



REVISTA LEX MERCATORIA
ISSN 2445-0936



Vol. 29, 2025. Artículo 2
DOI: 10.21134/rspg5721

ESPECIALIDADES EN MATERIA DE REMUNERACIÓN DE CONSEJEROS DE SOCIEDADES COTIZADAS

*SPECIAL FEATURES REGARDING THE REMUNERATION OF DIRECTORS
OF LISTED COMPANIES*

Luis Gonzaga Knörr Gomeza

Doctorando en Derecho. Universidad de Deusto (Bilbao)

Resumen

Este trabajo tiene como objetivo ofrecer una visión panorámica sobre las especialidades propias de la remuneración de los consejeros de sociedades cotizadas y el estado de la cuestión. A tal fin, se abordan primero los problemas tradicionales que han afectado a la materia. Se examinan, después, las particularidades del sistema y los mecanismos a disposición de los accionistas para controlar la remuneración. Se recogen, finalmente, algunas tendencias generales que se observan en la práctica de las sociedades cotizadas.

Abstract

This paper aims to provide an overview of the special features applicable to the remuneration of directors of listed companies and the current status of the same. It first addresses the traditional problems that have affected the matter. It then examines the particularities of the system and the tools available to shareholders to control the remuneration of directors. Finally, some general trends observed in the practice of listed companies are outlined.

Palabras clave

Sociedades cotizadas; remuneración de consejeros; informe anual de remuneraciones; política de remuneraciones; recomendaciones de buen gobierno.

Keywords

Listed companies; director's remuneration; annual remuneration report; remuneration policy; corporate governance recommendations.

Sumario

I. INTRODUCCIÓN. II. GOBIERNO CORPORATIVO Y RETRIBUCIÓN DE CONSEJEROS DE SOCIEDADES COTIZADAS. III. CARÁCTER REMUNERADO DEL CARGO. IV. REMUNERACIÓN DE CONSEJEROS EN SU CONDICIÓN DE TALES Y POR EL DESEMPEÑO DE FUNCIONES EJECUTIVAS. V. LA POLÍTICA DE REMUNERACIONES DE LOS CONSEJEROS. VI. EL INFORME ANUAL SOBRE REMUNERACIONES DE LOS CONSEJEROS. VII. RECOMENDACIONES DEL CÓDIGO DE BUEN GOBIERNO EN MATERIA RETRIBUTIVA. VIII. ALGUNAS TENDENCIAS EN MATERIA DE RETRIBUCIÓN DE CONSEJEROS DE SOCIEDADES COTIZADAS. IX. CONCLUSIONES. X. BIBLIOGRAFÍA.

I. INTRODUCCIÓN

El texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio (“LSC”) contiene una serie de reglas que son de aplicación a todas las sociedades de capital, distinguiendo, en algunos casos, entre las aplicables a la sociedad anónima y las relativas a la sociedad de responsabilidad limitada. Sin embargo, más allá de este «tronco común», la LSC también establece una serie de normas propias de, o únicamente aplicables a, la sociedad cotizada¹. Entre estas especialidades destacan las que se refieren a la remuneración de los consejeros de estas compañías.

Sin embargo, las normas aplicables a la retribución de los consejeros de sociedades cotizadas, al igual que otras disposiciones contenidas en el vigente texto de la LSC, fueron incorporadas a la Ley hace relativamente poco tiempo, puesto que, en fase anterior, se ubicaban en los códigos de buen gobierno. Ciertamente, hasta la reforma de la LSC 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 (“Ley 31/2014”), las sociedades cotizadas carecieron

de un régimen societario específico que regulara la retribución de los consejeros, más allá de las recomendaciones voluntarias del código de buen gobierno y la obligación de elaborar un informe anual de gobierno corporativo impuesta por la normativa del mercado de valores (artículo 116 de la anteriormente vigente Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, introducido por la Ley 26/2003, de 17 de julio)².

La incorporación a la LSC de normas imperativas en materia de retribución de consejeros no ha sido fruto de la casualidad. En efecto, el régimen anterior, ampliamente dispositivo, no merecía, en general, un juicio desfavorable, ya que era un lugar común la idea de que bastaban los códigos de buen gobierno para orientar la autonomía de la voluntad y la facultad de autorregulación del Consejo de Administración (c. ref. artículo 245 LSC), permitiendo a cada compañía adaptar las recomendaciones de los códigos a sus propias circunstancias y características³. Era ésta una posición en línea con las corrientes de pensamiento económico más en boga, que promovían sistemas de remuneración orientados a la creación de valor para el accionista, mediante el empleo, entre otros mecanismos retributivos, de las opciones

1 QUIJANO GONZÁLEZ, JESÚS. *El funcionamiento del consejo en las sociedades cotizadas (reglas legales, recomendaciones y autorregulación)*. En “Estudios sobre órganos de las sociedades de capital. Liber amicorum Fernando Rodríguez Artigas, Gaudencio Esteban Velasco”. AA.VV. Coord. Javier Juste Mencía, Cristóbal Espín Gutiérrez. Thomson Reuters Aranzadi. Cizur Menor. 2017. Pág. 246.

2 ARROYO APARICIO, ALICIA. *Retribución de los administradores de las sociedades no cotizadas en los supuestos de delegación o con funciones ejecutivas*. En “Retribución y prestación de servicios de los administradores de sociedades”. AA.VV. Dir. José Antonio García-Cruces. Tirant Lo Blanch. Valencia. 2018. Págs. 204 y 205.

3 OLIVENCIA RUIZ, MANUEL. *La remuneración de los administradores y el código de buen gobierno de las sociedades cotizadas*. En “La retribución de los administradores en las sociedades cotizadas. Estudio especial de las opciones sobre acciones y otros derechos referidos a las cotizaciones”. AA.VV. Dir. Fernando Sánchez Calero y Javier Wenceslao Ibáñez Jiménez. Colex. Madrid. 2003. Pág. 33. También VELASCO SAN PEDRO, LUIS ANTONIO. *Retribuciones de los consejeros y altos directivos (Recomendaciones 35 a 41)*. Revista de Derecho de Sociedades. 2006. Número 27. Pág. 138. ISSN 1134-7686.

sobre acciones⁴. Sin embargo, la crisis económica de 2007-2008 puso en jaque este modelo de gobierno corporativo basado en la autorregulación y el «*soft law*». De hecho, se ha indicado que una de sus causas de dicha crisis se hallaba en la configuración de los sistemas de retribución de los administradores y altos directivos de las entidades de crédito y de las sociedades cotizadas⁵. Más concretamente, se ha señalado que tales sistemas incentivaban, no infrecuentemente, una gestión especulativa a corto plazo y una asunción excesiva de riesgos, en detrimento, incluso, de la solvencia de la sociedad, mientras que reportaban cuantiosas retribuciones a los gestores, especialmente a través de los componentes variables

de la retribución y de indemnizaciones pactadas para el caso de cese⁶.

La reacción frente a la situación resultante de la crisis reseñada escaló a la esfera internacional⁷. Y dicha reacción, en modo de respuesta normativa, ha venido determinada por un proceso de armonización internacional, fomentando la idea del «*say on pay*» y el protagonismo de los accionistas, con un notable desarrollo de los deberes de información y transparencia a cargo de las sociedades cotizadas⁸.

Precisamente, la cuestión relativa a la información y transparencia de la retribución de los

4 LEÓN SANZ, FRANCISCO JOSÉ. *Artículo 217. Remuneración de los administradores*. En “Comentario de la reforma del régimen de las sociedades de capital en materia de gobierno corporativo (Ley 31/2014). Sociedades no cotizadas”. AA.VV. Coord. Javier Juste Mencía. Thomson Reuters Aranzadi. Cizur Menor. 2015. Pág. 277; LEÓN SANZ, FRANCISCO JOSÉ. *La política de remuneraciones de los administradores en las sociedades de capital* [en línea]. Revista de Derecho Mercantil. 2022. Número 324. [fecha de acceso: 2 de marzo de 2025] ISSN 0210-0797.

5 TORRENT RUIZ, ARMANDO JOSÉ. *Las retribuciones de administradores y directivos de sociedades cotizadas y la Comisión de retribuciones*. Revista de Derecho del Mercado de Valores. 2009. Número 5. Págs. 114 y ss. ISSN 1888-4113; RUIZ MUÑOZ, MIGUEL. *Nuevo régimen jurídico de la retribución de los administradores de las sociedades de capital* [en línea]. Revista de Derecho de Sociedades. 2016. Número 46. [fecha de acceso: 2 de marzo de 2025] ISSN 1134-7686; QUIJANO GONZÁLEZ, JESÚS. *Retribución de Consejeros y Directivos: la reciente evolución en el Derecho Español*. En “Estudios de derecho mercantil en homenaje al profesor José María Muñoz Planas”. AA. VV. Coord. Luis Manuel Piloñeta Alonso y Miguel Iribarren Blanco. Civitas. Madrid. 2011. Págs. 683 y ss. y pág. 701.

6 LEÓN SANZ, *Artículo 217, op. cit.*, pág. 277; LEÓN SANZ, *La política, op. cit.*; TORRENT RUIZ, *Las retribuciones, op. cit.*, págs. 119 y ss.; RUIZ MUÑOZ, *Nuevo, op. cit.*

7 DUQUE DOMÍNGUEZ, JUSTINO. *Situación actual del problema de la remuneración de los administradores de la sociedad*. En “Estudios de Derecho Mercantil: En memoria del Profesor Aníbal Sánchez Andrés”. AA.VV. Coord. Juan Carlos Sáenz García de Albizu, Fernando Oleo Banet y Aurora Martínez Flórez. 1ª edición. Thomson Reuters Civitas. Madrid. 2010. Pág. 732; LEÓN SANZ, *Artículo 217, op. cit.*, pág. 277.

8 SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, JUAN. *Retribución de Administradores: Informe de Retribuciones y Aprobación Consultiva por la Junta General*. Revista de Derecho Bancario y Bursátil. 2014. Número 133. Págs. 272 y 273. ISSN 0211-6138. Por su parte, VICENT CHULIÁ, FRANCISCO. *Introducción al Derecho Mercantil*. Tirant Lo Blanch. Valencia. 24ª edición. 2022. Pág. 1.727, destaca que la Ley 31/2014 sustituyó ampliamente la autorregulación, modelo predominante en materia de gobierno corporativo, por la regulación imperativa, abandonando la tesis neoliberal de que la regulación debía dejarse al propio mercado, sólo ayudado por mecanismos de transparencia y responsabilidad.

consejeros de sociedades cotizadas, en el marco más amplio del gobierno corporativo, constituye el quid en esta materia. Por ello, antes de analizar las particularidades del régimen jurídico propio de la sociedad cotizada en este ámbito, cabe hacer una breve mención a los principales problemas que presenta la retribución de los consejeros de sociedades cotizadas desde la óptica del gobierno corporativo.

II. GOBIERNO CORPORATIVO Y RETRIBUCIÓN DE CONSEJEROS DE SOCIEDADES COTIZADAS

Uno de los grandes asuntos objeto de constante de atención dentro del movimiento del «*corporate governance*», en general, y de los códigos y documentos de buen gobierno de las sociedades cotizadas, en particular (e.g. informes Cadbury, Greenbury, Viennot o Hampel y, entre nosotros, Olivencia), ha sido, ciertamente, el de la retri-

bución de los administradores⁹. En particular, el informe Olivencia, publicado en 1998, señalaba (apartado 7.1) que «[l]a retribución de los Consejeros representa un tema de capital importancia para el buen gobierno de la compañía y, como tal, constituye una legítima preocupación de los accionistas (...). Los accionistas esperan que la remuneración del Consejo no exceda de lo que sea necesario para atraer a personas competentes; que esté de alguna manera asociada a los rendimientos individuales y de la compañía, y que sea conocida para facilitar su escrutinio público»¹⁰.

Esta «legítima preocupación» de los accionistas deriva, entre otros factores, de que la fijación de las remuneraciones de quienes ejercen el poder de gestión envuelve un conflicto de intereses¹¹. Tal conflicto de intereses tiene, además, un perfil propio en la sociedad cotizada, donde a un primer desplazamiento de poder desde la Junta General al órgano de administración se suma

9 JIMÉNEZ SÁNCHEZ, GUILLERMO. Unas ideas previas al debate sobre la reforma de la remuneración de los administradores de las sociedades anónimas cotizadas. En “La retribución de los administradores en las sociedades cotizadas. Estudio especial de las opciones sobre acciones y otros derechos referidos a las cotizaciones”. AA.VV. Dir. Fernando Sánchez Calero y Javier Wenceslao Ibáñez Jiménez. Colex. Madrid. 2003. Pág. 23; SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, JUAN. *La solución del problema retributivo en las sociedades cotizadas* [en línea]. URL: <https://docta.ucm.es/rest/api/core/bitstreams/fd082f15-4802-4219-b93a-44077beca112/content> [fecha de acceso: 2 de marzo de 2025]; OLIVENCIA RUIZ, *La remuneración*, op. cit., págs. 33 y ss.; HIERRO ANIBARRO, SANTIAGO; ZABALETA DÍAZ, MARTA. *La retribución supervisada. La remuneración de consejeros de la sociedad cotizada*. En “Retribución de consejeros”. AA.VV. Dir. Santiago Hierro Anibarro. Marcial Pons. Madrid. 2020. Págs. 933 y 934.

