

SANTIAGO HIERRO ANIBARRO  
MARTA ZABALETA DÍAZ

**LA POLÍTICA DE REMUNERACIONES  
DE LA SOCIEDAD COTIZADA**

Marcial Pons

MADRID | BARCELONA | BUENOS AIRES | SÃO PAULO

2024

# ÍNDICE

	<i>Pág.</i>
INTRODUCCIÓN .....	11
CAPÍTULO PRIMERO. LA POLÍTICA DE REMUNERACIONES EN EL MARCO DEL GOBIERNO CORPORATIVO .....	19
I. La retribución como factor impulsor del gobierno corporativo de la sociedad cotizada .....	19
II. El buen gobierno de la remuneración.....	25
1. El gobierno de las sociedades cotizadas y la política de remuneraciones .....	25
2. El actual <i>status quaestionis</i> de la política de remuneraciones de la sociedad cotizada .....	32
III. Distintos sistemas de consejo, diferentes cuestiones de política retributiva .....	37
1. El control de la retribución conforme al modelo de organización del consejo .....	37
2. La supervisión de la retribución en un modelo de sistema dual .....	41
3. La adecuación del sistema dual a la Directiva de implicación a largo plazo de los accionistas.....	51
CAPÍTULO SEGUNDO. LOS PRINCIPIOS CONFIGURADORES DE LA POLÍTICA DE REMUNERACIONES.....	59
I. Adecuación y transparencia de la remuneración de consejeros en la sociedad cotizada .....	60

## ÍNDICE

	<i>Pág.</i>
II. El principio de proporcionalidad .....	63
1. La adecuación de la retribución al estatus de la empresa: la proporcionalidad razonable .....	63
1.1. Los parámetros legales de proporcionalidad .....	63
1.2. La importancia de la sociedad .....	64
1.3. La situación económica de la sociedad. La flexibilización de la política de remuneraciones .....	65
1.4. Los estándares de mercado de empresas comparables .....	72
2. Los parámetros extralegales de proporcionalidad .....	74
2.1. Las variables de proporcionalidad no contempladas legalmente .....	74
2.2. Los elementos subjetivos de la proporcionalidad .....	74
2.3. La duración del cargo de consejero .....	76
III. El principio de sostenibilidad .....	77
1. La adecuación de la retribución a la sostenibilidad a largo plazo de la empresa .....	77
2. La vinculación de la sostenibilidad con la retribución variable .....	79
2.1. Retribución variable y sostenibilidad en la evolución del gobierno corporativo de la sociedad cotizada .....	79
2.2. La implementación legal en el ordenamiento societario .....	81
2.3. El tratamiento de la cuestión en el Código de buen gobierno .....	85
3. Los criterios orientadores de los componentes variables de la retribución .....	88
3.1. El rendimiento a largo plazo .....	88
3.2. El criterio de rendimiento para la percepción de la retribución variable .....	88
3.3. El criterio temporal de la retribución variable .....	92
4. Las cautelas y límites de la retribución variable: las cláusulas <i>malus</i> y <i>clawback</i> .....	95

## ÍNDICE

	<i>Pág.</i>
5. La última cautela: los pagos por resolución del contrato .....	103
IV. El principio de transparencia .....	106
1. La publicidad de la política de remuneraciones y del informe anual sobre remuneraciones de los consejeros .....	106
2. El contenido del informe anual sobre remuneraciones de los consejeros .....	109
<b>CAPÍTULO TERCERO. LA DETERMINACIÓN DE LA POLÍTICA DE REMUNERACIONES.....</b>	<b>121</b>
I. La determinación de la retribución .....	121
II. La determinación inicial: el carácter remunerado del cargo de consejero .....	123
1. Profesionalidad y gratuidad .....	123
2. Retribución y responsabilidad .....	126
III. Categorías de consejeros y determinación de la remuneración.....	131
1. Categorías de consejeros conforme la retribución.....	131
2. La fijación de la retribución del consejero en su condición de administrador .....	134
3. La determinación de la remuneración del consejero ejecutivo. El contrato de funciones ejecutivas y la política de remuneraciones.....	138
<b>CAPÍTULO CUARTO. LA FORMULACIÓN DE LA POLÍTICA DE REMUNERACIONES.....</b>	<b>153</b>
I. El órgano auxiliar de la remuneración, la comisión de retribuciones.....	153
II. Cometido y funciones de la comisión de retribuciones .....	154
III. Composición y funcionamiento de la comisión de retribuciones.....	163
IV. La intervención de otras comisiones del consejo .....	170

