETS TRÍAS DE BES, refiriéndose a que las cantidades que han de reconocerse a los accionistas como presupuesto al pago de la retribución a los administradores consistente en una participación en los beneficios, viene a cubrir «el mínimo interés legal»–).

40 Así, el art. 275, apartado 2, LSC determina que «*en la sociedad anónima la distribución de dividendos a las acciones ordinarias se realizará en proporción al capital que hubieran desembolsado*».

41 El anterior apartado 1 del art. 219 LSC establecía su ámbito de aplicación por referencia a los casos de «*retribución consistente en la entrega de acciones o de derechos de opción sobre las mismas o que esté referenciada al valor de las acciones*», en tanto que, a tenor de la nueva redacción del precepto, ahora se delimita por referencia a aquellos supuestos en los que «*la retribución incluya la entrega de acciones o de opciones sobre acciones, o retribuciones referenciadas al valor de las acciones*».

(art. 219, apartado 2, LSC). En relación con esta última cuestión, y aunque tampoco pueda afirmarse que la reforma tenga la profundidad que hubiese sido necesaria, los cambios son más significativos: así, por un lado, se ha mejorado el mandato normativo del precepto⁴² y, por otro, se han concretado con mayor precisión los aspectos esenciales mínimos que imperativamente debe contener el acuerdo que ha de ser adoptado por la junta general para la aplicación de estos sistemas de retribución⁴³.

Conviene en todo caso señalar, ante las dudas que se han planteado en la doctrina y también en las primeras resoluciones administrativas y judiciales sobre la aplicación del nuevo régimen de retribución en relación con la extensión de la exigencia de constancia estatutaria a la retribución reconocida a los administradores por el desarrollo de funciones ejecutivas⁴⁴, que cualquiera que sea la respuesta que demos a esa cuestión (es decir, tanto si entendemos que los conceptos retributivos a través de los cuales se satisfaga la retribución por el desarrollo de funciones ejecutivas deben constar en los estatutos sociales como sino), la posibilidad de remunerar a través de los sistemas de retribución consistentes en una participación en beneficios o en la entrega de acciones o de derechos de opción o referenciadas al valor de las acciones, deberán constar en todo caso en los estatutos sociales como presupuesto de validez de su aplicación ya sea para retribuir a los administradores en su condición de tales o por el desarrollo de funciones ejecutivas. Y ello porque la exigencia de constancia estatutaria, así como el resto de límites o presupuestos, se impone en estos casos por razón de la propia naturaleza del concepto retributivo⁴⁵ y no por tanto en atención a las concretas funciones que se vayan a retribuir⁴⁶.

.....

42 En este sentido, la versión derogada determinaba que el acuerdo de la junta general «expresará, en su caso...», lo que podía interpretarse en el sentido de que las menciones señaladas como contenido del acuerdo eran de inclusión voluntaria en el mismo. La nueva redacción tras la reforma de 2014 establece que ahora que «el acuerdo de la junta general de accionistas deberá incluir...», lo que ya no deja dudas de que se trata de un contenido mínimo imperativo del acuerdo correspondiente.

43 En concreto, se especifica ahora que el acuerdo deberá contener i) el número *máximo* de acciones *que se podrán asignar en cada ejercicio a este sistema de remuneración*, ii) el precio de ejercicio *o el sistema de cálculo del precio de ejercicio* de las opciones sobre acciones, iii) el valor de las acciones que, *en su caso*, se tome como referencia y iv) el plazo de duración del *plan* (los términos en cursiva corresponden a las novedades introducidas por la reforma de 2014).

44 Sobre estas dudas véase *supra* el apartado anterior.

45 La constancia estatutaria del sistema de retribución consistente en la entrega de acciones o de opciones sobre acciones o referenciado al valor de las acciones, se impuso expresamente mediante la modificación de la entonces vigente LSA a través de la Ley 55/1999, con la finalidad de poner freno a una práctica entonces muy extendida en virtud de la que, aunque se tratase de un sistema de retribución de administradores y el régimen legal exigiese que los distintos conceptos retributivos figurasen en los estatutos sociales, las sociedades cotizadas, incluso las más importantes, venían satisfaciendo retribuciones por estos conceptos sin cobertura estatutaria alguna. En todo caso, la exigencia de constancia estatutaria previa de estos sistemas de retribución no se ha interpretado por la doctrina como una mera reiteración de la norma general en virtud de la cual, cuando el cargo de administrador es retribuido, el concepto o conceptos retributivos deben figurar en los estatutos sociales, sino como una medida con un fundamento y efectos distintos (vid., por todos, el análisis detenido y sólido que al respecto realiza MONTERO GARCÍA-NOBLEJAS, P., «Procedencia y alcance de la constancia estatutaria de la retribución de los administradores de sociedades cotizadas consistente en programas de opciones sobre acciones y sistemas similares», *Rds*, 30, 2008, pp. 163-194).