10 El gobierno de las sociedades cotizadas. Comisión Especial para el estudio de un Código Ético de los Consejos de Administración de las Sociedades. Madrid. 26 de febrero de 1998.

11 OLIVENCIA RUIZ, *La remuneración*, op. cit., pág. 33; SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, JUAN. *La retribución de los administradores de sociedades cotizadas (La información societaria como solución)*. Revista de Derecho de Sociedades. 2007. Número 28. Págs. 44 y ss. ISSN 1134-7686; SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, *La solución*, op. cit.; HIERRO ANIBARRO y ZABALETA DÍAZ, *La retribución supervisada*, op. cit., págs. 933 y ss. Véase también PALÁ LAGUNA, REYES. *La comisión de nombramientos y retribuciones. La política de remuneración y el informe anual sobre remuneraciones de los consejeros (arts. 529 novodecies, 529 quindecies y 541 LSC)*. En “Junta General y Consejo de Administración en la sociedad cotizada”. Tomo II. AA.VV. Coord. Antonio Roncero Sánchez. 1ª edición. Thomson Reuters Aranzadi. Cizur Menor. 2016. Pág. 827.

una segunda desviación desde el Consejo de Administración hacia los ejecutivos; en materia retributiva, este conflicto se manifiesta típicamente en que los consejeros determinen sus propias retribuciones (autocontrato), con la consiguiente transferencia de valor en favor de aquéllos y en detrimento de los accionistas¹². Para tratar de remediar dicho conflicto de interés y disponer de controles sobre las retribuciones de los consejeros, el informe Olivencia proponía la creación de una comisión de nombramientos y retribuciones en el seno del Consejo de Administración¹³.

Al problema anterior del conflicto de intereses se unía, además, una inveterada falta de transparencia de las remuneraciones de los consejeros, hasta el punto de que el mismo informe Olivencia (apartado 7.4) constataba la «*larga tradición de opacidad*» que imperaba en la realidad española en relación con las remuneraciones de los administradores de la sociedad cotizada¹⁴. Para remediar esta situación de obscuridad retributiva, el propio informe Olivencia patrocinaba un «*principio de máxima transparencia*», que habría de conducir a «*la más completa y detallada información sobre las retribuciones de los consejeros, lo que supone individualizarla para cada uno de*

éstos y pormenorizarla por conceptos» (apartado 7.4), aunque a renglón seguido matizaba dicho principio, al indicar que no sería de necesaria aplicación inmediata, sino que las sociedades destinatarias del informe podían optar por una implantación gradual o por fases.

Esta posibilidad de diferir la aplicación de la transparencia retributiva produjo que el antedicho principio de máxima transparencia no tuviera amplio seguimiento en la práctica, ya que poco después, en 2003, el informe Aldama (apartado I.3) lamentaba la existencia de «*cierta resistencia a la publicidad de esas retribuciones*» y reiteraba la conveniencia de implantar aquel principio (apartado IV.6)¹⁵. Asimismo, el mismo informe Aldama advertía que algunas de las recomendaciones «*tendrían un más adecuado soporte con una regulación heterónoma que contuviese mandatos cuyo cumplimiento no dependiera sólo de la libre y voluntaria determinación*» de la sociedad afectada (apartado VI.2). Este último deseo del informe Aldama se hizo realidad tras la crisis económica de 2007-2008.

Efectivamente, a raíz de dicha crisis, la retribución de los administradores de las sociedades

12 HIERRO ANIBARRO y ZABALETA DÍAZ, *La retribución supervisada*, op. cit., págs. 934 y 935; OLIVENCIA RUIZ, *La remuneración*, op. cit., pág. 33; VELASCO SAN PEDRO, *Retribuciones*, op. cit., págs. 138 y 139.

13 LEÓN SANZ, *Artículo 217*, op. cit., págs. 276 y 277. Respecto de la comisión de nombramientos y retribuciones, véanse los apartados 3.6 y 7.1 del informe Olivencia.

14 OLIVENCIA RUIZ, *La remuneración*, op. cit., págs. 33 y 37; VELASCO SAN PEDRO, *Retribuciones*, op. cit., pág. 138 y 139; SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, *La retribución de los administradores de sociedades cotizadas*, op. cit., págs. 31 y ss. y 41 y ss.; SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, JUAN; PUYOL, BLANCA. *La recomendación europea en materia de retribución de los administradores*. Revista de Derecho Bancario y Bursátil. 2004. Número 96. Págs. 180 y ss. ISSN 0211-6138.

15 Informe de la comisión especial para el fomento de la transparencia y seguridad en los mercados y en las sociedades cotizadas. 8 de enero de 2003. Véanse OLIVENCIA RUIZ, *La remuneración*, op. cit., pág. 38; HIERRO ANIBARRO y ZABALETA DÍAZ, *La retribución supervisada*, op. cit., pág. 938.

cotizadas fue objeto de especial atención por parte de, entre otros, la OCDE y la UE¹⁶. Y a nivel nacional, sin perjuicio de las modificaciones normativas concretas (como, por ejemplo, la que afectó a la retribución de los administradores y directivos de entidades de crédito, efectuada por la Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito), interesa destacar, concretamente, que (i) la Ley 2/2011, de 4 de marzo, de Economía Sostenible, incrementó la transparencia de las retribuciones de los administradores, obligando a las sociedades cotizadas a elaborar un informe anual sobre remuneraciones de sus consejeros, e introdujo en nuestro ordenamiento el «*say on pay*», mediante una votación consultiva de la Junta General sobre las remuneraciones de los consejeros (artículo 63 ter de la Ley del Mercado de Valores de 1988); (ii) la Ley 31/2014 modificó la LSC para mejorar el gobierno corporativo de las sociedades de capital, regulando en detalle la retribución de los consejeros de compañías cotizadas y normativizando un buen número de recomendaciones del código unificado de buen gobierno de las sociedades cotizadas aprobado el 22 de mayo de 2006

por la Comisión Nacional del Mercado de Valores («CNMV»); y (iii) la CNMV aprobó, por acuerdo de 18 de febrero de 2015, el vigente código de buen gobierno de las sociedades cotizadas (luego modificado en 2020) («CBG»)¹⁷. Las disposiciones anteriores han conformado un elenco de reglas específicas únicamente aplicables a la remuneración de los consejeros de sociedades cotizadas; tales reglas se analizan a continuación.

III. CARÁCTER REMUNERADO DEL CARGO

Ordena el artículo 529 sexdecies de la LSC que «[s]alvo disposición contraria de los estatutos, el cargo de consejero de sociedad cotizada será retribuido». La presunción en sociedades cotizadas es la contraria a la de gratuidad de las sociedades no cotizadas (c. ref. artículo 217.1 LSC), de modo que serán los Estatutos los que, en su caso, deban declarar expresamente que el cargo de administrador es gratuito.

Cabe destacar que la Ley 5/2021 suprimió el adverbio «*necesariamente*» en el artículo 529

16 LEÓN SANZ, *Artículo 217, op. cit.*, págs. 277 y 278, quien reseña, de la OCDE, los «*Principles of Corporate Governance*», así como los documentos «*Corporate Governance and the Financial Crisis: Key findings and main messages*» de 2009 y «*Corporate Governance and the Financial Crisis: Conclusions and emerging good practices to enhance implementation of the Principles*» de 2010; y de la Comisión Europea los siguientes documentos: (i) la Recomendación 2009/385/CE, de 30 de abril, que complementa las Recomendaciones 2004/913/CE y 2005/162/CE en lo que atañe al sistema de remuneración de los consejeros de las empresas que cotizan en bolsa; (ii) la Recomendación 2009/384/CE, de 30 de abril, sobre las políticas de remuneración en el sector de los servicios financieros; (iii) el Libro Verde «La normativa de gobierno corporativo de la UE», de 5 de abril de 2011; y (iv) el «Plan de acción: Derecho de sociedades europeo y gobierno corporativo - un marco jurídico moderno para una mayor participación de los accionistas y la viabilidad de las empresas», de 12 de diciembre de 2012

17 GONZÁLEZ VÁZQUEZ, JOSÉ CARLOS. *Retribución de administradores: algunas consideraciones sobre “say on pay” y “pay ratio rule” a la luz de la Directiva (UE) 2017/828* [en línea]. Revista de Derecho de Sociedades. 2020. Número 58. [fecha de acceso; 2 de marzo de 2025] ISSN 1134-7686; VICENT CHULIÁ, *Introducción, op. cit.*, págs. 1.691, 1.728, 1.825 y 1.848; HIERRO ANIBARRO y ZABALETA DÍAZ, *La retribución supervisada, op. cit.*, págs. 940, 941 y 942; LEÓN SANZ, *Artículo 217, op. cit.*, pág. 278.

sexdecies de la LSC, de modo que el cargo es (ahora) remunerado, y no «*necesariamente remunerado*»; ello parece más acorde y respetuoso con la autonomía estatutaria, que podría llegar a imponer la gratuidad mediante disposición expresa¹⁸. De esta forma, queda claro que el cargo de administrador en la sociedad cotizada es natural, pero no esencialmente, remunerado¹⁹.

La naturaleza retribuida del cargo de consejero en sociedades cotizadas se ha justificado por razón de la asunción de una mayor cuota de responsabilidad por parte del administrador, así como por el régimen de dedicación y desempeño en el desarrollo de sus funciones²⁰. Doctrina patria autorizada ya había reclamado, con ante-

rioridad a la reforma de 2014 (que estableció el carácter remunerado del cargo), la necesidad de asignar una retribución a los administradores de la sociedad cotizada²¹.

Ciertamente, parece altamente improbable -salvo en relación con ciertos puestos, como el de consejero dominical- que la sociedad cotizada haga uso de la habilitación estatutaria reseñada y configure el cargo como gratuito, aunque no han faltado ejemplos (meramente cosméticos) en alguna jurisdicción concreta²². No obstante, conviene advertir que la presunción del carácter remunerado del cargo no exime de la necesidad de concretar el correspondiente sistema retributivo en los Estatutos, al requerirse, de acuerdo con el

18 El predicado «*necesariamente remunerado*» probablemente se deba a que el legislador de 2014 quiso separar las aguas entre la sociedad no cotizada y la cotizada en cuanto a la presunciones de gratuidad y remuneración respectivamente aplicables en una y otra, contraponiendo ambas, como polos opuestos.

19 Con anterioridad a la reforma de la Ley 5/2021, de 12 de abril, por la que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y otras normas financieras, en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas, hubo doctrina (véase ÁVILA DE LA TORRE, ALFREDO. *Artículo 529 sexdecies. Carácter necesariamente remunerado*. En “Tratado de Sociedades de Capital. Comentario Judicial, Notarial, Registral y Doctrinal de la Ley de Sociedades de Capital (Arts. 317 a final)”. Tomo II. AA.VV. Dir. Pedro Prendes Carril, Alfonso Martínez-Echevarría y García de Dueñas y Ricardo Cabanas Trejo. 1ª edición. Thomson Reuters Aranzadi. 2017. Págs. 1.188 y ss.) que entendía que, estatutariamente, podía configurarse el cargo como gratuito.

20 SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, *La retribución de los administradores de sociedades cotizadas*, op. cit., pág. 26; ÁVILA DE LA TORRE, *Artículo 529 sexdecies*, op. cit., pág. 1.187; GARCÍA DE ENTERRÍA LORENZO-VELÁZQUEZ, JAVIER. *Las sociedades cotizadas*. En “Lecciones de derecho mercantil”. Vol. I. AA.VV. Dir. Aurelio Menéndez Menéndez y Ángel José Rojo Fernández Río. 20ª edición. Thomson Reuters Aranzadi. Cizur Menor. 2022. Pág. 569.

21 SÁNCHEZ CALERO, FERNANDO. *Los administradores en las sociedades de capital*. Civitas. Madrid. 2ª edición. 2007. Pág. 842; SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, *La retribución de los administradores de sociedades cotizadas*, op. cit., pág. 26.