## ÍNDICE

	<u>Pág.</u>
CAPÍTULO QUINTO. LA APROBACIÓN DE LA POLÍTICA DE REMUNERACIONES.....	177
I. La propuesta de política de remuneraciones del consejo de administración .....	177
II. La aprobación de la política de remuneraciones por la junta general de socios .....	182
III. La votación consultiva del informe anual sobre remuneraciones de los consejeros .....	188
CAPÍTULO SEXTO. LOS NUEVOS ACTORES DE LA POLÍTICA DE REMUNERACIONES.....	207
I. Los nuevos actores del <i>say on pay</i> .....	207
II. La implicación de los nuevos actores en la política de remuneraciones.....	211
1. El activismo societario en materia de retribución .....	211
2. La política de implicación de los inversores.....	212
3. La política de comunicación de la sociedad cotizada ..	215
III. Inversores institucionales y retribución de consejeros .....	219
IV. Asesores de voto y retribución de consejeros .....	222
BIBLIOGRAFÍA .....	231

# INTRODUCCIÓN

La política de remuneraciones es la denominación que tanto la Ley de Sociedades de Capital como el Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas otorgan al sistema de retribución de los consejeros de las sociedades cotizadas. El empleo de determinados términos por el ordenamiento no suele ser aleatorio ni inocuo, mucho menos en lo que respecta a la remuneración de los administradores sociales.

El término política de remuneraciones trasciende el aspecto meramente semántico para adquirir un significado jurídico de mayor alcance. En la actualidad ya no se habla de un régimen de retribución, sino de una política de remuneraciones. La evolución legislativa del régimen de retribución de los administradores es expresiva de este fenómeno. Hasta hace no mucho y por espacio de medio siglo la única disposición legal con relación a la remuneración de los administradores fue la obligación de determinación estatutaria, que se completaba con otra disposición relativa a la participación en las ganancias sociales. Este régimen se mantendría prácticamente inalterado, salvo ajustes puntuales y un poco más perfilado en sede de cotizadas, hasta la reforma de 2014, que adopta el término sistema de retribución para todas las sociedades de capital<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> En el Código de Comercio no existió disposición alguna relativa a la remuneración de los administradores, salvo indirectamente, ya que al considerarlos como mandatarios (art. 156 CCo) se entendía que el cargo era retribuido por aplicación analógica del art. 244 CCo, relativo a la comisión

## INTRODUCCIÓN

Este dato resulta esclarecedor porque en poco tiempo hemos pasado de un régimen jurídico, que se sustanciaba en

---

mercantil. La Ley de 17 de julio de 1951 sobre régimen jurídico de las sociedades anónimas introduciría en su art. 74 la primera disposición relativa a la remuneración de los administradores, cuyo texto se mantendría inalterado en el Real Decreto Legislativo 19/1989, de 22 de diciembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de sociedades anónimas, al que daría nueva numeración (art. 130), que se completaría, no obstante, por el art. 9.h) LSA, en el que se debía hacer constar el sistema de retribución, si lo hubiera. Una norma similar, pero de carácter reglamentario [art. 102.h) RRM de 1956] disponía similar obligación a las sociedades anónimas constituidas al amparo de la Ley de 1951. La Ley 2/1995, de 23 de marzo, de sociedades de responsabilidad limitada, introdujo una disposición parecida a la de las anónimas (art. 66) y otra relativa a la prestación de servicios de los administradores (art. 67 LSRL). Este régimen solo se modificó a finales del siglo para introducir un segundo párrafo en el art. 130 LSA (introducido por la Disposición Adicional 19.ª de la Ley 55/1999, 29 diciembre, de Medidas fiscales, administrativas y del orden social), que tenía por objeto regular la retribución consistente en la entrega de acciones, derechos de opción o referenciada a su valor, que además de la obligación de figurar en los estatutos, exigía acuerdo de la junta general de accionistas, y que entraría en vigor el 1 de enero de 2000. Este esquema de retribución no sufriría modificación alguna en el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de sociedades de capital. El movimiento de gobierno corporativo, que en España se inicia con el Código Olivencia (1998), animaría el debate doctrinal, pero no tendría trascendencia legal en materia de retribuciones hasta la aprobación de la Ley 26/2003, de 17 de julio, por la que se modifican la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, y el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, con el fin de reforzar la transparencia de las sociedades anónimas cotizadas, que introduciría un nuevo artículo en la entonces vigente Ley del Mercado de Valores (art. 116), que obligaría desde entonces a las sociedades cotizadas a hacer público como hecho relevante un informe anual de gobierno corporativo en el que, entre otra información, figura la identidad y remuneración de sus miembros, dejando al desarrollo reglamentario su contenido y estructura. Obligación de información que se vería complementada con la de disponer de una página web en la que hacer pública esa información (art. 117 LMV), *vid.* S. HIERRO ANIBARRO, «Poder de decisión y de retribución en el moderno Derecho de sociedades y en el marco del gobierno corporativo», en S. HIERRO ANIBARRO, (dir.), *Retribución de consejeros*, Madrid-Barcelona-Buenos Aires-São Paulo, 2020, pp. 13-14, nota a pie núm. 1.