46 En parecido sentido vid., por todos, LEÓN SANZ, F., «Artículo 249...», cit., pp. 514-515.

2.2.2. El nuevo marco de recomendaciones de buen gobierno en lo relativo a las retribuciones variables

Como señalábamos anteriormente, el régimen sobre retribución de los administradores se complementa en sociedades cotizadas con las recomendaciones de buen gobierno corporativo vigentes en cada momento, que, en nuestro país, también han sido reformadas recientemente. En concreto, tras la reforma introducida por la Ley 31/2014, de 3 de diciembre, en la LSC, la CNMV ha aprobado un nuevo Código de Buen Gobierno en febrero de 2015 (CBG), que viene a sustituir al anterior Código unificado de buen gobierno aprobado en 2006 y que había sido objeto de actualización en 2013. Frente a la que había sido la práctica española en ocasiones anteriores, por primera vez la reforma de las recomendaciones de buen gobierno ha sido posterior a la reforma legal, lo que constituye un procedimiento mucho más lógico y ordenado en tanto las recomendaciones constituyen un complemento del régimen legal⁴⁷.

Entre las materias objeto de las recomendaciones de buen gobierno se incluye naturalmente la relativa a la retribución de los administradores de las sociedades cotizadas que en el CBG se aborda a través de un principio (el número 25) y nueve recomendaciones (las números 56 a 64, ambos inclusive), la mayor parte de las cuales (en concreto, siete de las nueve) se dedican específicamente a cuestiones relacionadas con la retribución variable de los consejeros⁴⁸. A este respecto, algunas de las recomendaciones reproducen otras contenidas anteriormente en el Código unificado, en algunos casos con modificaciones, mientras que otras constituyen novedad.

Las principales modificaciones introducidas en el nuevo CBG en relación con la retribución variable de los administradores se refieren a la delimitación del ámbito de beneficiarios de estas retribuciones, a la determinación de los componentes variables de la retribución, a las condiciones temporales del reconocimiento de retribución variable y a la previsión de cláusulas de reembolso de retribuciones. Así, se amplía la recomendación de los sistemas de retribución variable que se proponen reservar a los consejeros ejecutivos

.....

47 Los códigos de buen gobierno que han estado vigentes en España fueron elaborados por comisiones que, en algunos casos, realizaron también propuestas de reforma legal que condujeron a posteriores modificaciones del régimen aplicable a las sociedades de capital; éste fue el caso, en particular, tanto del Informe Aldama (Informe de la Comisión Especial para el fomento de la transparencia y seguridad en los mercados y las sociedades cotizadas, de 8 de enero de 2003) como del Código unificado (Código unificado de Buen Gobierno de las sociedades cotizadas, de Mayo de 2006) y no tanto del Informe Olivencia (Informe de la Comisión Especial para el estudio de un código ético de los Consejos de Administración de las Sociedades, de 26 de febrero de 1998) que no elaboró al margen de las reformas legales.

48 Únicamente no se refieren a cuestiones relacionadas con la retribución variable, la recomendación núm. 56, destinada a fijar un criterio general de moderación de la cuantía de las retribuciones, particularmente de la relativa a los consejeros no ejecutivos, para evitar que pueda comprometer su independencia, y la núm. 64, referida a las indemnizaciones por resolución del contrato de administración celebrado entre la sociedad y los consejeros (ejecutivos).

añadiendo, junto a los actuales (rendimiento de la sociedad, entrega de acciones, opciones o derechos de opción y sistemas de ahorro a largo plazo), las retribuciones ligadas al rendimiento individual del consejero. En los casos en los que se permite que la retribución de consejeros no ejecutivos pueda basarse en la entrega de acciones (lo que se admite, como en la actualidad, cuando se condicione a que mantengan su titularidad hasta su cese como consejeros), se permite que el consejero pueda enajenar las acciones que, en su caso, sean necesarias para satisfacer los costes relacionados con su adquisición⁴⁹.

A su vez, se especifican con mayor detalle las reglas que deben observarse para determinar los componentes variables de la retribución, exigiendo en particular: i) que no estén sujetas solamente a la evolución general de los mercados o del sector de actividad de la compañía, ii) que estén vinculadas a criterios de rendimiento predeterminados y medibles, iii) que promuevan la sostenibilidad de la sociedad a largo plazo e incluyan criterios no financieros que sean adecuados para la creación de valor a largo plazo y iv) que se configuren sobre la base de un equilibrio entre el cumplimiento de objetivos a corto, medio y largo plazo (recomendación 58 CBG). En conexión con ello, se recomienda también que el pago de una parte relevante de los componentes variables se difiera por un período de tiempo mínimo⁵⁰.

Por otra parte, al margen de alguna precisión adicional en relación con el sistema de retribución basado en una participación en beneficios⁵¹, se da preferencia a un concreto sistema de retribución variable, el consistente en la entrega de acciones o de instrumentos financieros referenciados a su valor, al recomendar que un porcentaje relevante de la remuneración variable de los consejeros ejecutivos se vincule a esta forma de retribución (Recomendación 61 CBG). Y en relación con la implementación de este sistema de retribución, se propone la introducción de algunas restricciones que se echan de menos en el régimen legal correspondiente, como la limitación del porcentaje de acciones correspondientes a sistemas retributivos de las que puede disponer el consejero (no podrán transmitir acciones equivalentes al doble de su remuneración fija anual) o la fijación de un plazo mínimo para el ejercicio de los derechos de opción⁵².

.....