22 HIERRO ANIBARRO y ZABALETA DÍAZ, *La retribución supervisada*, op. cit., págs. 970 y 971; HIERRO ANIBARRO, SANTIAGO; ZABALETA DÍAZ, MARTA. *La política de remuneraciones de la sociedad cotizada*. Marcial Pons. Madrid. 2024. Págs. 124 y ss., indican que en EE.UU. se conocen casos de ejecutivos de compañías cotizadas que renunciaron a su retribución, tales como, entre otros, Lee Iaccoca (Chrysler), Steve Jobs (Apple), Larry Ellison (Oracle) o John Chambers (Cisco), pero que tal gratuidad era sólo aparente, porque lo que perdían en sueldo se compensaba a través de otra clase de beneficios (e.g. opciones sobre acciones).

régimen general, que los conceptos retributivos de los administradores se recojan en aquéllos²³. Con todo, hay doctrina que sostiene que, en caso de silencio estatutario, el administrador tendrá acción para exigir judicialmente el reconocimiento de una retribución, en los términos del uso o práctica mercantil (c. ref. artículo 277.2 Código de Comercio), o que pueda fijarse aquélla por un experto²⁴.

IV. REMUNERACIÓN DE CONSEJEROS EN SU CONDICIÓN DE TALES Y POR EL DESEMPEÑO DE FUNCIONES EJECUTIVAS

Los artículos 529 septdecies y 529 octodecies de la LSC regulan, respectivamente, la remuneración de los consejeros en su condición de tal y la remuneración de los consejeros por el desempeño de funciones ejecutivas.

La remuneración de los consejeros en su condición de tales (es decir, la retribución de aque-

llos consejeros que, en el seno del Consejo o de sus comisiones y en régimen de colegialidad, realizan funciones o tareas de supervisión y vigilancia de la gestión y dirección) no presenta notables especialidades respecto del régimen de remuneración general de la sociedad no cotizada (c. ref. artículo 217 LSC)²⁵.

En cambio, respecto de la remuneración de los consejeros ejecutivos, debe destacarse su sujeción al principio de reserva estatutaria²⁶. Tal exigencia ha sido restablecida por la Ley 5/2021. En efecto, la introducción por ésta, en el apartado 1º del artículo 529 octodecies de la LSC, de la exigencia de que la «*remuneración de las funciones ejecutivas de los consejeros delegados y demás consejeros a los que se atribuyan funciones de esa índole en virtud de otros títulos deberá ajustarse a los estatutos*» [subrayado nuestro] es una muestra indudable, a nuestro juicio, de la vigencia de este principio en relación con la sociedad cotizada (siendo una cuestión debatida en la sociedad no cotizada)²⁷. De esta forma, la

23 GARCÍA DE ENTERRÍA, *Las sociedades cotizadas*, op. cit., pág. 569.

24 VICENT CHULIÁ, *Introducción*, cit., pág. 1.826.

25 VICENT CHULIÁ, *Introducción*, cit., pág. 1.827. Por su parte, ÁVILA DE LA TORRE, ALFREDO. *Artículo 529 septdecies. Remuneración de los consejeros por su condición de tal*. En “Tratado de Sociedades de Capital. Comentario Judicial, Notarial, Registral y Doctrinal de la Ley de Sociedades de Capital (Arts. 317 a final)”. Tomo II. AA.VV. Dir. Pedro Prendes Carril, Alfonso Martínez-Echevarría y García de Dueñas y Ricardo Cabanas Trejo. 1ª edición. Thomson Reuters Aranzadi. 2017. Pág. 1.195, destaca las dificultades a las que se enfrenta la Junta General para concretar, en la política de remuneraciones, un importe que respete la proporcionalidad en el nivel retributivo de los consejeros, puesto que (i) un nivel demasiado bajo puede favorecer la movilidad de los administradores a otros puestos mejor remunerados, y (ii) un nivel demasiado alto rompe la correlación entre trabajo y resultados, a la vez que puede ocasionar importantes perjuicios para el compromiso de algunos consejeros, especialmente los independientes.

26 HIERRO ANIBARRO y ZABALETA DÍAZ, *La política*, op. cit., págs. 179 y ss.

27 VICENT CHULIÁ, *Introducción*, op. cit., págs. 1.828 y 1.829; GARCÍA DE ENTERRÍA LORENZO-VÁZQUEZ, JAVIER; IGLESIAS PRADA, JUAN LUIS. *Los órganos de las sociedades de capital (II). Los administradores*. En “Lecciones de derecho mercantil”. Vol. I. AA.VV. Dir. Aurelio Menéndez Menéndez y Ángel José Rojo Fernández Río. 20ª edición. Thomson Reuters Aranzadi. Cizur Menor. 2022. Págs. 464 y 465.

remuneración de los consejeros ejecutivos de las sociedades cotizadas deberá seguir un triple sistema de fuentes, a saber, los Estatutos, los acuerdos de la Junta General, establecidos en la política de remuneraciones, y el contrato aprobado por el Consejo de Administración (c. ref. artículo 249 LSC)²⁸. No obstante, debe reseñarse que hay doctrina que se posiciona expresamente en contra de esta conclusión²⁹.

Cuando se trate de consejeros de filiales de grupo, la doctrina entiende que los consejeros de filiales y sociedades participadas mayoritariamente que tengan la condición de administradores, directivos o empleados de la matriz o de otra sociedad del grupo deberán suscribir su contrato

individual con la sociedad de la que son administradores, con independencia de su calificación como consejeros dominicales o ejecutivos³⁰.

Asimismo, cabe destacar que, a pesar de que la Ley no exige expresamente la publicación del contrato del consejero ejecutivo como hecho relevante, hay quien aduce, en favor de tal difusión, que determinados aspectos del contrato del primer ejecutivo pueden constituir información relevante conforme a la normativa del mercado de valores³¹.

En cualquier caso, la principal especialidad del régimen retributivo en la sociedad cotizada va referida a la necesidad de que cualquier re-

La (discutida) sentencia de la Sala de lo Civil del TS de 26 de febrero de 2018 (RJ 2018\635) determinó (aunque en el marco de una sociedad no cotizada) que la retribución del consejero ejecutivo debe sujetarse a lo establecido en Estatutos y al límite cuantitativo máximo que, para la retribución de los administradores, haya fijado la Junta General; a juicio del Alto Tribunal, la relación entre los artículos 217 y 249 de la LSC no es alternativa, sino cumulativa. En contra de esta doctrina del Tribunal Supremo, pueden verse, entre otros, PAZ-ARES RODRÍGUEZ, CÁNDIDO. *Perseverare diabolicum (a propósito de la STS 26-II-2018 y la retribución de los consejeros ejecutivos)* [en línea]. InDret. Revista para el Análisis del Derecho. Barcelona. Abril 2018. URL: <https://indret.com/wp-content/uploads/2018/07/1387.pdf> [fecha de acceso: 2 de marzo de 2025]; ALFARO ÁGUILA-REAL, JESÚS. *La retribución de los consejeros ejecutivos y los estatutos sociales* [en línea]. Blog Almacén de Derecho. 5 de marzo de 2018. URL: <https://almacenederecho.org/la-retribucion-los-consejeros-ejecutivos-los-estatutos-sociales> [fecha de acceso: 2 de marzo de 2025].

28 VICENT CHULIÁ, *Introducción*, op. cit., pág. 1.829.

29 ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, SEGISMUNDO. *La Ley 5/2021 y la necesaria reforma de la remuneración de los administradores* [en línea]. Diario La Ley. 7 de julio de 2021. Número 9.886. [fecha de acceso: 2 de marzo de 2025] ISSN 1989-6913, quien se basa en que el artículo 529 octodécimo de la LSC sólo dice que «la remuneración» de los consejeros ejecutivos ha de ajustarse a los Estatutos, no que los Estatutos tengan que definir necesariamente los sistemas retributivos, a diferencia del artículo 529 septuagésimo del mismo cuerpo legal en relación con la remuneración de los consejeros en su condición de tales, que hace referencia al «sistema de remuneración previsto estatutariamente conforme dispone el artículo 217».

30 MATEU DE ROS CERREZO, RAFAEL. *Práctica de Gobierno Corporativo: La reforma de la Ley de Sociedades de Capital y del Código de Buen Gobierno*. 1ª edición. Thomson Reuters Aranzadi. Cizur Menor. 2015. Págs. 171 y 172.

31 SÁNCHEZ CALERO, FERNANDO; SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, JUAN. *Instituciones de Derecho mercantil*. Vol. I. 37ª edición. Thomson Reuters Aranzadi. Cizur Menor. 2015. Pág. 695.

tribución percibida por los consejeros sea acorde con la política de remuneraciones³². Dicha política, junto con el informe anual de remuneraciones de los consejeros, deberá someterse a la aprobación de la Junta General³³. La primera contiene una declaración sobre la orientación del sistema retributivo aplicable a los consejeros; el segundo incluye información detallada e individualizada siguiendo el modelo aprobado por la CNMV³⁴. Ambos instrumentos de control se examinan en los siguientes apartados.

V.LA POLÍTICA DE REMUNERACIONES DE LOS CONSEJEROS

El artículo 529 novodecies de la LSC regula detalladamente la política de remuneraciones de los consejeros de la sociedad cotizada.

El precepto, en la medida en que exige el voto vinculante de la Junta General, ha sido juzgado favorablemente, habida cuenta de que el «*soft law*» no había conseguido establecer sistemas remuneratorios que evitaran el cortoplacismo en la adopción de decisiones estratégicas de la sociedad y el cobro de cuantías retributivas que se juzgaban excesivas. Con todo, dicho artículo 529

novodecies de la LSC tampoco ha estado exento de crítica, puesto que se estima que debería haber recogido alguna de las actuales previsiones del CBG, como la relativa a la cláusula «*claw-back*» en los contratos de los consejeros ejecutivos; también ha sido objeto de crítica que la LSC circunscriba la política de remuneraciones a los consejeros, excluyendo a los altos directivos, a diferencia de lo que ocurre en las entidades financieras cotizadas³⁵.

En la redacción dada por la Ley 5/2021, la política de remuneraciones deberá ajustarse al sistema de remuneración previsto en Estatutos, se aprobará por la Junta General como punto separado del orden del día y será de aplicación durante un plazo máximo de tres ejercicios³⁶.

En cuanto al contenido de la política, recogido en el apartado 3º del artículo 529 novodecies de la LSC, cabe destacar que será necesario distinguir entre la retribución de los consejeros en su condición de tales y la de los ejecutivos, de acuerdo con los artículos 529 septdecies y 529 octodecies del mismo cuerpo legal³⁷. Tal y como se indicaba más arriba, la retribución de ambas clases de consejeros vendrá determinada o condi-

32 GARCÍA DE ENTERRÍA, Las sociedades cotizadas, op. cit., pág. 569. En sentido semejante, LEÓN SANZ, *La política*, op. cit.

33 PALÁ LAGUNA, REYES. *Artículo 529 novodecies. Aprobación de la política de remuneraciones de los consejeros*. En “Tratado de Sociedades de Capital. Comentario Judicial, Notarial, Registral y Doctrinal de la Ley de Sociedades de Capital (Arts. 317 a final)”. Tomo II. AA.VV. Dir. Pedro Prendes Carril, Alfonso Martínez-Echevarría y García de Dueñas y Ricardo Cabanas Trejo. 1ª edición. Thomson Reuters Aranzadi. Cizur Menor. 2017. Pág. 1.205; PALÁ LAGUNA, *La comisión*, op. cit., pág. 823.

34 PALÁ LAGUNA, *La comisión*, op. cit., pág. 823.

35 PALÁ LAGUNA, *La comisión*, op. cit., págs. 829 y 830; PALÁ LAGUNA, *Artículo 529 novodecies*, op. cit., págs. 1.206 y 1.207.

36 VICENT CHULIÁ, *Introducción*, op. cit., pág. 1.831.

37 HIERRO ANIBARRO y ZABALETA DÍAZ, *La retribución supervisada*, op. cit., pág. 973; HIERRO ANIBARRO y ZABALETA DÍAZ, *La política*, op. cit., págs. 131 y ss.

cionada por el concepto o conceptos retributivos que se hubieran fijado estatutariamente.

Para los consejeros en su condición de tales se incluirá el importe máximo de la retribución a satisfacer al conjunto de ellos, correspondiendo al Consejo de Administración la determinación de la remuneración de cada consejero, atendiendo a sus funciones y responsabilidades atribuidas a cada uno de ellos (apartados 2º y 3º del artículo 529 septdecies LSC)³⁸.

Cabe destacar que la Ley 5/2021 redujo la discrecionalidad del Consejo de Administración en cuanto a la distribución individual de la remuneración, al haberse eliminado del artículo 529 septdecies de la LSC el criterio o referencia relativa a «*la pertenencia a comisiones del consejo y demás circunstancias objetivas que se considere relevantes*», que daba cabida a criterios como la cualificación del consejero o su experiencia profesional. La doctrina entiende, no obstante, que sería posible prever otras circunstancias distintas de las responsabilidades y funciones de cada consejero, siempre que sean objetivas y se apliquen de forma transparente, como, por ejemplo, la dedicación que exija el cargo o las funciones atribuidas; también se entiende admisible que el Consejo de Administración modifique el importe de las remuneraciones correspondientes a funciones no ejecutivas durante el periodo de vigencia de la política, siempre que se respete el importe máximo fijado en ésta³⁹.

