

MARGARITA VIÑUELAS SANZ

**PREVENCIÓN DE
RETRIBUCIONES EXCESIVAS
DE ADMINISTRADORES
DE SOCIEDADES DE CAPITAL**

Prólogo de
Santiago Hierro Anibarro

Marcial Pons

MADRID | BARCELONA | BUENOS AIRES | SÃO PAULO

2024

ÍNDICE

	Pág.
PRÓLOGO	13
INTRODUCCIÓN	19

PRIMERA PARTE

CONTROL *EX ANTE* DE RETRIBUCIONES EXCESIVAS. ASPECTOS GENERALES

CAPÍTULO I RETRIBUCIÓN Y LA EXTENSIÓN DEL INTERÉS SOCIAL	27
1. Socios y otros interesados (<i>stakeholders</i>)	27
2. Sostenibilidad medioambiental y social	32
3. Retribución y concreción del interés social	41
CAPÍTULO II REPARTO COMPETENCIAL Y CONTROL ORGÁNICO EN MATERIA RETRIBUTIVA	47
1. Reparto competencial y ordenación jerárquica de los instrumentos de control orgánico	49

	Pág.
2. Control por los socios en junta general como mecanismo preventivo de retribuciones excesivas. Vía estatutaria y acuerdo ordinario.....	51
2.1. Control en sociedades cotizadas. Consejeros con funciones ejecutivas.....	55
2.2. Control en sociedades no cotizadas. Consejos con funciones ejecutivas.....	61
3. Control del órgano de administración como mecanismo preventivo de retribuciones excesivas. El contrato por funciones ejecutivas.....	63
4. Extensión del contrato por funciones ejecutivas a formas simples de administración	68
CAPÍTULO III PROMOCIÓN DE LOS DEBERES DE FIDELIDAD Y DILIGENCIA DE LOS ÓRGANOS SOCIALES EN EL CONTROL RETRIBUTIVO	75
1. Promoción del deber de fidelidad en la junta general	75
1.1. Políticas de transparencia y calidad de la información. Últimos avances.....	76
1.2. Incentivación del socio en el ejercicio de sus derechos de voto con una visión a largo plazo. Medidas propuestas	86
2. Promoción de deber de fidelidad en la actuación del órgano de administración.....	98
2.1. La comisión de retribuciones como comisión «especializada». Funciones	98
2.2. Comisión de retribuciones: independencia y cualificación de sus miembros	101
2.3. Otros mecanismos en promoción del deber de fidelidad.....	106
3. Promoción del deber de diligencia de los órganos sociales	109
3.1. Criterio de las funciones y responsabilidades atribuidas a cada consejero y su vinculación con los resultados o rendimientos	109

	Pág.
3.2. Principio de adecuación o proporcionalidad razonable y orientación final del sistema retributivo	114
3.2.1. Deberes de información y transparencia	114
3.2.2. Criterios de proporcionalidad.....	119
3.2.3. Orientación final del sistema de remuneración	128

SEGUNDA PARTE
PRINCIPALES MECANISMOS DE CONTROL.
HACIA UN CONTROL COMBINADO
EX ANTE Y EX POST

CAPÍTULO IV IMPUGNACIÓN DE ACUERDOS SOCIALES Y RESPONSABILIDAD DE LOS ADMINISTRADORES. SUS LIMITACIONES..... 137

1. Impugnación de los acuerdos sociales	137
2. Exclusión de la <i>business judgement rule</i> y responsabilidad de los administradores.....	142

CAPÍTULO V VOTO SAY ON PAY SOBRE LA POLÍTICA DE REMUNERACIONES Y EL INFORME DE REMUNERACIONES 149

1. Voto <i>say on pay</i> en derecho alemán.....	150
1.1. Evolución legislativa.....	150
1.2. Sistema de remuneración.....	153
1.3. Informe de remuneraciones	161
1.4. Valoración crítica del voto <i>say on pay</i>	166
2. Voto <i>say on pay</i> en derecho francés.....	176
2.1. Evolución legislativa.....	176
2.2. La política de remuneración	181
2.3. El informe de remuneraciones.....	187
2.3.1. Votación global sobre el informe de remuneraciones	191