49 Cfr. Recomendación 57 CBG.

50 Vid. Recomendación 59 CBG. Del texto final de esta recomendación se ha eliminado la referencia al criterio para determinar qué ha de entenderse por «parte relevante» de la retribución que se contenía en un primer borrador del Código.

51 La Recomendación 60 CBG propone, con toda lógica, que las remuneraciones relacionadas con los resultados de la sociedad tomen en cuenta las eventuales salvedades que consten en el informe del auditor externo y minoren dichos resultados.

52 En este sentido, a tenor de la Recomendación 62 CBG, los derechos de opción «no podrán ejercitarse hasta transcurrido un plazo de, al menos, tres años desde su atribución». A este respecto, como hemos señalado anteriormente, el régimen legal se limita a exigir algunas menciones como contenido mínimo imperativo del acuerdo de la junta general que apruebe este sistema de retribución (tales como el número máximo de acciones a aplicar en cada ejercicio a este sistema de remuneración, el precio de ejercicio o el sistema de cálculo del precio de ejercicio de las opciones sobre acciones, el valor de las acciones y el plazo de duración del plan), pero sin imponer requisitos sustantivos para su fijación (cfr. art. 219 LSC).

Finalmente, se recomienda que los acuerdos contractuales incluyan una cláusula de reembolso de los componentes variables cuando el pago de éstos se haya ajustado a condiciones de rendimiento o se haya realizado atendiendo a datos cuya inexactitud quede acreditada con posterioridad.

3. LA RETRIBUCIÓN VARIABLE COMO MECANISMO RETRIBUTIVO DE LOS CONSEJEROS EJECUTIVOS

El artículo 217 LSC incluye un catálogo meramente ejemplificativo de los principales o más habituales conceptos a través de los cuales se reconoce y satisface retribución a los administradores sociales (tales como una asignación fija, dietas de asistencia, participación en beneficios, retribución variable, indemnizaciones por cese o contribución a sistemas de ahorro o previsión). Se trata de una medida vinculada, en principio, a la retribución de los administradores «*en su condición de tales*» aunque entre ellos se incluyen mecanismos de retribución que se utilizan, preferente o exclusivamente, en relación con la retribución de los administradores por el «*desarrollo de funciones ejecutivas*», poniéndose así de nuevo de manifiesto la deficiente delimitación que se contiene en el régimen legal entre ambos títulos de retribución⁵³. A su vez, particularmente en relación con las sociedades cotizadas, el régimen legal prevé también la aplicación de sistemas de retribución variable específicamente vinculados a la remuneración de los consejeros ejecutivos⁵⁴ que, a su vez, en las recomendaciones de buen gobierno corporativo se propone que se vinculen preferentemente a la retribución de consejeros ejecutivos y solo bajo muy estrictos límites a los consejeros no ejecutivos⁵⁵.

La vinculación exclusiva o preferente de los sistemas de retribución variable a la remuneración de los consejeros ejecutivos pone de manifiesto su mayor idoneidad como mecanismo

53 Sobre el discutido y discutible alcance de esta diferencia vid. *supra*.

54 En este sentido, el art. 529 *octodecies* LSC, específicamente destinado a la regulación de la retribución de los consejeros ejecutivos, determina que dicha retribución se ajustará «*a la política de remuneraciones de los consejeros, que necesariamente deberá contemplar la cuantía de la retribución fija anual y su variación en el periodo al que la política haga referencia, los distintos parámetros para la fijación de los componentes variables y los términos y condiciones principales de sus contratos comprendiendo, en particular, su duración, indemnizaciones por cese anticipado o terminación de la relación contractual y pactos de exclusividad, no concurrencia post-contractual y permanencia o fidelización*».

55 Así, la Recomendación 57 CBG propone, de un lado, que «*se circunscriban a los consejeros ejecutivos las remuneraciones variables ligadas al rendimiento de la sociedad y al desempeño personal, así como la remuneración mediante entrega de acciones, opciones o derechos sobre acciones o instrumentos referenciados al valor de la acción y los sistemas de ahorro a largo plazo tales como planes de pensiones, sistemas de jubilación u otros sistemas de previsión social*» y, de otro, que solo «*se podrá contemplar la entrega de acciones como remuneración a los consejeros no ejecutivos cuando se condicione a que las mantengan hasta su cese como consejeros*».

de remuneración por el desarrollo de funciones ejecutivas. La idea que subyace a la utilización de sistemas de retribución variable es la consideración de la remuneración no sólo como una compensación por los servicios prestados en el ejercicio del cargo, sino también como un instrumento que permite, de un lado, retener gestores cualificados y, de otro, generar incentivos adecuados para que sus comportamientos sean acordes con los intereses de los socios⁵⁶. Por esta razón, resultan más adecuadas para quienes asumen las funciones de dirección y gestión frente a quienes desarrollan únicamente funciones de vigilancia y supervisión. No obstante conviene tener en cuenta que la retribución variable, al margen de su mayor o menor idoneidad en abstracto como instrumento retributivo⁵⁷, también es susceptible de introducir incentivos perversos orientando la gestión hacia la asunción excesiva de riesgos como ha puesto de manifiesto la amarga experiencia que hemos vivido en los últimos años⁵⁸.