Más detallado será el contenido de la política de remuneraciones cuando se trate de la retribución de los consejeros que desempeñen funciones ejecutivas. Tal contenido es, además, resultado de la transposición de la Directiva 2017/828, de 17 de mayo, que exige concretar los componentes de la remuneración fija y de la variable, incluyendo las bonificaciones y cualesquiera otras prestaciones, y precisar su proporción relativa; también se impone la comparación vertical de la retribución (*i.e.* de qué forma se han tenido en cuenta las condiciones de retribución y empleo de los trabajadores de la sociedad al fijar la política de remuneraciones)⁴⁰.

Con carácter adicional a la remuneración que perciban por su condición de consejeros como tales, los consejeros ejecutivos podrán ser remunerados como consecuencia de la delegación permanente de facultades o por el desempeño de funciones ejecutivas a través de otro título. De conformidad con el apartado 2º del artículo 529 octodecies de la LSC, esta retribución deberá ajustarse a la política de retribuciones, que establecerá, como mínimo, la cuantía de la retribución fija anual y las demás previsiones de contenido obligatorio de la política que recoge el apartado 3º del artículo 529 novodecies de la LSC (*i.e.* criterios de rendimiento financiero y no financiero para la concesión de remuneraciones variables, cláusulas de reembolso o diferimiento de la remuneración variable, periodos de devengo y retención de remuneraciones basadas en acciones, principales características de los sistemas de pensión complementaria o jubilación, condi-

38 HIERRO ANIBARRO y ZABALETA DÍAZ, *La política*, op. cit., pág. 134.

39 HIERRO ANIBARRO y ZABALETA DÍAZ, *La política*, op. cit., págs. 135 y 136.

40 HIERRO ANIBARRO y ZABALETA DÍAZ, *La retribución supervisada*, op. cit., págs. 975 y 976; HIERRO ANIBARRO y ZABALETA DÍAZ, *La política*, op. cit., págs. 142 y 143.

ciones de terminación de la relación contractual y pagos vinculados a ésta, etc.)⁴¹.

La formulación de la política de remuneraciones corre a cargo del propio Consejo de Administración y deberá contar con un informe específico de la comisión de nombramientos y retribuciones (apartado 4º del artículo 529 novodecies LSC). No conviene olvidar que el Consejo de Administración tiene atribuido un cometido más amplio que el de la mera formulación la propuesta de la política de remuneraciones, puesto que es competente para concretar la remuneración individual de cada consejero y fijar la retribución de los consejeros ejecutivos. Aprobada la propuesta de la política de remuneraciones por el Consejo de Administración, éste se someterá a la aprobación de la Junta General, como punto separado del orden del día y con anterioridad a la finalización del último ejercicio de la anterior política de remuneraciones (apartado 1º del artículo 529 novodecies LSC)⁴².

La competencia de la Junta General para aprobar o rechazar la política de remuneraciones excede, en puridad, del «*say on pay*» y pretende garantizar participación de los accionistas en la configuración del sistema de retribución de los administradores, constituyendo uno de los principales instrumentos de control de las retribuciones de los consejeros de las sociedades cotizadas⁴³. No obstante lo anterior, la doctrina ha criticado que el planteamiento del legislador sea, solamente, que la Junta General apruebe o rechace en globo la política de remuneraciones, puesto que la mera emisión del voto negativo no permitiría a la Junta General manifestar su parecer acerca de cuál sería la política retributiva idónea para los consejeros⁴⁴.

Precisamente, la doctrina se había planteado, ante el silencio del artículo 529 novodecies de la LSC en la redacción dada por la Ley 31/2014, cuál sería la consecuencia o efecto de que la Junta General rechazara la política de remuneraciones

41 HIERRO ANIBARRO y ZABALETA DÍAZ, *La política*, op. cit., págs. 139 y 140; HIERRO ANIBARRO y ZABALETA DÍAZ, *La retribución supervisada*, op. cit., pág. 974. Por su parte, ÁVILA DE LA TORRE, ALFREDO. *Artículo 529 octodecies. Remuneración de los consejeros por el desempeño de funciones ejecutivas*. En “Tratado de Sociedades de Capital. Comentario Judicial, Notarial, Registral y Doctrinal de la Ley de Sociedades de Capital (Arts. 317 a final)”. Tomo II. AA.VV. Dir. Pedro Prendes Carril, Alfonso Martínez-Echevarría y García de Dueñas y Ricardo Cabanas Trejo. 1ª edición. Thomson Reuters Aranzadi. 2017. Pág. 1.202, llamaba la atención sobre el hecho de que, bajo la vigencia de la Ley 31/2014, el artículo 529 octodecies de la LSC exigía que en la política de remuneraciones se reseñaran los términos y condiciones principales de contrato del consejero ejecutivo con la sociedad, lo que presentaba un problema interpretativo a los efectos de concretar qué debería entenderse por tales «términos y condiciones principales», dando lugar a un debate competencial. No obstante, cabe destacar que la Ley 5/2021 eliminó esta referencia del artículo 529 octodecies de la LSC.

42 HIERRO ANIBARRO y ZABALETA DÍAZ, *La retribución supervisada*, op. cit., págs. 988 y 989; HIERRO ANIBARRO y ZABALETA DÍAZ, *La política*, op. cit., págs. 177 y ss.

43 HIERRO ANIBARRO y ZABALETA DÍAZ, *La retribución supervisada*, op. cit., págs. 991 y 992; HIERRO ANIBARRO y ZABALETA DÍAZ, *La política*, op. cit., págs. 183 y 185; PALÁ LAGUNA, *Artículo 529 novodecies*, op. cit., pág. 1.205.

44 PALÁ LAGUNA, *Artículo 529 novodecies*, op. cit., pág. 1.208.

propuesta por el Consejo de Administración⁴⁵. Tras la reforma efectuada por la Ley 5/2021, la letra a) del apartado 7º del antedicho precepto indica que si la Junta General rechaza la propuesta de nueva política de remuneraciones se continuará aplicando la política de remuneraciones en vigor, pero deberá someterse a la siguiente Junta General Ordinaria una nueva propuesta de política de remuneraciones. Además, si la Junta General rechaza el informe anual de remuneraciones de los consejeros, sólo podrá seguir aplicándose la política de remuneraciones en vigor en ese momento hasta la celebración de la siguiente Junta General Ordinaria (c. ref. letra b) del apartado 7º del artículo 529 novodecies de la LSC). De este modo, al acuerdo negativo de la Junta General se anudan como consecuencias la limitación de la vigencia de la política de remuneraciones hasta la siguiente Junta General Ordinaria y el correlativo mandato a los consejeros para que revisen dicha política y sometan una nueva a la consideración de la Junta General⁴⁶.

Por otra parte, habida cuenta de la necesaria conformidad de los contratos de los consejeros ejecutivos con la política de remuneraciones «vi-

gente en cada momento» («ex» apartado 5º del artículo 529 novodecies LSC), la doctrina se ha cuestionado acerca de los efectos de la revisión de dicha política sobre tales contratos, cuando ello implique una modificación de las condiciones acordadas o cuando se rechace por la Junta General el informe anual de remuneraciones de los consejeros. Al respecto, existen opiniones no del todo coincidentes. De un lado, hay quien sostiene que, en principio, el contrato del consejero ejecutivo no quedaría afectado, si bien a éste se le impondría un deber de renegociar de buena fe las posibles modificaciones del contrato derivadas de los cambios en la política de remuneraciones⁴⁷. Sin embargo, frente a la posición anterior, quizá puedan estimarse más acertadas, por sus argumentos, las tesis de otros autores, que sostienen que el contrato queda afectado en todo caso. Así, hay doctrina que entiende que, como el contrato del consejero ejecutivo no es «*res inter alios acta*», éste no puede defender la inmutabilidad de lo pactado, porque no es un tercero respecto de la sociedad, sino que queda sujeto a lo dispuesto en la LSC, los Estatutos y los acuerdos de la Junta General⁴⁸. En línea semejante, otra doctrina sostiene que la revisión de la política de re-

45 PALÁ LAGUNA, *La comisión*, op. cit., págs. 831 y 832; PALÁ LAGUNA, *Artículo 529 novodecies*, op. cit., pág. 1.209; HIERRO ANIBARRO y ZABALETA DÍAZ, *La política*, op. cit., pág. 187.

46 DEL VAL TALENS, PAULA. *Los acuerdos consultivos de la Junta General* [en línea]. Revista de Derecho Mercantil. 2022. Número 323. [fecha de acceso: 2 de marzo de 2025] ISSN 0210-0797. Se plantea la autora qué alternativas caben en el caso de que la Junta General rechace la política de remuneraciones revisada; a su juicio, son posibles dos soluciones: (i) aplicar por analogía la solución prevista para las nuevas propuestas de política de remuneraciones, prorrogando la vigencia de la política anterior (c. ref. letra a) del apartado 7º del artículo 529 novodecies LSC); o (ii) exigir la convocatoria de una Junta General Extraordinaria dirigida a aprobar nuevamente la política de remuneraciones. La autora se inclina por esta segunda solución.

47 DEL VAL TALENS, *Los acuerdos*, op. cit.

48 VICENT CHULIÁ, *Introducción*, op. cit., págs. 1.851 y 1.852. De modo semejante, SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, JUAN. *La retribución de los consejeros ejecutivos*. En “Estudios sobre órganos de las sociedades de capital. Liber amicorum Fernando Rodríguez Artigas y Gaudencio Esteban Velasco”. Vol. II. AA.VV. 1ª edición. Thomson Reuters Aranzadi. Cizur Menor. 2017. Pág. 363.

muneraciones traerá consigo la del contrato del consejero ejecutivo, quien deberá consentir las modificaciones correspondientes, puesto que, de no hacerlo, será cesado o, si se opta por su continuidad, forzado a ver extinguido su contrato y a negociar otro nuevo⁴⁹. La problemática anterior no se plantea, lógicamente, cuando el contrato del consejero ejecutivo prevea la revisión obligatoria del contrato si varía la política de remuneraciones⁵⁰.

La política de remuneraciones debe ser, según el apartado 5º del precepto comentado, exhaustiva, puesto que «*[c]ualquier remuneración que perciban los consejeros por el ejercicio o terminación de su cargo y por el desempeño de funciones ejecutivas será acorde con la política de remuneraciones*». No obstante, se indica que el binomio Estatutos-política de remuneraciones adolece de una grieta significativa, puesto que se excepcionan, según el mismo apartado 5º, «*las remuneraciones que expresamente haya aprobado la junta general de accionistas*»⁵¹.

Por otro lado, en línea, asimismo, con la Directiva 2017/828, de 17 de mayo, el apartado 6º del artículo 529 novodecies de la LSC incorpora

en nuestro ordenamiento la posibilidad de inaplicar temporalmente la política de remuneraciones cuando ello sea necesario para asegurar los intereses a largo plazo y la sostenibilidad de la sociedad en su conjunto o para asegurar su viabilidad. La norma nacional exige explicitar tanto el procedimiento a utilizar como las condiciones bajo las que se puede recurrir a esta excepción⁵².

Finalmente, como mero apunte, no puede desconocerse la influencia que ejercen tanto los asesores de voto o «*proxy advisors*» (e.g. Institutional Shareholder Service (ISS), Glass Lewis) como los inversores institucionales sobre la política de remuneraciones de los consejeros de las sociedades cotizadas. Tal influencia no ha estado exenta de crítica, especialmente cuando las sociedades cotizadas no atienden las recomendaciones formuladas por los primeros -acusadas a veces de genéricas y desvinculadas de las características propias de cada sociedad- o cuando los segundos fuerzan cambios en la política de remuneraciones para alinearla con sus propias políticas de inversión⁵³.

49 SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, *La retribución de los consejeros ejecutivos*, op. cit., págs. 362 y 363; HIERRO ANIBARRO y ZABALETA DÍAZ, *La política*, op. cit., págs. 141 y 142.

50 SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, *La retribución de los consejeros ejecutivos*, op. cit., pág. 362.

51 QUIJANO GONZÁLEZ, JESÚS. *Régimen general de la retribución de los administradores: especialidad de los ejecutivos. Cuestiones interpretativas y ámbito de flexibilidad*. En “Gobierno corporativo, sostenibilidad y reputación”. AA.VV. 1ª edición. Dir. Alfonso Martínez-Echevarría y García de Dueñas. Thomson Reuters Aranzadi. Cizur Menor. 2022. Pág. 414.

52 HIERRO ANIBARRO y ZABALETA DÍAZ, *La política*, op. cit., pág. 188.

53 HIERRO ANIBARRO y ZABALETA DÍAZ, *La retribución supervisada*, op. cit., págs. 1.003 y 1.004; HIERRO ANIBARRO y ZABALETA DÍAZ, *La política*, op. cit., págs. 207 y ss.; GONZÁLEZ VÁZQUEZ, *Retribución*, op. cit. Para mayor detalle, véase FELIÚ REY, JORGE. *El control de la retribución por la Junta General. Inversores institucionales (gestores de fondos), activismo societario y asesores de voto (proxy advisors)*. En “Retribución de consejeros”. AA.VV. Dir. Santiago Hierro Anibarro. Marcial Pons. Madrid. 2020. Págs. 637-701.