	Pág.
2.3.2. Votación individual sobre el informe de remuneraciones	192
2.4. Valoración crítica del voto <i>say on pay</i>	193
3. Voto <i>say on pay</i> en derecho español	202
3.1. Evolución legislativa	202
3.2. La política de remuneraciones	206
3.3. El informe de remuneraciones	212
3.4. Valoración crítica del voto <i>say on pay</i>	217
CAPÍTULO VI CLÁUSULAS DE REEMBOLSO Y RETENCIÓN (CLAWBACKS Y MALUS)	239
1. Estados unidos: reciente regulación normativa de las cláusulas de reembolso	241
1.1. Evolución de la regulación	241
1.2. <i>Exchange act rule 10d-1</i>	243
2. Cláusulas de reembolso y retención en el derecho inglés	248
2.1. Evolución de la regulación	248
2.2. Propuesta del <i>UK corporate governance code</i> ..	251
3. Cláusulas de reembolso y retención en derecho español	252
3.1. Evolución de la regulación	252
3.2. Diseño de las cláusulas y su posible extensión a sociedades no cotizadas	255
3.3. Reflexión final	270
BIBLIOGRAFÍA	273

PRÓLOGO

El riesgo moral es un concepto económico, que puede resumirse como la propensión de los individuos a asumir mayores riesgos cuando las posibles consecuencias negativas de sus actos son asumidas por otras personas. La expresión adquirió una notable extensión fuera de los círculos estrictamente académicos con ocasión de la Gran recesión, que se manifiesta en todo su esplendor (otro oxímoron como la materia de esta monografía, prevenir retribuir el fracaso en la gestión de la empresa) a raíz de la quiebra desordenada de Lehman Brothers el 15 de septiembre de 2008, aunque ya resultaba evidente un año antes, cuando el 7 de agosto de 2007 BNP Paribas prohíbe los reembolsos de tres de sus fondos del mercado monetario, y que, sin embargo, tiene como origen la laxa política monetaria que los grandes Bancos Centrales iniciaron al alumbrar el nuevo siglo.

La conexión de la retribución con el riesgo moral es bastante conocida y quizá no hubiera exigido tan histórico proemio, pero en última instancia, en materia económica, lo único indiscutible a nivel macro son los ciclos, e inherentes a ellos las crisis y, a nivel micro, los incentivos. En todo caso, la vinculación de ambas ramas de la teoría económica con la nueva monografía de la profesora Margarita Viñuelas Sanz resulta manifiesta.

Por un lado, no es de extrañar la relación entre crisis económicas y retribución de los consejeros, que suele desembocar en ambos casos en una pretensión de control, en uno, de los daños causados y, en otro, de los emolumentos indebidamente percibidos. La Recomendación de la Comisión de 30 de abril de 2009, en lo que atañe al sistema de retribución de los administradores de las sociedades que cotizan en bolsa, no solo vinculó la intervención de las autoridades con una materia, por lo

demás regida por las reglas del mercado, sino que acuñó la expresión «recompensa del fracaso», ligándolo a uno de los sistemas de retribución, las indemnizaciones por conclusión anticipada de la relación que une al administrador con la sociedad, pero perfectamente extensible, sino al resto, sí a una mayoría de las distintas modalidades de remuneración de los consejeros.

Crisis aparte, y presumiendo que el fracaso en la gestión no traiga causa en la (in)capacidad del administrador, es decir, empleando como presunción la conocida sentencia militar de que el valor se supone, el fracaso bien pudiera ser fruto de un fenómeno más amplio de destrucción creativa (*Schumpeter dixit*), pero incluso en ese caso los gestores no deberían llevar a la práctica otra conocida sentencia, la de que la caridad comienza con uno mismo, ya que societariamente presenta una manifiesta quiebra del deber de lealtad. Por lo demás, no es casual que la caritativa frase en cuestión sea obra de un dramaturgo y que fuera acuñada en un momento en que el Barroco se tornaba algo demasiado oscuro.

Tampoco resulta llamativo que la nueva y bien trabada monografía de la profesora Margarita Viñuelas Sanz, la cuarta que alumbra su probada capacidad de disección jurídica, comience por vincular la retribución de los administradores sociales con el interés de la sociedad. De nuevo, se trata de una cuestión muy vinculada a los ciclos económicos, pero a los largos, las llamadas ondas de Kondrátiev, y para ser mucho más precisos al devenir de la empresa, léase la sociedad anónima (o de capital, si así se prefiere para evitar discriminaciones que alteren la estricta observancia de la hoy imperante ley de la corrección política), en el período que cubre esa onda.