En todo caso, si se diseña adecuadamente el sistema de retribución variable, debería apreciarse una relación significativa entre retribución percibida por los administradores e indicadores de desempeño personal. En nuestro país, sin embargo, dicha correlación o relación positiva no se aprecia, lo que tampoco obedece a las distorsiones que haya podido generar en los indicadores de desempeño personal la reciente crisis financiera⁵⁹. Más bien, esta falta de correlación deriva de un inapropiado diseño de la política retributiva que, con carácter general, contiene una retribución fija excesivamente alta⁶⁰ y una retribución variable poco vinculada con los resultados de la organización⁶¹, al margen de que en buena

56 Esta idea se recogía ya en el Informe Greenbury (*Directors' Remuneration: Report of a Study Group Chaired by Sir Richard Greenbury*, London, 1995) y a partir de este informe se ha ido incorporando a los diferentes Códigos de buen gobierno corporativo. En la doctrina española vid., por todos, ARRONDO, R. G.; MÉNDEZ C. F., y RODRÍGUEZ, E. F., «Influencia de la estructura de gobierno corporativo sobre la remuneración de los consejeros en el mercado español», *Información Comercial Española ICE: Revista de Economía*, 844, 2008, pp. 187 a 203.

57 Para un cuestionamiento de las retribuciones variables, principales causantes de los incrementos de retribución, como mecanismo retributivo de los consejeros vid. ARRONDO/MÉNDEZ/RODRÍGUEZ, «Influencia de la estructura de gobierno...», cit., pp. 187 y ss. y VIVAS/GARCÍA/MARTÍNEZ/PUJOL, «Análisis de las retribuciones...», cit., p. 105.

58 Véase, entre otros, URQUIJO UGARTE, J., y RODRÍGUEZ GONZÁLEZ, C., «Los incentivos de los altos ejecutivos y la asunción de riesgo excesivo: el caso de los bancos españoles», en *Anales de Economía Aplicada*, núm. XXVIII, 2014).

59 Por todos, VIVAS, L.; GARCÍA BLANDÓN, J.; MARTÍNEZ, M. y PUJOL MASDEU, C., «Análisis de las retribuciones del Consejo y la Alta Dirección en las empresas cotizadas españolas durante el período 2005–2010», *Revista de Contabilidad y Dirección*, 17, 2013, pp. 101 a 118, en particular, p. 116.

60 Con datos extraídos de los informes de remuneraciones elaborados en 2013 por las compañías cotizadas que integran el índice IBEX 35, la retribución fija superaba el 60% del total de retribuciones percibidas por los consejeros mientras que la variable apenas superaba el 34% del total.

61 Con carácter general la importancia de la retribución variable en relación con el total de retribución percibida por los consejeros y su mayor o menor vinculación con los resultados de la compañía depende, entre otros factores, de la estructura de propiedad existente así como también de la composición del consejo de administración (vid., entre otros, SÁNCHEZ, G., y LUCAS, M., «El nivel retributivo de los altos directivos en las empresas cotizadas españolas», *Boletín Económico del ICE*, 2008, núm. 2938, pp. 37 a 51 y MANZANEQUE, M.; MERINO, E. y BANEZAS, R., «Compensation levels of executive personnel in Spain: influence of the characteristics of the board of directors and of concentration of shareholdings», *Innovar*, 2011, vol. 21, núm. 40, pp. 107 a 126). En España, las sociedades cotizadas tienen en general una estructura de capital concentrado lo que determina que, únicamente cuando el accionista dominante es externo o no ejecutivo, se realiza un verdadero ejercicio de supervisión de los altos directivos, que tiene su reflejo en esquemas retributivos con una menor retribución fija y un mayor porcentaje de retribución variable vinculado a los resultados de la empresa (por todos, SÁNCHEZ MARÍN/BAIXAULI SOLER/LUCAS PÉREZ, «Retribución de los altos directivos...», cit., pp. 16 y ss.).

parte de los casos la retribución variable se percibe de manera regular y con independencia de las variaciones en los resultados obtenidos por la sociedad⁶². Ello sin perjuicio de que deba reconocerse que la elección del sistema de retribución más óptimo es una cuestión compleja condicionada por múltiples factores que han de ser adecuadamente ponderados (funciones y responsabilidades vinculadas al ejercicio del cargo, tamaño y sector de la empresa que constituye el objeto social, estructura de la propiedad y control de la organización social, composición del órgano de dirección y supervisión, entre otros)⁶³.