VI. EL INFORME ANUAL SOBRE REMUNERACIONES DE LOS CONSEJEROS

El artículo 541 de la LSC regula el informe anual sobre remuneraciones de los consejeros⁵⁴. La redacción del precepto, modificada por la Ley 5/2021, había sido trasladada a la LSC desde su sede anterior, la Ley del Mercado de Valores, por la Ley 31/2014, reconociéndose así, según la doctrina, su naturaleza societaria (y no del mercado de valores)⁵⁵.

La finalidad perseguida por el informe anual sobre remuneraciones de los consejeros es infor-

mativa, imponiendo un conocimiento adecuado (en favor de los accionistas) de una de las políticas diseñadas y aplicadas por el Consejo de Administración; también facilita la supervisión de las decisiones del órgano de administración en este ámbito, permitiendo un mayor control de la remuneración de los consejeros por los accionistas⁵⁶. Con todo, hay doctrina que, yendo más lejos, entiende (de modo discutible) que, a pesar del inconveniente a cargo de los consejeros de someter al escrutinio y eventual rechazo (por la Junta General) de sus retribuciones, el «say on pay» tiene un efecto sanador en relación con las remuneraciones e indemnizaciones que, aun pudiendo ser calificadas como abusivas, reciben

54 PALÁ LAGUNA, *La comisión*, op. cit., pág. 832; PALÁ LAGUNA, REYES. *Artículo 541. Informe anual sobre remuneraciones de los consejeros*. En “Tratado de Sociedades de Capital. Comentario Judicial, Notarial, Registral y Doctrinal de la Ley de Sociedades de Capital (Arts. 317 a final)”. Tomo II. AA.VV. Dir. Pedro Prendes Carril, Alfonso Martínez-Echevarría y García de Dueñas y Ricardo Cabanas Trejo. 1ª edición. Thomson Reuters Aranzadi. Cizur Menor. 2017. Págs. 1.275 y 1.276, quien además explica que la primera manifestación de la regla del «say on pay» en el Derecho europeo aparece en Gran Bretaña, donde se introduce en las «*Directors Remuneration Report Regulations*» de 2002 (hoy recogido en la «*Companies Act*»). En EE.UU., ello tiene lugar mediante la «*Dodd-Frank Act*», de 2010, cuya sección 951 requiere la votación consultiva de la Junta General respecto de las remuneraciones de los «executives» al menos una vez cada tres años. Con todo, la «*Dodd-Frank Act*» sólo obliga a someter a la Junta General las «*executive compensation practices*», no las retribuciones de los consejeros no ejecutivos.

55 VICENT CHULIÁ, *Introducción*, op. cit., pág. 1.826.

56 SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, *Retribución de Administradores: Informe de Retribuciones*, op. cit., pág. 282. HIERRO ANIBARRO y ZABALETA DÍAZ, *La retribución supervisada*, op. cit., pág. 966, señalan que a la función de transparencia del informe anual sobre remuneraciones de los consejeros se añade la de rendición de cuentas por parte del órgano de administración en relación con su actuación en materia de retribuciones. SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, op. cit., págs. 281 y 282, aclara que no se trata de la atribución de una competencia a la Junta General para revisar las remuneraciones y que éstas se ajusten a lo que la propia Junta General acordó; a la Junta General se le solicita un pronunciamiento sobre un documento (el informe anual sobre remuneraciones de los consejeros) de contenido heterogéneo, de forma que es sólo el informe lo que la Junta General aprueba o rechaza. De modo similar, Del Val Talens, *Los acuerdos*, cit. Por su parte, destaca Vicent Chuliá, *Introducción*, cit., pág. 1.849, que, en la práctica, esta norma ha tenido escaso impacto en las sociedades cotizadas españolas, que, en su mayoría, están sometidas a un fuerte núcleo de control, convirtiéndose así la votación del informe anual sobre remuneraciones de los consejeros en un mero trámite. Un diagnóstico semejante es efectuado por González Vázquez, *Retribución*, cit. Y en cuanto a que no ha tenido un efecto moderador de la cuantía de las retribuciones, HIERRO ANIBARRO y ZABALETA DÍAZ, *La política*, op. cit., págs. 193, 195 y 196.

el beneplácito de los accionistas, compensándose así el antedicho inconveniente⁵⁷.

La información que recoge el informe anual sobre remuneraciones de los consejeros se divide entre la relativa al ejercicio en curso (más concretamente, en relación con la política de remuneraciones aplicable durante éste) y la relativa al ejercicio cerrado, que incluirá un resumen global sobre la aplicación de la política de remuneraciones y el detalle de las retribuciones devengadas por todos los conceptos por cada uno de los consejeros. Esta segunda parte del informe es la que permite a los accionistas conocer, y formarse una opinión acerca de, cómo se ha aplicado la política de remuneraciones aprobada por la Junta General, los importes pagados y su relación con los criterios de atribución o rendimiento previamente marcados. Esta segunda parte es la que permite

a la Junta General efectuar un control «ex post» de las retribuciones de los consejeros⁵⁸.

La exigencia de que el informe anual sobre remuneraciones de los consejeros se someta a votación como punto separado del orden del día persigue favorecer su visibilidad y evitar que su aprobación pase desapercibida, al confundirse con otras cuestiones sobre las que los accionistas deban pronunciarse⁵⁹.

La doctrina se ha preguntado acerca de la naturaleza del voto consultivo del informe, planteándose si los acuerdos consultivos son impugnables o no judicialmente y qué efecto pueden tener de cara a un eventual ejercicio de la acción de responsabilidad contra los administradores⁶⁰. De hecho, el carácter consultivo de la votación ha sido objeto de crítica doctrinal, dado que sería

57 HIERRO ANIBARRO y ZABALETA DÍAZ, *La retribución supervisada*, op. cit., págs. 1.001 y ss.; HIERRO ANIBARRO y ZABALETA DÍAZ, *La política*, op. cit., págs. 202 y ss. Ambos autores destacan que, en tal caso, de aprobación del informe anual sobre remuneraciones de los consejeros, la responsabilidad en materia de retribución (c. ref. artículo 236.2 LSC) ya no sería imputable a los perceptores de las cantidades correspondientes, sino a los propios accionistas y a la dejación de las reforzadas funciones de control de que disponen (lo matizan, con todo, indicando la dificultad de la Junta General de la sociedad cotizada para ejercer una supervisión eficaz sobre el órgano de administración y la complejidad añadida de que la determinación de las remuneraciones de los consejeros de las compañías cotizadas se vinculan a parámetros de no fácil entendimiento y seguimiento por los accionistas).

58 HIERRO ANIBARRO y ZABALETA DÍAZ, *La retribución supervisada*, op. cit., pág. 966; HIERRO ANIBARRO y ZABALETA DÍAZ, *La política*, op. cit., págs. 111 y 112; JUSTE MENCÍA, JAVIER; CAMPINS VARGAS, AURORA. *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 “Junta General y Consejo de Administración en la sociedad cotizada”. Tomo II. AA.VV. Coord. Antonio Roncero Sánchez. Thomson Reuters Aranzadi. Cizur Menor. 1ª edición. 2016. Págs. 789 y 790, quienes asimismo señalan, en relación con las indemnizaciones por cese, que no parece que la mejor de las soluciones sea conocer «ex post» su importe (una vez producido el cese del consejero), porque los problemas más graves en materia de retribución se presentan, precisamente, con ocasión del cese de los consejeros.

59 DEL VAL TALENS, *Los acuerdos*, op. cit.

60 DUQUE DOMÍNGUEZ, *Situación actual*, op. cit., pág. 728; VELASCO SAN PEDRO, *Retribuciones*, op. cit., pág. 145; SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, *Retribución de Administradores: Informe de Retribuciones*, op. cit., pág. 282 y ss.

difícilmente conciliable con el sistema general previsto en nuestro Derecho de Sociedades para el funcionamiento de la Junta General⁶¹.

Parece que hay consenso en considerar la votación consultiva del informe como un verdadero acuerdo de la Junta General⁶². Sin embargo, hay distintos pareceres en cuanto a su posible impugnación. Al respecto, quizá sea acertado, si se entiende que estamos ante un verdadero acuerdo social, defender la postura afirmativa, aunque también parece que la impugnación deberá circunscribirse a defectos en su adopción (y no al fondo)⁶³.

En cuanto a la responsabilidad de los administradores ante un rechazo del informe anual sobre remuneraciones de los consejeros por la Junta General, parece claro que no concurre tal responsabilidad por causa de un voto negativo, habida cuenta de que la Ley no impone a los administradores la obligación de obtener el «*placet*» de aquélla⁶⁴. Sin embargo, como se indicó más arriba, del rechazo del informe por la Junta General se derivan consecuencias jurídicas para el Consejo de Administración: la sociedad sólo podrá seguir aplicando la política de remuneraciones en vigor (en la fecha de la celebración de la Junta General) hasta la siguiente Junta General Ordinaria, y deberá someter a aprobación de la siguiente Junta General Ordinaria de accionistas una nueva propuesta de política⁶⁵.

61 SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, *La retribución de los administradores de sociedades cotizadas*, op. cit., pág. 53; VELASCO SAN PEDRO, *Retribuciones*, op. cit., pág. 145; JUSTE MENCÍA y CAMPINS VARGAS, *La retribución*, op. cit., pág. 788.

62 SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, *Retribución de Administradores: Informe de Retribuciones*, op. cit., pág. 282 y ss.; VICENT CHULIÁ, *Introducción*, op. cit., pág. 1.848 y 1.849; DEL VAL TALENS, *Los acuerdos*, op. cit.

63 VICENT CHULIÁ, *Introducción*, op. cit., pág. 1.848 y 1.849, quien sostiene que se trata de un acuerdo social, sometido a todos sus requisitos de aprobación impugnabile judicialmente, aunque, a la vista de que sería una declaración de conocimiento y de opinión o valoración por la Junta General y no una declaración de voluntad, como en los acuerdos decisorios, sólo podrá ser impugnado por defectos en su adopción, no por defectos de fondo. SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, *Retribución de Administradores: Informe de Retribuciones*, op. cit., pág. 282 y ss., entiende que es muy cuestionable que la aprobación consultiva del informe anual sobre remuneraciones de los consejeros pueda ser impugnada, alegando una lesión del interés social; también sostiene que su rechazo no dará lugar a la responsabilidad de los administradores, puesto que la diligencia no radica en obtener la aprobación de la Junta General, sino en analizar e informar sobre las retribuciones. DEL VAL TALENS, *Los acuerdos*, op. cit., defiende, en cambio, que la votación del informe anual sobre remuneraciones de los consejeros es un verdadero acuerdo social y que es impugnabile, incluso por circunstancias de fondo.

64 SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, *Retribución de Administradores: Informe de Retribuciones*, cit., pág. 291.

65 Bajo la redacción anterior del artículo 529 novodecies de la LSC, dada por la Ley 31/2014, el rechazo por la Junta General del informe anual de remuneraciones de los consejeros acarrea que la política de remuneraciones aplicable para el ejercicio siguiente debiera someterse a la aprobación de la Junta General con carácter previo a su aplicación, aunque no hubiera transcurrido el periodo de vigencia de tres años. Véase PALÁ LAGUNA, *La comisión*, op. cit., págs. 833 y 834; PALÁ LAGUNA, *Artículo 541*, op. cit., pág. 1.276; HIERRO ANIBARRO y ZABALETA DÍAZ, *La retribución supervisada*, op. cit., págs. 999 y ss.; HIERRO ANIBARRO y ZABALETA DÍAZ, *La*

Por otro lado, cabe destacar que la doctrina constataba que, a pesar de los avances en materia de transparencia retributiva, el seguimiento de los informes anuales de remuneraciones ponía de manifiesto deficiencias en su cumplimentación, afectando tales deficiencias, fundamentalmente y entre otros, a los sistemas de ahorro a largo plazo, a la retribución basada en acciones y a los métodos y parámetros conforme a los que se determina el cumplimiento de los criterios de los componentes variables de la retribución. La consecuencia de tal déficit de información ha sido la difícil apreciación acerca del desempeño o rendimiento real de los consejeros ejecutivos⁶⁶.

Para tratar de remediar lo anterior, la Ley 5/2021 dio una vuelta de tuerca a la publicidad del informe anual sobre remuneraciones de los consejeros, exigiendo información adicional sobre las actividades retribuidas de los consejeros, incorporando nuevos contenidos (e.g. información relativa a remuneraciones procedentes de empresas del grupo, variación anual de la remuneración, etc.) e incidiendo en los aspectos normalmente más opacos, como la vinculación de las retribuciones con la sostenibilidad a largo plazo de la empresa y la aplicación de los criterios de rendimiento (apartado 5º del artículo 541 LSC).