Ciclos económicos mediante, solo hay que acudir al primer texto que los documenta, sagrado por más señas y para ser más específico a su posterior adenda, para encontrar otra significativa expresión aplicable al acontecer de esta criatura del ingenio humano, «cada tiempo tiene su afán». De ahí que lo más significativo de este apartado dedicado a ligar la retribución con el interés social sea lo que subyace en el fondo, que no es otra cosa que la inveterada capacidad adaptativa a su tiempo de la institución matriz, la sociedad de capital.

Pero también *eppur si muove* por medio, ese darwinismo societario no solo es aplicable al régimen general de la sociedad de capital, sino extensible al bien estructurado texto del nuevo libro de la profesora Viñuelas, en el que las cuestiones esenciales de discusión sobre el devenir de la institución analizada no se exponen como un adorno o constituyen materia de disquisición estéril para ser pronto olvidada en los polvorientos anaqueles de una biblioteca jurídica, sino que anteceden como clarificador proemio al análisis jurídico particular de la cuestión objeto de la monografía y sirven para centrar el debate sobre

una materia, la retribución del fracaso, que es objeto de controversia más allá de la estructura orgánica de la sociedad.

Por este motivo, la cuestión del interés social en su aplicación a la retribución solo constituye el borde exterior de una diana, que la autora va estrechando progresivamente mediante el análisis del control orgánico de la retribución, que, como nuevo círculo interior, va a completar la primera parte de la obra y que constituye el discutido terreno donde va a desenvolverse el catálogo de instrumentos destinados a evitar ese oxímoron de inquietud social extramuros de la sociedad que es evitar la retribución del fracaso.

El círculo interno de esta peculiar diana son los mecanismos de control *ex ante* y *ex post*, que se han desarrollado para evitar la compensación inmerecida del gestor social. Todos ellos tienen su génesis en el Derecho foráneo, que a modo de una rediviva *lex mercatoria* precontemporánea (nunca mejor empleado el término, ya que alguno de esos mecanismos tiene incluso denominación latina) se extienden e incorporan como propios por los ordenamientos de las naciones más avanzadas, de ahí el cuidado análisis de Derecho comparado que realiza la autora, por otro lado, una marca indeleble del pequeño, pero fructífero grupo que en la Universidad de Alcalá reúne a jóvenes —y no tanto en edad, aunque sí en espíritu— investigadores y profesionales con profunda vocación investigadora, que con tanta curiosidad como entusiasmo aspira a contribuir con su esfuerzo a la disciplina que con tanta vocación cultivan.

Por lo demás, el lector avezado ya habrá descubierto que no se trata de un tema nuevo para la profesora Viñuelas, ya que, como sucede con el breve bosquejo histórico que abre este prólogo, la materia que integra esta monografía ya ha sido objeto de tratamiento por la autora, pero en distinto grado y con diferente alcance.

La primera evidencia de que la materia no es nueva para Margarita Viñuelas es su relevante aportación «Retribuir el fracaso», en la obra colectiva que este prologuista dirigió con el título *Retribución de consejeros* (Marcial Pons, 2020), pero ceñirlo a este único precedente no sería hacer justicia a la ya dilatada trayectoria de la autora, no solo por la importante revisión y extensión que ahora alcanza la monografía respecto al que podría considerarse como capítulo matriz, sino por la serie importante de obras que tanto en cantidad como calidad suponen referencias ineludibles del catálogo jurídico mercantil patrio.

En este sentido, y como expresa manifestación de que el desarrollo del tema no es la mera ampliación de un capítulo previo, muy legítimo por otro lado, sino que la materia que constituye esta monografía tiene raíces más profundas, se deben invocar sus conocidos trabajos sobre la responsabilidad de los administradores en la crisis de la empresa, el

más extenso de ellos editado como monografía, *Responsabilidad por obligaciones sociales y responsabilidad concursal* (Valencia, 2011).