Desde el plano regulatorio, el régimen legal debe buscar el equilibrio estableciendo límites y requisitos que impidan la utilización de sistemas de retribución, particularmente de retribución variable, desconectados de los resultados y de la evolución de la compañía así como del propio desempeño personal del administrador beneficiario pero, a su vez, dejando un margen de flexibilidad suficiente para que las sociedades puedan adaptar sus políticas retributivas a sus específicas circunstancias. Desde esta perspectiva, el régimen actualmente vigente en Derecho español resulta insatisfactorio, particularmente en relación con la regulación de los sistemas de retribución variable. A este respecto, desde un plano general, se introducen un conjunto de orientaciones generales diseñadas tomando en consideración exclusivamente ciertos tipos de sociedades de capital (sobre todo, sociedades cotizadas y sociedades que actúen en el mercado financiero) y construidas sobre la base de conceptos jurídicos indeterminados de difícil aplicación en el caso concreto («*importancia de la sociedad*», «*estándares de mercado de empresas comparables*») y medidas programáticas de todavía más difícil concreción («*promover la rentabilidad y sostenibilidad a largo plazo de la sociedad*») particularmente en sociedades de capital de pequeña o mediana dimensión. Desde un plano especial, se establecen medidas específicas dirigidas a dos concretas modalidades de retribución variable, la participación en beneficios y la entrega de acciones o derechos de opción o referenciada al valor de las acciones, que aun cuando mejoradas tras la reforma llevada a cabo por la Ley 31/2014, de 3 de diciembre, continúan siendo insuficientes para conseguir dicho objetivo.

Junto a ello, las recomendaciones de buen gobierno contenidas en el CBG en materia de retribución se centran fundamentalmente en las retribuciones variables. Proponen la adopción de medidas orientadas en la dirección adecuada, como los criterios para el diseño de los componentes variables de la retribución (vinculación no exclusivamente a la evolución general de los mercados o del sector de actividad de la compañía sino a parámetros de rendimiento predeterminados y medibles, promoción de la sostenibilidad de

62 Vid. las conclusiones del análisis empírico realizado por LUCAS PÉREZ/BAIXAULI SOLER, «Supervisión del consejo de administración y estructura de propiedad...», cit., p. 50.

63 Al respecto puede verse, por todos, CUGUERÓ-ESCOFET, N y ROSANAS, J. M., “The just design and use of management control systems as requirements for goal congruence”, *Management Accounting Research*, 24, 2013, pp. 23 a 40.

la sociedad a largo plazo con inclusión de criterios no financieros que sean adecuados para la creación de valor a largo plazo, configuración sobre la base de un equilibrio entre el cumplimiento de objetivos a corto, medio y largo plazo, diferimiento de la percepción de una parte relevante al transcurso de un período de tiempo mínimo) o las restricciones para la configuración de los sistemas de retribución vinculados a la entrega de acciones o derechos de opción sobre acciones (como la limitación del porcentaje de acciones correspondientes a sistemas retributivos de las que puede disponer el consejero o la fijación de un plazo mínimo para el ejercicio de los derechos de opción). Se trata de medidas que complementan y, sin duda, mejoran el régimen legal pero que, en tanto se contemplan únicamente en el marco de las recomendaciones de buen gobierno corporativo, despliegan su mayor o menor eficacia únicamente en relación con las sociedades cotizadas. Entendemos por esta razón que algunas de dichas medidas deberían incorporarse al régimen legal de modo que su imperatividad por un lado reforzase su eficacia en el ámbito de las sociedades cotizadas y, por otro, alcanzase también a las sociedades no cotizadas.

Entre estas medidas y en estos momentos, nos referiremos exclusivamente a las denominadas cláusulas de reembolso de la retribución (*clawback*), que permiten el ejercicio de acciones por parte de las sociedades para reclamar a sus administradores o directivos el reembolso de retribuciones variables percibidas por éstos sobre la base de unos indicadores o parámetros (resultados de la compañía, evolución patrimonial,...) cuando posteriormente se revela que la información resulta inexacta, errónea o falsa. A este respecto, el art. 217.4 LSC determina que, con carácter general, los sistemas de retribución de administradores deberán «*incorporar las cautelas necesarias para evitar la asunción excesiva de riesgos y la recompensa de resultados desfavorables*», norma que, aunque no se refiere específicamente a la inclusión de medidas para el reintegro de retribuciones indebidamente percibidas, se entiende que se refiere también a éstas⁶⁴. Más concretamente, el CBG para sociedades cotizadas recomienda que los acuerdos contractuales sobre retribución incluyan una cláusula de reembolso de los componentes variables cuando el pago de éstos se haya ajustado a condiciones de rendimiento o se haya realizado atendiendo a datos cuya inexactitud quede acreditada con posterioridad.

En rigor, el deber de restitución de retribuciones indebidas existe con independencia de que se haya pactado una cláusula en ese sentido en el contrato celebrado entre sociedad y administrador. En relación a ello, tan indebida es una retribución extraestatutaria como

.....

64 En este sentido, la doctrina interpreta que la norma se refiere, entre otras, a la previsión de este tipo de cláusulas (vid., entre otros, RUIZ MUÑOZ, M., «La retribución de los administradores y altos ejecutivos de las sociedades de capital...», cit., pp. 886 y SÁNCHEZ ÁLVAREZ, M. M., «Remuneración de los administradores en su condición de tales (arts. 217, 529 sexdecies y 529 septdecies LSC)», en RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L.; QUIJANO GONZÁLEZ, J.; ALONSO UREBA, A.; VELASCO SAN PEDRO L. y ESTEBAN VELASCO, G. (Dirs.), *Junta general y consejo de administración en la sociedad cotizada*, Elcano, 2016, pp. 689 y ss., en particular, p. 735).

una retribución variable basada en un parámetro inexacto, erróneo o falso, sin perjuicio de la responsabilidad en que se haya podido incurrir en cada caso. En este sentido, los Tribunales españoles han aplicado este criterio y han condenado en diversas ocasiones al reembolso de retribuciones indebidamente percibidas por los administradores sociales⁶⁵. No obstante, la previsión de una medida en este sentido podría reforzar la fundamentación del deber de reembolso y, por ello, lo conveniente sería que ello no se confíe a la autonomía de la voluntad de la sociedad y del propio administrador, sino que se imponga expresamente por el propio régimen legal tal y como se prevé en otros ordenamientos jurídicos⁶⁶ y en sentido también próximo a lo previsto en Derecho español en relación con el reembolso de otras cantidades indebidamente percibidas⁶⁷.