La doctrina espera que estas nuevas exigencias normativas puedan facilitar la prevención o corrección de abusos, aportando mayor claridad y comprensión a los accionistas en una materia compleja y de no fácil evaluación⁶⁷.

Con todo, la CNMV sigue señalando algunos déficits informativos y ha llamado la atención acerca del nivel de detalle de la información incluida en el informe anual sobre remuneraciones de los consejeros, así como sobre el hecho de que, en no pocas ocasiones, la información sobre remuneración global del Consejo de Administración, que se facilita en el informe anual de gobierno corporativo, no coincide con las remuneraciones en el informe anual sobre remuneraciones de los consejeros, sin que se expliquen ni concilien las diferencias. A ello se añade que, según la propia CNMV, es en las recomendaciones del CBG relativas a la retribución de los consejeros donde más frecuentemente se observan explicaciones redundantes o generales (i.e. mera reiteración de que la recomendación se incumple o una motivación genérica del incumplimiento, sin acompañar o proveer una explicación como tal)⁶⁸. De hecho, a continuación se hace un breve repaso a las recomendaciones del CBG en esta materia.

política, op. cit., págs. 198 y ss.

66 HIERRO ANIBARRO y ZABALETA DÍAZ, *La retribución supervisada, op. cit.*, pág. 967; HIERRO ANIBARRO y ZABALETA DÍAZ, *La política, op. cit.*, pág. 113 y 114.

67 HIERRO ANIBARRO y ZABALETA DÍAZ, *La retribución supervisada, op. cit.*, págs. 969 y 970; HIERRO ANIBARRO y ZABALETA DÍAZ, *La política, op. cit.*, pág. 117 y 118.

68 HIERRO ANIBARRO y ZABALETA DÍAZ, *La política, op. cit.*, pág. 109, comentando el documento *Informes de gobierno corporativo de las sociedades cotizadas. Ejercicio 2022* [en línea]. Comisión Nacional del Mercado de Valores. URL: https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/IAGC_2022.pdf [fecha de acceso: 2 de marzo de 2025], donde pueden verse las págs. 21, 22 y 106 de dicho documento de la CNMV; véanse asimismo las págs. 22, 107 y 108 del documento *Informes de gobierno corporativo de las sociedades cotizadas. Ejercicio 2023* [en línea]. Comisión Nacional del Mercado de Valores. URL: <https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/IAGC2023.pdf> [fecha de acceso: 2 de marzo de 2025].

VII. RECOMENDACIONES DEL CÓDIGO DE BUEN GOBIERNO EN MATERIA RETRIBUTIVA

El vigente CBG contiene un principio (el 25º) y nueve recomendaciones (números 56 a 64, ambos inclusive) en cuanto a la retribución de consejeros⁶⁹. No cabe olvidar que se trata de recomendaciones voluntarias (i.e. «soft law»), sujetas al principio «comply or explain»⁷⁰. El propio CBG explica que «partiendo del principio fundamental de autonomía privada, se considera conveniente (...) formular determinadas recomendaciones sobre la estructura, composición y forma de la remuneración de los consejeros, de manera que, dentro del marco legal (...) se favorezca la consecución de los objetivos empresariales y del interés social».

El CBG asienta sus recomendaciones sobre la base de la «diferenciación entre los distintos componentes de la remuneración (fijos, variables, entrega de acciones u otros instrumentos financieros referenciados a su valor y pagos por resolución contractual) y de los distintos tipos de consejeros (consejeros ejecutivos y externos)».

El principio 25º del CBG establece, de modo nuclear, que «[l]a remuneración del consejo de administración será la adecuada para atraer y retener a los consejeros del perfil deseado y retribuir la dedicación, cualificación y responsabilidad que exija el cargo sin comprometer la independencia de criterio de los consejeros no ejecutivos, con la intención de promover la consecución del interés social, incorporando los mecanismos precisos para evitar la asunción excesiva de riesgos y la recompensa de resultados desfavorables».

La recomendación 56ª se expresa en términos prácticamente idénticos a la primera parte del principio anteriormente reseñado: «[q]ue la remuneración de los consejeros sea la necesaria para atraer y retener a los consejeros del perfil deseado y para retribuir la dedicación, cualificación y responsabilidad que el cargo exija, pero no tan elevada como para comprometer la independencia de criterio de los consejeros no ejecutivos»⁷¹.

Por su parte, la recomendación 57ª, en su párrafo 1º, aconseja reservar a los consejeros ejecutivos «las remuneraciones variables ligadas

69 SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, *La retribución de los administradores de sociedades cotizadas*, op. cit., pág. 23, señala que las recomendaciones del Código tienden no tanto a fijar reglas o criterios, sino a una adecuada inserción de esas reglas en el diseño del Consejo de Administración, primer responsable de impedir abusos en esta materia.

70 JUSTE MENCÍA y CAMPINS VARGAS, *La retribución*, op. cit., págs. 792 y 793.

71 VELASCO SAN PEDRO, *Retribuciones*, op. cit., pág. 141, critica semejante recomendación (anterior recomendación 37ª del Código Unificado de 2006), en la medida en que sostiene que, en la práctica, será de difícil, cuando no imposible, comprobación, esa proporción de la remuneración con la dedicación, cualificación y responsabilidad del consejero. También se muestra crítico con el requisito de que la cuantía de la remuneración permita mantener la independencia del consejero, ya que entiende que surge, de nuevo, el problema de la inconcreción: ¿qué se considera una remuneración tan elevada como para comprometer la independencia de criterio del consejero? A su entender, se podría haber establecido un mecanismo de valoración por una instancia externa. En sentido similar, Mateu de Ros, *Práctica*, cit., pág. 177.

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». Esta prescripción tiene como objetivo evitar los conflictos de interés en que podrían incurrir los consejeros no ejecutivos cuando deban cumplir sus tareas (e.g. al enjuiciar prácticas contables u otro tipo de decisiones que puedan alterar los resultados inmediatos de la sociedad)⁷². Como excepción a lo anterior, *«[s]e 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»*, si bien ello no es de aplicación a *«las acciones que el consejero necesite enajenar, en su caso, para satisfacer los costes relacionados con su adquisición»* (párrafo 2º de la recomendación 57ª).

La recomendación 58ª, también relativa a la remuneración variable, pretende que las cantidades percibidas en tal concepto constituyan una contraprestación de efectivo rendimiento profesional que no dependa de circunstancias exógenas (e.g. evolución del mercado o del sector de actividad de la compañía)⁷³. En particular, la misma recomendación 58ª prescribe que los com-

ponentes variables de la remuneración: (i) estén vinculados a criterios predeterminados y medibles; (ii) promuevan la sostenibilidad de la empresa e incluyan criterios no financieros para la creación de valor a largo plazo (e.g. cumplimiento de reglas y procedimientos internos, así como políticas de control y gestión de riesgos); y (iii) presenten un equilibrio entre el cumplimiento de objetivos a corto, medio y largo plazo, sin girar únicamente sobre hechos puntuales, ocasionales o extraordinarios.

De acuerdo con la recomendación 59ª, el pago del variable sólo deberá producirse cuando se haya podido comprobar, tras el transcurso de un plazo suficiente, que se han cumplido de modo efectivo las condiciones de rendimiento o de otra índole que se hayan establecido. Se mitiga así el riesgo de que la prestación de la sociedad no sea debida a una correcta contraprestación del consejero⁷⁴. En el informe anual sobre remuneraciones de los consejeros se incluirán los criterios y métodos para tal comprobación, en función de la naturaleza y características de cada componente variable. Asimismo, la misma recomendación 59ª recomienda valorar el establecimiento de una cláusula «*malus*» (i.e. una cláusula «*basada en el diferimiento por un periodo suficiente del pago de una parte de los componentes variables que implique su pérdida total o parcial en el caso de que con anterioridad al momento del pago*

72 JUSTE MENCÍA y CAMPINS VARGAS, *La retribución*, op. cit., pág. 792. VELASCO SAN PEDRO, *Retribuciones*, op. cit., pág. 142, juzga favorablemente esta recomendación, pero la critica en relación con los consejeros dominicales, puesto que la razón que da el Código (i.e. evitar conflictos de interés) les afecta también a éstos, y no en menor medida que a los ejecutivos, que también están llamados a decidir en tales cuestiones.

73 JUSTE MENCÍA y CAMPINS VARGAS, *La retribución*, op. cit., pág. 792. MATEU DE ROS, *Práctica*, op. cit., pág. 177, sostiene que las recomendaciones 58ª y 60ª son redundantes, al entenderse subsumidas en los criterios reflejados en la propia LSC (e.g. artículos 217.4 y 529 octodecies LSC).

74 JUSTE MENCÍA y CAMPINS VARGAS, *La retribución*, op. cit., pág. 792.

se produzca algún evento que lo haga aconsejable»)⁷⁵. Esta recomendación ha sido criticada, puesto que no establece, entre otros aspectos, un porcentaje determinado de diferimiento, el número de años en que debe deferirse el pago ni las retribuciones variables a las que se aplicaría (si sólo anuales o también plurianuales)⁷⁶.

De modo semejante, se recomienda, en las remuneraciones ligadas a los resultados de la sociedad, que se tomen en cuenta «*las eventuales salvedades que consten en el informe del auditor externo y minoren dichos resultados*» (recomendación 60^a).

Se aconseja también que «*un porcentaje relevante de la remuneración variable de los consejeros ejecutivos esté vinculado a la entrega de acciones o de instrumentos financieros referenciados a su valor*» (recomendación 61^a). De esta recomendación se destila la idea de que las «*stock options*» contribuyen a alinear los intereses de los administradores con los de los accionistas⁷⁷. Con todo, también aquí se ha criticado que se no defina o concrete ese «*porcentaje relevante*»⁷⁸.

No obstante, para conjugar los peligros que presentan los planes de opciones sobre acciones, la recomendación 62^a propone (i) una limitación

del montante de las operaciones que puedan realizarse, de modo que el consejero no pueda percibir dos veces su remuneración fija anual (si bien se exceptúan de esta limitación las operaciones que el consejero deba realizar para satisfacer los costes relacionados con la adquisición de las acciones o a fin de hacer frente a situaciones extraordinarias sobrevenidas); y (ii) un plazo mínimo de mantenimiento de tres años⁷⁹.

Se aconseja, asimismo, el establecimiento de una cláusula «*clawback*» en los contratos del consejero con la sociedad, esto es, una estipulación que «*permita a la sociedad reclamar el reembolso de los componentes variables de la remuneración cuando el pago no haya estado ajustado a las condiciones de rendimiento o cuando se hayan abonado atendiendo a datos cuya inexactitud quede acreditada con posterioridad*» (recomendación 63^a).

Finalmente, en cuanto a los pagos por resolución o extinción del contrato del consejero con la sociedad, la recomendación 64^a aconseja que «*no superen un importe equivalente a dos años de la retribución total anual y que no se abonen hasta que la sociedad haya podido comprobar que el consejero ha cumplido con los criterios o condiciones establecidos para su percepción*»⁸⁰.

75 Sobre las cláusulas «*malus*» y «*clawback*» y el CBG, HIERRO ANIBARRO y ZABALETA DÍAZ, *La política*, op. cit., págs. 95 y ss.

76 MATEU DE ROS, *Práctica*, op. cit., págs. 177 y 178.

77 JUSTE MENCÍA y CAMPINS VARGAS, *La retribución*, op. cit., pág. 792.

78 MATEU DE ROS, *Práctica*, op. cit., pág. 178.

79 JUSTE MENCÍA y CAMPINS VARGAS, *La retribución*, op. cit., pág. 792.

80 La recomendación 64^a aclara que entre los pagos por resolución o extinción contractual se considerarán «*cualquiera abonos cuyo devengo u obligación de pago surja como consecuencia o con ocasión de la extinción de la relación contractual que vinculaba al consejero con la sociedad, incluidos los importes no previamente consolidados de sistemas de ahorro a largo plazo y las cantidades que se abonen en virtud de pactos de no competencia poscontractual*».

VIII. ALGUNAS TENDENCIAS EN MATERIA DE RETRIBUCIÓN DE CONSEJEROS DE SOCIEDADES COTIZADAS

Finalmente, pueden reseñarse algunas tendencias que se observan en las prácticas retributivas de los consejeros de las sociedades cotizadas. En concreto, cabe destacar, muy someramente, las siguientes⁸¹:

- (i) Se retribuye a los consejeros externos únicamente mediante una asignación fija o mediante la combinación de una asignación fija y dietas de asistencia; además, en línea con lo recomendado por el CBG, no es habitual retribuir a los consejeros externos mediante una remuneración ligada a los resultados. Asimismo, es muy residual la retribución en acciones o mediante opciones sobre acciones cuando se trata de consejeros externos.
- (ii) La retribución del Presidente (no ejecutivo) del Consejo de Administración es mayor que el resto de consejeros y, en su mayoría, representa entre 1,1 y 5 veces la remuneración de los vocales del Consejo.
- (iii) En cuanto a los consejeros que forman parte de comisiones del Consejo, se les suele remunerar por la pertenencia a tales comisiones

mediante dietas de asistencia o a través de una asignación fija, o en virtud de ambos conceptos. Asimismo, como regla general, la remuneración de los miembros de la comisión de auditoría es superior a la de los miembros del resto de comisiones, pudiendo llegar a doblarse la cuantía que perciben los primeros respecto de la de los segundos. Con todo, la retribución de las comisiones de nombramientos y de retribuciones, cuando éstas se separan, suele ser, de media, más alta que la del resto de comisiones (téngase en cuenta que, por regla general, las compañías que separan ambas comisiones son las entidades financieras y las sociedades del IBEX-35).