Pero ni un motivo evidente ni uno manifiesto serían suficientes para explicar esta obra, si no se tiene en cuenta el trasfondo de la atención minuciosa que la autora ha prestado a la contabilidad de la empresa y al gobierno corporativo. Aspectos muy específicos de esas líneas de investigación pueden hallarse en la presente monografía, pues profundizar en el tratamiento de cuestiones, que por otro lado son irresolubles por su amplitud, es marca indeleble de la profesora Viñuelas, quien a modo de moderno Sísifo, arrastra incasable la responsabilidad de seguir aportando claridad a instituciones jurídicas complejas e interrelacionadas.

La conexión con la contabilidad de la sociedad no es de extrañar, si se tiene en cuenta que la monografía trata sobre las consecuencias de la gestión fracasada, lo que se evidencia en última instancia a través del balance de la empresa. En esta materia la autora es una consagrada experta, bien conocidos son sus extensos trabajos sobre la reforma contable de 2007 y sobre los préstamos participativos, que tanta importancia han tenido en la práctica mercantil hasta muy recientemente, sustituidos en buena parte por instrumentos más flexibles como las aportaciones de socios que no se integran en el capital social.

Otra línea de investigación de la autora, tangente a la que hoy es materia de esta nueva monografía, es la dedicada al gobierno corporativo en personas jurídicas no mercantiles, desarrollen o no una actividad de esta naturaleza. Si la trayectoria académica de la protagonista de este prólogo no requiere mayor aclaración que los anteriores bocetos, porque asimismo es bien conocida, lo que sí merece una explicación adicional es su experiencia profesional en materia del gobierno corporativo tanto para entidades con fines mercantiles como sin ellos.

En lo relativo a su experiencia profesional con entidades que desarrollan una actividad mercantil figura su actividad para la Confederación Española de Cajas de Ahorro (CECA), que a raíz de los trabajos de la autora sobre la materia contó con ella en diferentes acciones formativas.

Sin embargo, mucho más importante ha sido su relación con el gobierno corporativo de una entidad que, carente de la finalidad mercantil de una sociedad de capital, resulta de importancia tal. Se trata de la Cruz Roja Española. La colaboración con la más humanitaria de las organizaciones internacionales exige una nueva aclaración, que tiene como protagonista a un maestro universitario, el profesor Guillermo J. Jiménez Sánchez, a quien la autora del libro y su prologuista tanto deben y a quien, sin menoscabo de su propio maestro, también consideran como tal.

Si bien es conocido que el profesor Jiménez Sánchez ha ocupado los más importantes cargos de gestión en la Universidad, incluido el de rector de su *alma mater*, la Universidad hispalense, al tiempo que otras relevantes magistraturas de la nación, no lo es tanto la más velada, por desconocida, y no menos relevante función directiva que ha ocupado en la Cruz Roja Española.

La labor desinteresada, que en su momento hizo Guillermo J. Jiménez Sánchez como presidente de la comisión de buen gobierno de esta entidad, cargo que ahora ocupa la autora, me invita a traer a colación la expresión de Churchill, manifestada en unas circunstancias, algo menos pacíficas, pero muy relacionadas con la importante labor que realiza la Cruz Roja, de que nunca tan pocos hicieron tanto por tantos. En todo caso, no tendrá problema la autora ni con el fracaso, que no se le conoce, ni con la retribución de los directivos que componen la comisión de buen gobierno que preside, ya que tan meritoria labor se realiza sin finalidad *de pane lucrando* alguna.

Palacio de los Marqueses de Camarasa
Astudillo (Palencia), 19 de agosto de 2023

Santiago HIERRO ANIBARRO
Catedrático de Derecho Mercantil

INTRODUCCIÓN

Las deficiencias detectadas en el régimen jurídico de la retribución de los administradores con claras repercusiones sobre la gestión societaria y, en ocasiones, la sostenibilidad de grandes y no tan grandes sociedades de capital¹, se han dejado sentir con virulencia con motivo de la crisis económica², poniendo de manifiesto la necesidad de intensificar los controles normativos sobre las retribuciones.