En definitiva, entendemos que buena parte de las recomendaciones de buen gobierno relativas a las retribuciones variables contenidas en el CBG deberían incorporarse al régimen legal aplicable con carácter general a la retribución de los administradores de las sociedades de capital, no sólo con la finalidad de reforzar su eficacia⁶⁸ sino, sobre todo, de extender su ámbito de aplicación también a las sociedades no cotizadas. Ello sin perjuicio de que, con carácter general, entendamos también que se ha desaprovechado la oportunidad que ha ofrecido la reciente reforma del régimen sobre retribución de administradores para incorporar al Derecho español medidas tales como: el reforzamiento de la responsabilidad por la fijación de la retribución, el incremento de la transparencia de la retribución en sociedades no cotizadas, el aumento del control por parte de los socios, la fijación de limitaciones y criterios sustantivos para la determinación y aplicación de los distintos sistemas de retribución, etc., ya previstas en otros países, en algunos casos desde hace varios años y que hubiesen contribuido a resolver buena parte de las cuestiones que con el régimen vigente permanecen abiertas.

65 Vid., por ejemplo, las SSTs de 25 de junio de 2012 y 11 de septiembre de 2015 o la reciente SAP de Madrid, sección 28ª, de 22 de diciembre de 2015, relativa específicamente al deber de restituir una retribución variable consistente en una participación en beneficios que posteriormente se acreditó que no existieron en el ejercicio económico de referencia.

66 Así, en EEUU se incluyó esta medida a través de la *Sabarnes-Oxley Act*, de 2002, régimen posteriormente modificado por la *American Recovery and Reinvestment Act*, de 2009 y, sobre todo, por la *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection*, de 2010. Frente a ello, en los principales países europeos se ha optado por la imposición indirecta de estas cláusulas a través de las siempre menos eficaces recomendaciones de buen gobierno, partiendo de la Recomendación europea 2009/385/CE, de 30 de abril de 2009.

67 En este sentido, el art. 278 LSC determina que «cualquier distribución de dividendos o de cantidades a cuenta de dividendos que contravenga lo establecido en esta ley deberá ser restituida por los socios que los hubieren percibido, con el interés legal correspondiente, cuando la sociedad pruebe que los perceptores conocían la irregularidad de la distribución o que, habida cuenta de las circunstancias, no podían ignorarla».

68 En este aspecto, coincidimos con JUSTE MENCÍA/CAMPINS VARGAS, «La retribución de los consejeros delegados...», cit., p. 792 en que, sin perjuicio de que se trata de recomendaciones de buen gobierno cuyo seguimiento, por tanto, resulta voluntario para las sociedades bajo el principio de «cumplir o explicar», a diferencia de otras normas de gobierno corporativo meramente organizativas, en el caso de las recomendaciones relativas a retribución no resultará fácil a los consejeros justificar las razones del incumplimiento.

4. NOTA BIBLIOGRÁFICA

- ALONSO UREBA, A. y RONCERO SÁNCHEZ, A., «La retribución de los administradores basada en beneficios y los programas de remuneración del accionista vinculados a la entrega de acciones («script dividend»)», *RdS*, 41, 2013, págs. 383 a 396.
- ARRONDO, R. G., MÉNDEZ, C. F. y RODRÍGUEZ, E. F., «Influencia de la estructura de gobierno corporativo sobre la remuneración de los consejeros en el mercado español», *Información Comercial Española ICE: Revista de Economía*, 844, 2008, págs. 187 a 203.
- BARROS GARCÍA, M., «¿Continúa vigente la «doctrina del vínculo» tras la modificación de la Ley de sociedades de capital?», *Actualidad Jurídica Uría/Menéndez*, 41, 2015, págs. 34 a 41.
- BLANQUER UBEROS, R., «La retribución de los administradores, su constancia estatutaria y la atribución de facultades de corrección a la Junta general», en AA.VV., *Estudios de Derecho Mercantil en homenaje al profesor Manuel Broseta Pont*, Madrid, 1995, I, págs. 397 a 452.
- BRENES CORTÉS, J., «El nuevo régimen de retribución de los consejeros ejecutivos tras la reforma operada por la Ley 31/2014, de 3 de diciembre, por la que se modifica la Ley de sociedades de capital para la mejora del gobierno corporativo», *LexMercatoria*, 1, 2015, págs. 1 a 6.
- CALBACHO LOSADA, F., *El ejercicio de las acciones de responsabilidad contra los administradores de la sociedad anónima*, Valencia, 1999.
- CAMPINS VARGAS, A., «El seguro de responsabilidad civil de administradores y altos cargos. Especial referencia al ámbito de cobertura del seguro», *RDM*, 249, 2003, págs. 1008 y ss.
 - «Dudas interpretativas del nuevo régimen de retribución de los administradores en la Ley 31/2014», en *Almacén de Derecho*, entrada de 9 de marzo de 2015.
- DE ALARCÓN ELORRIETA, M^a L., «Otra vuelta de tuerca a la retribución de los consejeros por funciones ejecutivas en sociedades no cotizadas», *La Ley Mercantil*, 14, Mayo 2015.
- DÍEZ ESCLAPEZ, R., «Remuneración de administradores en formas personales de administración social», *LexMercatoria*, 1, 2015, págs. 21 a 24.
- FARRANDO MIGUEL, I., «La retribución de los administradores de las sociedades cotizadas y el mercado de los ejecutivos», en *RdS*, 27, 2006, págs. 355 a 435.
 - «La retribución de administradores y la doctrina jurisprudencial del doble vínculo», *RdS*, 32, 2009, págs. 97 y ss.
- FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA/GARCÍA-PITA/FERNÁNDEZ RODRÍGUEZ, «Responsabilidad de los administradores de sociedades de capital en la esfera jurídi-