- (iv) Respecto de la cuantía de la retribución media de los consejeros externos, se observa un ligero aumento a partir de 2021. Este aumento se explica porque, en los años 2020 y 2021, varias sociedades redujeron la retribución de los consejeros por razón de la pandemia del Covid-19, para, ya en 2022, volver a niveles retributivos iniciales o anteriores.
- (v) Los consejeros ejecutivos suelen percibir una remuneración (específica) en su calidad de miembros del Consejo, además de su retribución como ejecutivos. Se trata de una práctica muy habitual en

81 Las tendencias reproducidas en este apartado 8 se han tomado de los siguientes documentos: *Índice Spencer Stuart de Consejos de Administración* [en línea]. 2022. 26ª edición. URL: [2022-spain-board-index-w2.pdf](https://www.spencerstuart.com/-/media/2022-spain-board-index-w2.pdf) [fecha de acceso: 2 de marzo de 2025]; *Índice Spencer Stuart de Consejos de Administración* [en línea]. 2023. 27ª edición. URL: <https://www.spencerstuart.com/-/media/2023/october/spainbi2023/esbi2023-5.pdf> [fecha de acceso: 2 de marzo de 2025]; *Índice Spencer Stuart de Consejos de Administración* [en línea]. 2024. 28ª edición. URL: <https://www.spencerstuart.com/-/media/2024/09/esbi2024/esbi2024-web.pdf> [fecha de acceso: 2 de marzo de 2025].

España que, no obstante, no es muy frecuente en otras jurisdicciones de nuestro entorno.

- (vi) Las remuneraciones más elevadas corresponden a los consejeros delegados o ejecutivos, cuya retribución media fue de 2,3 millones en 2022 y de 2,6 millones de euros en 2023. Ello se explica porque el principal criterio utilizado para determinar el importe de las remuneraciones por consejero es el nivel de responsabilidad del cargo (*i.e.* a mayor responsabilidad y dedicación, mayor retribución).
- (vii) Es muy habitual la inclusión de parámetros no financieros relativos a criterios de sostenibilidad en la retribución de los consejeros ejecutivos. En este sentido, los criterios de sostenibilidad han ganado peso recientemente en los planes de incentivos a largo plazo, que encuentran amplio seguimiento en este tipo de sociedades.
- (viii) En relación con las retribuciones variables de los consejeros

ejecutivos, la CNMV enfatiza que no siempre es fácil entender adecuadamente el desempeño real de los consejeros ejecutivos, ni las metodologías y herramientas que se usan en la medición del grado de cumplimiento de objetivos, a efectos de determinar y justificar el devengo de dichas retribuciones⁸².

IX. CONCLUSIONES

La remuneración de los administradores de sociedades cotizadas se halla sujeta a una serie de normas obligatorias y recomendaciones voluntarias, tal y como se ha expuesto. Unas y otras se han desarrollado al calor del «*corporate governance*», cuyos objetivos han sido, y son, evitar conflictos de interés a la hora de determinar las retribuciones de los consejeros y promover la transparencia de éstas.

En apretada síntesis, las especialidades normativas de la remuneración de los consejeros de cotizadas son: (i) el cargo es naturalmente remunerado, presumiéndose la onerosidad, si bien ello

82 *Informes de remuneraciones de los consejeros de las sociedades cotizadas. Ejercicio 2023* [en línea]. Comisión Nacional del Mercado de Valores. Págs. 35 y 36. URL: <https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/IARC2023.pdf> [fecha de acceso: 2 de marzo de 2025]. Semejante crítica del regulador se halla en línea con lo señalado por alguna doctrina en relación con la inclusión o persecución de objetivos de responsabilidad social corporativa o sostenibilidad («ESG», por sus siglas en inglés) por las sociedades de capital; concretamente, se ha apuntado que tales objetivos podrían acabar siendo contraproducentes, desembocando en el control de los fines y resultados «ESG» por los propios administradores y en un concomitante incremento de su retribución (véase RUIZ MUÑOZ, MIGUEL. *Remuneración de administradores y promoción del interés social* [en línea]. Blog Almacén de Derecho. 9 de mayo de 2024. URL: <https://almacenederecho.org/remuneracion-de-administradores-y-promocion-del-interes-social> [fecha de acceso: 2 de marzo de 2025]; LEÓN SANZ, *La política, op. cit.*; León Sanz, Francisco José. *Criterios ESG y remuneración de los administradores de sociedades cotizadas* [en línea]. Revista de Derecho de Sociedades. 2023. Número 67. [fecha de acceso: 2 de marzo de 2025] ISSN 1134-7686; RECALDE CASTELLS, ANDRÉS. *La inclusión de objetivos públicos en la gestión de las sociedades de capital*. En “Estudios jurídicos en homenaje al profesor Ricardo Alonso Soto”. AA.VV. Coord. Aurora Martínez Flórez y Nuria Bermejo Gutiérrez. 1ª edición. Thomson Reuters. Civitas. Madrid. 2022. Págs. 469 y 470).

no exime de la necesaria concreción estatutaria del sistema de retribución de los consejeros; (ii) la (neta) distinción entre la remuneración de los consejeros en su condición de tales y la de los consejeros ejecutivos, por las funciones de supervisión o vigilancia y ejecutiva que, respectivamente, tienen encomendadas; y (iii) la política de remuneraciones y en el informe anual sobre remuneraciones de los consejeros, como instrumentos o mecanismos a disposición de los accionistas para el control por éstos de la remuneración de los consejeros. El sistema se completa con las recomendaciones del CBG, cuyo principal objetivo es, a tenor del propio código, atraer y retener a las personas profesionalmente más capaces, retribuyendo su dedicación, cualificación y responsabilidad asumida, pero con ciertas limitaciones, al efecto de evitar la asunción excesiva de riesgos y la recompensa de resultados desfavorables; estas recomendaciones, por su propia naturaleza, constituyen «*soft law*» y se rigen por el principio «*comply or explain*».

Ciertamente, los progresos en materia de transparencia e información retributiva han sido grandes si se tiene en cuenta la situación y el momento de partida (c. ref. informe Olivencia de 1998). Por ello, la valoración debe ser positiva. Sin embargo, la remuneración de los consejeros de sociedades cotizadas tiene, también y

todavía, su propio talón de Aquiles. Al respecto, como asignaturas pendientes, pueden destacarse, singularmente, dos. Una, la oscuridad en la determinación y concreción de ciertos conceptos retributivos, esencialmente los componentes variables de la retribución, sujetos a indicadores de difícil evaluación (e.g. sostenibilidad a largo plazo) o que entrañan dificultades de comprensión para un «accionista medio», carente de conocimientos técnico-financieros; en este sentido, no ha faltado quien ha hablado, gráficamente, de «complejidad barroca»⁸³. La segunda la constituye el hecho de que, en no pocas ocasiones, suele suceder que, fruto del inadecuado diseño de los paquetes retributivos, quedan desconectados los resultados y la evolución de la compañía respecto del desempeño personal o «*performance*» de los administradores (normalmente los ejecutivos), disfrutando éstos de retribuciones poco vinculadas a los resultados de la sociedad, esto es, variables que se perciben regularmente y con independencia de las variaciones en los resultados de la sociedad⁸⁴.

A la luz de todo lo anterior, parece que puede concluirse señalando que se han hecho grandes avances en materia de retribución de consejeros de cotizadas, pero que aún queda cierto margen de mejora.

83 PEPPER, ALEXANDER. *If you're so ethical, why are you so highly paid? Ethics, inequality and executive pay*. LSE Press. London. 2022. Pág. 96.

84 RONCERO SÁNCHEZ, ANTONIO. *La retribución variable de los consejeros ejecutivos tras la reforma del régimen legal sobre retribución de administradores de las sociedades de capital*. Revista de Derecho Social y Empresa. 2016. Número 5. Págs. 142 y 143. ISSN-e 2341-135X. En sentido semejante, en cuanto a la retribución variable, SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, *La retribución de los administradores de sociedades cotizadas*, op. cit., pág. 43. Sobre este particular PEPPER, ALEXANDER. *If you're so ethical, why are you so highly paid? Ethics, inequality and executive pay*. LSE Press. London. 2022. Págs. 22 y 95, indica que la mayoría de los economistas aceptan que la correlación empírica más relevante en lo relativo a la remuneración de los ejecutivos no es el binomio retribución y rendimiento, sino el de retribución y tamaño de la firma.

X. BIBLIOGRAFÍA

1. LIBROS, ARTÍCULOS DE REVISTA Y ARTÍCULOS WEB

ALFARO ÁGUILA-REAL, JESÚS. *La retribución de los consejeros ejecutivos y los estatutos sociales* [en línea]. Blog Almacén de Derecho. 5 de marzo de 2018. URL: <https://almacenederecho.org/la-retribucion-los-consejeros-ejecutivos-los-estatutos-sociales> [fecha de acceso: 2 de marzo de 2025].

ALFARO ÁGUILA-REAL, JESÚS; SOTO-YARRITU, MARTA. *La retribución de los consejeros delegados o con funciones ejecutivas en la reforma de la LSC* [en línea]. Blog Almacén de Derecho. 24 de marzo de 2021. URL: <https://almacenederecho.org/op-ed-la-retribucion-de-los-consejeros-delegados-o-con-funciones-ejecutivas-en-la-reforma-de-la-lsc> [fecha de acceso: 2 de marzo de 2025].

ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, SEGISMUNDO. *La Ley 5/2021 y la necesaria reforma de la remuneración de los administradores* [en línea]. Diario La Ley. 7 de julio de 2021. Número 9.886. [fecha de acceso: 2 de marzo de 2025] ISSN 1989-6913.

ARROYO APARICIO, ALICIA. *Retribución de los administradores de las sociedades no cotizadas en los supuestos de delegación o con funciones ejecutivas*. En “Retribución y prestación de servicios de los administradores de sociedades”. AA.VV. Dir. José Antonio García-Cruces. Tirant Lo Blanch. Valencia. 2018. Págs. 203-236.

ÁVILA DE LA TORRE, ALFREDO. *Artículo 529 sexdecies. Carácter necesariamente remunerado*. En “Tratado de Sociedades de Capital. Comentario Judicial, Notarial, Registral y Doctrinal de la Ley de Sociedades de Capital (Arts. 317 a

final)”. Tomo II. AA.VV. Dir. Pedro Prendes Carril, Alfonso Martínez-Echevarría y García de Dueñas y Ricardo Cabanas Trejo. 1ª edición. Thomson Reuters Aranzadi. 2017. Págs. 1.187-1.192.

-*Artículo 529 septdecies. Remuneración de los consejeros por su condición de tal*. En “Tratado de Sociedades de Capital. Comentario Judicial, Notarial, Registral y Doctrinal de la Ley de Sociedades de Capital (Arts. 317 a final)”. Tomo II. AA.VV. Dir. Pedro Prendes Carril, Alfonso Martínez-Echevarría y García de Dueñas y Ricardo Cabanas Trejo. 1ª edición. Thomson Reuters Aranzadi. 2017. Págs. 1.192-1.198.

-*Artículo 529 octodecies. Remuneración de los consejeros por el desempeño de funciones ejecutivas*. En “Tratado de Sociedades de Capital. Comentario Judicial, Notarial, Registral y Doctrinal de la Ley de Sociedades de Capital (Arts. 317 a final)”. Tomo II. AA.VV. Dir. Pedro Prendes Carril, Alfonso Martínez-Echevarría y García de Dueñas y Ricardo Cabanas Trejo. 1ª edición. Thomson Reuters Aranzadi. 2017. Págs. 1.198-1.204.

DEL VAL TALENS, PAULA. *Los acuerdos consultivos de la Junta General* [en línea]. Revista de Derecho Mercantil. 2022. Número 323. [fecha de acceso: 2 de marzo de 2025] ISSN 0210-0797.

DUQUE DOMÍNGUEZ, JUSTINO. *Situación actual del problema de la remuneración de los administradores de la sociedad*. En “Estudios de Derecho Mercantil: En memoria del Profesor Aníbal Sánchez Andrés”. AA.VV. Coord. Juan Carlos Sáenz García de Albizu, Fernando Oleo Banet y Aurora Martínez Flórez. 1ª edición.