- co-societaria», en AA.VV., *Responsabilidad de los consejeros y altos cargos de las sociedades de capital*, Madrid, 1996.
- FERNÁNDEZ DEL POZO, L., «El misterio de la remuneración de los administradores de las sociedades no cotizadas. Las carencias regulatorias de la reforma», en *RDM*, 297, julio-septiembre 2015, págs. 199 a 248.
 - «Acerca de la supuesta autonomía del contrato remuneratorio de los consejeros ejecutivos en relación con los estatutos y con el acuerdo de la junta del artículo 217 LSC», *La Ley Mercantil*, 18, octubre 2015.
 - GARCÍA ÁLVAREZ, B., «Posibles límites a la remuneración de los administradores en un contexto de crisis económica», en ABRIANI/EMBED IRUJO (Dirs.), *Crisis económica y responsabilidad en la empresa*, Granada, 2013, p. 179 y ss.
 - GARRIGUES, J., *Comentario a la Ley de sociedades anónimas*, Madrid, 1976.
 - GIRBAU PEDREGOSA, R., «Restricciones a la remuneración de administradores y directivos de entidades de crédito: modos, intervención y gobierno corporativo», *RDBB*, 129, 2013, págs. 173 y ss.
 - GIRÓN TENA, J., *Derecho de sociedades anónimas*, Valladolid, 1952.
 - IRIBARREN BLANCO, M., *El seguro de responsabilidad civil de los administradores y altos directivos de sociedades de capital (D&O)*, Madrid, 2005.
 - JUSTE MENCÍA, J., «Retribución de consejeros», en ESTEBAN VELASCO, G. (coord.), *El gobierno de las sociedades cotizadas*, Madrid-Barcelona, 1999, págs. 497 a 536.
 - JUSTE MENCÍA, J., y CAMPINS VARGAS, A., «La retribución de los consejeros delegados o de los consejeros con funciones ejecutivas. El contrato entre el consejero ejecutivo y la sociedad (arts. 249.3 y 4 y 529 octodecimos LSC)», en RODRIGUEZ ARTIGAS, F., FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., QUIJANO GONZÁLEZ, J., ALONSO UREBA, A., VELASCO SAN PEDRO, L. y ESTEBAN VELASCO, G. (Dirs.), *Junta general y consejo de administración en la sociedad cotizada*, Cizur Menor, 2016, págs. 757 y ss.
 - LEÓN SANZ, F., «Artículo 217. Remuneración de los administradores» y «Artículo 249. Delegación de facultades del consejo de administración», en JUSTE MENCÍA, J. (Coord.), *Comentario de la reforma del régimen de las sociedades de capital en materia de gobierno corporativo (Ley 31/2014). Sociedades no cotizadas*, Cizur Menor, 2015, págs. y 497 a 520, respectivamente.
 - LUCAS PÉREZ, M. E. y BAIXAULI SOLER, J. S., «Supervisión del consejo de administración y estructura de propiedad como determinantes de la retribución de la alta dirección», en *Fundación para el Análisis Estratégico y Desarrollo de la Pequeña y Mediana Empresa (FAEDPYME) International Review*, 2, 2012, págs. 40 a 52.
 - MARTÍNEZ SANZ, F., «Artículo 130. Retribución», en ARROYO, I. y EMBED IRUJO (dirs.), *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas*, Madrid, 2001, II, págs. 1283 y ss.