Thomson Reuters Civitas. Madrid. 2010. Págs. 719-735.

FELIÚ REY, JORGE. *El control de la retribución por la Junta General. Inversores institucionales (gestores de fondos), activismo societario y asesores de voto (proxy advisors)*. Retribución de consejeros. AA.VV. Dir. Santiago Hierro Anibarro. Marcial Pons. Madrid. 2020. Págs. 637-701.

GARCÍA DE ENTERRÍA LORENZO-VELÁZQUEZ, JAVIER. *Las sociedades cotizadas*. En “Lecciones de derecho mercantil”. Vol. I. AA.VV. Dir. Aurelio Menéndez Menéndez y Ángel José Rojo Fernández Río. 20ª edición. Thomson Reuters Aranzadi. Cizur Menor. 2022. Págs. 555-575.

GARCÍA DE ENTERRÍA LORENZO-VÁZQUEZ, JAVIER; IGLESIAS PRADA, JUAN LUIS. *Los órganos de las sociedades de capital (II). Los administradores*. En “Lecciones de derecho mercantil”. Vol. I. AA.VV. Dir. Aurelio Menéndez Menéndez y Ángel José Rojo Fernández Río. 20ª edición. Thomson Reuters Aranzadi. Cizur Menor. 2022. Págs. 459-474.

GONZÁLEZ VÁZQUEZ, JOSÉ CARLOS. *Retribución de administradores: algunas consideraciones sobre “say on pay” y “pay ratio rule” a la luz de la Directiva (UE) 2017/828* [en línea]. Revista de Derecho de Sociedades. 2020. Número 58. [fecha de acceso; 2 de marzo de 2025] ISSN 1134-7686.

HIERRO ANIBARRO, SANTIAGO; ZABALETA DÍAZ, MARTA. *La retribución supervisada. La remuneración de consejeros de la sociedad cotizada*. En “Retribución de consejeros”. AA.VV. Dir. Santiago Hierro Anibarro. Marcial Pons. Madrid. 2020. Págs. 931-1.014.

-*La política de remuneraciones de la sociedad cotizada*. Marcial Pons. Madrid. 2024.

JIMÉNEZ SÁNCHEZ, GUILLERMO. *Unas ideas previas al debate sobre la reforma de la remuneración de los administradores de las sociedades anónimas cotizadas*. En “La retribución de los administradores en las sociedades cotizadas. Estudio especial de las opciones sobre acciones y otros derechos referidos a las cotizaciones”. AA.VV. Dir. Fernando Sánchez Calero y Javier Wenceslao Ibáñez Jiménez. Colex. Madrid. 2003. Págs. 23-29.

JUSTE MENCÍA, JAVIER; CAMPINS VARGAS, AURORA. *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 “Junta General y Consejo de Administración en la sociedad cotizada”. Tomo II. AA.VV. Coord. Antonio Roncero Sánchez. Thomson Reuters Aranzadi. Cizur Menor. 1ª edición. 2016. Págs. 757-796.

LEÓN SANZ, FRANCISCO JOSÉ. *Artículo 217. Remuneración de los administradores*. En “Comentario de la reforma del régimen de las sociedades de capital en materia de gobierno corporativo (Ley 31/2014). Sociedades no cotizadas”. AA.VV. Coord. Javier Juste Mencía. Thomson Reuters Aranzadi. Cizur Menor. 2015. Págs. 273-291.

-*La política de remuneraciones de los administradores en las sociedades de capital* [en línea]. Revista de Derecho Mercantil. 2022. Número 324. [fecha de acceso: 2 de marzo de 2025] ISSN 0210-0797.

-*Criterios ESG y remuneración de los administradores de sociedades cotizadas*

[en línea]. Revista de Derecho de Sociedades. 2023. Número 67. [fecha de acceso: 2 de marzo de 2025] ISSN 1134-7686.

MATEU DE ROS CERESO, RAFAEL. *Práctica de Gobierno Corporativo: La reforma de la Ley de Sociedades de Capital y del Código de Buen Gobierno*. 1ª edición. Thomson Reuters Aranzadi. Cizur Menor. 2015.

OLIVENCIA RUIZ, MANUEL. *La remuneración de los administradores y el código de buen gobierno de las sociedades cotizadas*. En “La retribución de los administradores en las sociedades cotizadas. Estudio especial de las opciones sobre acciones y otros derechos referidos a las cotizaciones”. AA.VV. Dir. Fernando Sánchez Calero y Javier Wenceslao Ibáñez Jiménez. Colex. Madrid. 2003. Págs. 31-39.

PALÁ LAGUNA, REYES. *La comisión de nombramientos y retribuciones. La política de remuneración y el informe anual sobre remuneraciones de los consejeros (arts. 529 novodecies, 529 quindecies y 541 LSC)*. En “Junta General y Consejo de Administración en la sociedad cotizada”. Tomo II. AA.VV. Coord. Antonio Roncero Sánchez. 1ª edición. Thomson Reuters Aranzadi. Cizur Menor. 2016. Págs. 797-838.

-*Artículo 529 novodecies. Aprobación de la política de remuneraciones de los consejeros*. En “Tratado de Sociedades de Capital. Comentario Judicial, Notarial, Registral y Doctrinal de la Ley de Sociedades de Capital (Arts. 317 a final)”. Tomo II. AA.VV. Dir. Pedro Prendes Carril, Alfonso Martínez-Echevarría y García de Dueñas y Ricardo Cabanas Trejo. 1ª edición. Thomson Reuters Aranzadi. Cizur Menor. 2017. Págs. 1.204-1.210.

-*Artículo 541. Informe anual sobre remuneraciones de los consejeros*. En “Tratado de Sociedades de Capital. Comentario Judicial, Notarial, Registral y Doctrinal de la Ley de Sociedades de Capital (Arts. 317 a final)”. Tomo II. AA.VV. Dir. Pedro Prendes Carril, Alfonso Martínez-Echevarría y García de Dueñas y Ricardo Cabanas Trejo. 1ª edición. Thomson Reuters Aranzadi. Cizur Menor. 2017. Págs. 1.270-1.278.

PAZ-ARES RODRÍGUEZ, CÁNDIDO. *Perseverare diabolicum (a propósito de la STS 26-II-2018 y la retribución de los consejeros ejecutivos)* [en línea]. Indret. Revista para el Análisis del Derecho. Barcelona. Abril 2018. URL: <https://indret.com/wp-content/uploads/2018/07/1387.pdf> [fecha de acceso: 2 de marzo de 2025].

PEPPER, ALEXANDER. *If you're so ethical, why are you so highly paid? Ethics, inequality and executive pay*. LSE Press. London. 2022.

QUIJANO GONZÁLEZ, JESÚS. *Retribución de Consejeros y Directivos: la reciente evolución en el Derecho Español*. En “Estudios de derecho mercantil en homenaje al profesor José María Muñoz Planas”. AA.VV. Coord. Luis Manuel Piloñeta Alonso y Miguel Iribarren Blanco. Civitas. Madrid. 2011. Págs. 683-710.

-*El funcionamiento del consejo en las sociedades cotizadas (reglas legales, recomendaciones y autorregulación)*. En Estudios sobre órganos de las sociedades de capital. AA.VV. Liber amicorum Fernando Rodríguez Artigas, Gaudencio Esteban Velasco. Coord. Javier Juste Mencía, Cristóbal Espín Gutiérrez. Thomson Reuters Aranzadi. Cizur Menor. 2017. Págs. 237-261.

- Régimen general de la retribución de los administradores: especialidad de los ejecutivos. Cuestiones interpretativas y ámbito de flexibilidad*. En “Gobierno corporativo, sostenibilidad y reputación”. AA.VV. 1ª edición. Dir. Alfonso Martínez-Echevarría y García de Dueñas. Thomson Reuters Aranzadi. Cizur Menor. 2022. Pág. 414.
- RECALDE CASTELLS, ANDRÉS. *La inclusión de objetivos públicos en la gestión de las sociedades de capital*. En “Estudios jurídicos en homenaje al profesor Ricardo Alonso Soto”. AA.VV. Coord. Aurora Martínez Flórez y Nuria Bermejo Gutiérrez. 1ª edición. Thomson Reuters. Civitas. Madrid. 2022. Págs. 439-473.
- RONCERO SÁNCHEZ, ANTONIO. *La retribución variable de los consejeros ejecutivos tras la reforma del régimen legal sobre retribución de administradores de las sociedades de capital*. Revista de Derecho Social y Empresa. 2016. Número 5. Págs. 121-149. ISSN-e 2341-135X.
- RUIZ MUÑOZ, MIGUEL. *Nuevo régimen jurídico de la retribución de los administradores de las sociedades de capital* [en línea]. Revista de Derecho de Sociedades. 2016. Número 46. [fecha de acceso: 2 de marzo de 2025] ISSN 1134-7686.
- Remuneración de administradores y promoción del interés social* [en línea]. Blog Almacén de Derecho. 9 de mayo de 2024. URL: <https://almacenederecho.org/remuneracion-de-administradores-y-promocion-del-interes-social> [fecha de acceso: 2 de marzo de 2025].
- SÁNCHEZ CALERO, FERNANDO. *Los administradores en las sociedades de capital*. Civitas. Madrid. 2ª edición. 2007.
- SÁNCHEZ CALERO, FERNANDO; SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, JUAN. *Instituciones de Derecho mercantil*. Vol. I. 37ª edición. Thomson Reuters Aranzadi. Cizur Menor. 2015.
- SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, JUAN. *La retribución de los administradores de sociedades cotizadas (La información societaria como solución)*. Revista de Derecho de Sociedades. 2007. Número 28. Págs. 19-58. ISSN 1134-7686.
- La solución del problema retributivo en las sociedades cotizadas* [en línea]. URL: <https://docta.ucm.es/rest/api/core/bits-treams/fd082f15-4802-4219-b93a-44077beca112/content> [fecha de acceso: 2 de marzo de 2025].
- Retribución de Administradores: Informe de Retribuciones y Aprobación Consultiva por la Junta General*. Revista de Derecho Bancario y Bursátil. 2014. Número 133. Págs. 269-294. ISSN 0211-6138.
- La retribución de los consejeros ejecutivos*. En “Estudios sobre órganos de las sociedades de capital. Liber amicorum Fernando Rodríguez Artigas y Gaudencio Esteban Velasco”. Vol. II. AA.VV. 1ª edición. Thomson Reuters Aranzadi. Cizur Menor. 2017. Págs. 353-387.
- SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, JUAN; PUYOL, BLANCA. *La recomendación europea en materia de retribución de los administradores*. Revista de Derecho Bancario y Bursátil. 2004. Número 96. Págs. 163-213. ISSN 0211-6138.

TORRENT RUIZ, ARMANDO JOSÉ. *Las retribuciones de administradores y directivos de sociedades cotizadas y la Comisión de retribuciones*. Revista de Derecho del Mercado de Valores. 2009. Número 5. Págs. 105-173. ISSN 1888-4113.

VELASCO SAN PEDRO, LUIS ANTONIO. *Retribuciones de los consejeros y altos directivos (Recomendaciones 35 a 41)*. Revista de Derecho de Sociedades. 2006. Número 27. Págs. 137-147. ISSN 1134-7686.

VICENT CHULIÁ, FRANCISCO. *Introducción al Derecho Mercantil*. Tirant Lo Blanch. Valencia. 24ª edición. 2022.

Informes de gobierno corporativo de las sociedades cotizadas. Ejercicio 2022 [en línea]. Comisión Nacional del Mercado de Valores. URL: https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/IAGC_2022.pdf [fecha de acceso: 2 de marzo de 2025].

Informes de gobierno corporativo de las sociedades cotizadas. Ejercicio 2023 [en línea]. Comisión Nacional del Mercado de Valores. URL: <https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/IAGC2023.pdf> [fecha de acceso: 2 de marzo de 2025].

2. OTROS MATERIALES

Índice Spencer Stuart de Consejos de Administración [en línea]. 2022. 26ª edición. URL: [2022-spain-board-index-w2.pdf](https://www.spencerstuart.com/-/media/2022/october/spain-board-index-w2.pdf) [fecha de acceso: 2 de marzo de 2025].

Índice Spencer Stuart de Consejos de Administración [en línea]. 2023. 27ª edición. URL: <https://www.spencerstuart.com/-/media/2023/october/spainbi2023/esbi2023-5.pdf> [fecha de acceso: 2 de marzo de 2025].

Índice Spencer Stuart de Consejos de Administración [en línea]. 2024. 28ª edición. URL: <https://www.spencerstuart.com/-/media/2024/09/esbi2024/esbi2024-web.pdf> [fecha de acceso: 2 de marzo de 2025].

Informes de remuneraciones de los consejeros de las sociedades cotizadas. Ejercicio 2023 [en línea]. Comisión Nacional del Mercado de Valores. URL: <https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/IARC2023.pdf> [fecha de acceso: 2 de marzo de 2025].