- MERCADER UGUINA, J. R., «¿Subsiste la teoría del vínculo tras la Ley 31/2014?: la retribución de los administradores sociales y el nuevo «contrato de administración» de los consejeros ejecutivos», *Trabajo y Derecho*, 4, abril 2015.
- MONTERO GARCÍA-NOBLEJAS, P., «Procedencia y alcance de la constancia estatutaria de la retribución de los administradores de sociedades cotizadas consistente en programas de opciones sobre acciones y sistemas similares», *RdS*, 30, 2008, págs. 163 a 194.
- OLIVENCIA, M. y SANCHO MENDIZÁBAL, L., «Sobre la base de cálculo del dividendo de los accionistas previo a la retribución de los administradores consistente en participación en beneficios», *RDM*, 271, 2009, págs. 7 a 34.
- ORTÍZ DE JUAN, J. M., «La retribución de la alta dirección de las entidades financieras: de los nuevos principios a las normas de obligado cumplimiento», *RDBB*, 123, Julio–septiembre 2011, pp. 203 a 228.
- PAZ-ARES RODRÍGUEZ, J. C., «El enigma de la retribución de los consejeros ejecutivos», *Indret*, 1, 2008.
 - «Retribución de administradores: *ad imposibilianemotenetur!* (A propósito de dos sentencias recientes), *Indret*, 2, 2009.
- PÉREZ CARRILLO, E., «El seguro de responsabilidad de administradores de sociedades mercantiles», en GUERRA MARTÍN, G. (Coord.), *La responsabilidad de los administradores de sociedades de capital*, Madrid, 2011, págs. 273 a 330.
- QUIJANO GONZÁLEZ, J., «Retribución de consejeros y directivos: la reciente evolución en el Derecho español», en AA.VV., *Estudios de Derecho mercantil en homenaje al Profesor José M^a. Muñoz Planas*, Cizur Menor, 2011.
- RONCERO SÁNCHEZ, A., *El seguro de responsabilidad civil de los administradores de sociedades anónimas (Sujetos, interés y riesgo)*, Elcano, 2002.
 - «Grado de concreción del sistema retributivo de los administradores en los estatutos sociales de una sociedad anónima», *RdS*, 32, 2009, págs. 79 y ss.
 - «La reforma del régimen legal sobre retribución de administradores de sociedades cotizadas: el informe anual de retribuciones de los consejeros y altos directivos», en *Investigación y Publicación del Centro de Gobierno Corporativo del Instituto de Empresa*, 2012, II.
 - «El seguro de responsabilidad civil de los administradores de sociedades de capital», en ROJO, A. y BELTRÁN, E. (Dirs.), *La responsabilidad de los administradores de las sociedades mercantiles*, 5^a ed., Valencia, 2013, págs. 653 y ss.
- RUIZ MUÑOZ, M., «La retribución de los administradores y altos ejecutivos de las sociedades de capital: libertad, transparencia y control (la modificación de la LSC por la Ley 31/2014 y el ALCM)», en VV.AA., *Estudios sobre el futuro Código Mercantil. Libro homenaje al Profesor Rafael Illescas Ortiz*, Madrid, 2015, págs. 860 a 893.

- SÁNCHEZ ÁLVAREZ, M. M., «Remuneración de los administradores en su condición de tales (arts. 217, 529 *sexdecies* y 529 *septdecies* LSC)», en RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., QUIJANO GONZÁLEZ, J., ALONSO UREBA, A., VELASCO SAN PEDRO, L. y ESTEBAN VELASCO, G. (Dirs.), *Junta general y consejo de administración en la sociedad cotizada*, Cizur Menor, 2016, págs. 689 y ss.
- SÁNCHEZ CALERO, F., *Administradores*, en SÁNCHEZ CALERO, F. (Dir.), *Comentarios a la Ley de sociedades anónimas*, Tomo IV, Madrid, 1994.
 - *Los administradores en las sociedades de capital*, Madrid, 2007.
- SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., «La retribución de los administradores de sociedades cotizadas (La información societaria como solución)», *RdS*, 28, 2007, págs. 19 a 58.
- SÁNCHEZ MARÍN, G., BAIXAULI SOLER, J. S. y LUCAS PÉREZ, M. E., «Retribución de los altos directivos y gobierno corporativo en las empresas cotizadas españolas», *Universia Business Review*, primer trimestre 2013, págs. 16 a 31.
- SÁNCHEZ RUS, H., «Las cláusulas estatutarias relativas a la retribución de los administradores en las sociedades de capital», *La Ley Mercantil*, 14, Mayo 2015.
- TUSQUETS TRÍAS DE BES, F., *La remuneración de los administradores de las sociedades mercantiles de capital*, Madrid, 1998.
- URQUIJO UGARTE, J. y RODRÍGUEZ GONZÁLEZ, C., «Los incentivos de los altos ejecutivos y la asunción de riesgo excesivo: el caso de los bancos españoles», en *Anales de Economía Aplicada*, núm. XXVIII, 2014.
- VICENT CHULIÁ, F., «Medidas de prevención y aseguramiento de la responsabilidad de los administradores sociales», en AA.VV., *Responsabilidad civil derivada de los procesos concursales*, Madrid, 1999.
- VIVAS, L., GARCÍA BLANDÓN, J., MARTÍNEZ, M. y PUJOL MASDEU, C., «Análisis de las retribuciones del Consejo y la Alta Dirección en las empresas cotizadas españolas durante el período 2005–2010», *Revista de Contabilidad y Dirección*, 17, 2013, págs. 101 a 118.

ANTONIO RONCERO SÁNCHEZ

Catedrático de Derecho Mercantil

Universidad de Castilla-La Mancha

antonio.roncero@bakermckenzey.com