A nivel estatal, la reacción legislativa se produjo en el Derecho alemán de la mano de la Ley sobre la proporcionalidad de las retribuciones de los miembros de Dirección (*Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung*, de 31 de julio de 2009)³, que fijó el principio de proporcionalidad razonable de las retribuciones, otorgando la posibilidad al Consejo de vigilancia de reducir el importe ante el empeoramiento de la situación económica de la sociedad y estableciendo el

¹ Sobre la extensión de la problemática a sociedades cerradas, *vid.* HIERRO ANIBARRO, S., ZABALETA, M., «Principios de gobierno corporativo en sociedad no cotizada», en HIERRO ANIBARRO, S. (dir.), *Gobierno corporativo en sociedades no cotizadas*, Madrid, Barcelona, Buenos Aires, São Paulo, 2014, pp. 49 y ss. Respecto a otro tipo de entidades con personalidad jurídica, como asociaciones, fundaciones, cajas de ahorro y fundaciones bancarias, *vid.* VIÑUELAS, M., «Gobierno corporativo en asociaciones y fundaciones», en HIERRO ANIBARRO, S. (dir.), *Gobierno corporativo en sociedades no cotizadas*, Madrid, Barcelona, Buenos Aires, São Paulo, 2014, pp. 145 y ss. EMPARANZA, A., «El gobierno de entidades público-privadas: las reglas de buen gobierno como mecanismo de transparencia y control», en EMBID, J. M. y EMPARANZA, A. (dir.), *El gobierno y la gestión de las entidades no lucrativas público-privadas*, Madrid, Barcelona, Buenos Aires, São Paulo, 2012, pp. 163 y ss.

² Por todos, *vid.* RECALDE, A., SCHÖNNENBECK, P., «La Ley alemana sobre la proporcionalidad de la remuneración de los miembros de la dirección en las sociedades anónimas», *RDM*, núm. 277, 2010, p. 1066.

³ *Bundesgesetzblatt veröffentlicht BGBl*, 31 de julio de 2009. Tel I núm. 50, pp. 2509 y ss.

voto consultivo de la junta sobre la política retributiva (§ 87.2 AktG y §120.4 AktG, actual §120.a,1 AktG).

A nivel comunitario, los primeros antecedentes se hallan en la Recomendación de la Comisión europea, de 14 de diciembre de 2004, relativa a la promoción de un régimen adecuado de remuneración de los consejeros de las empresas con cotización en bolsa⁴, que conminaba a los Estados miembros a mejorar la transparencia de las prácticas remunerativas y el control de los accionistas sobre la política de remuneraciones (Cdo.5 RC 2004/913/CE), sometiéndola a la votación en la junta general de accionistas, con carácter consultivo (Cdo. 8 RC 2004/913 CE), y en la Recomendación, de 15 de febrero de 2005⁵, relativa al papel de los administradores no ejecutivos o supervisores y al de las comisiones de consejos de administración o de supervisión, aplicable a las empresas que cotizan en bolsa, que destacaba la función de las comisiones de remuneración como asesores en la adopción de las decisiones del consejo de administración (Cdos. 10, 13 RC 2005/162 CE).

Posteriormente se avanza en 2009 con dos Recomendaciones sobre retribución de los administradores⁶, la Recomendación de la Comisión, de 30 de abril de 2009⁷, que completa las Recomendaciones de 2004/913/CE y 2005/162/CE, en lo que respecta al sistema de remuneración de los consejeros de empresas que cotizan en Bolsa (2009/385/CE), aconsejando el establecimiento de unos principios de remuneración que favorezcan la sostenibilidad de las empresas a largo plazo y garanticen que su remuneración se base en resultados. Se incide, por ello, en que los componentes variables de la remuneración se vinculen a criterios de rendimiento medible y orientados a largo plazo, y se subraya la facultad de las empresas para reclamar el reembolso de los componentes variables de la remuneración que se hayan pagado atendiendo a unos datos cuya inexactitud quede demostrada después de forma manifiesta (Cdos. 6 y ss. 2009/385/CE); y la Recomendación de 30 de abril de 2009 sobre las políticas de remuneración en el sector de servicios financieros (2009/384/CE)⁸ que, siguiendo la misma línea, señala la conveniencia de que la política de remuneraciones sea

⁴ DOUE, de 29 de diciembre de 2004, L 385/55, núm.4.2.

⁵ DOUE de 25 de febrero de 2005, L 52/51, Sección II, 6. Papel de los comités frente al consejo de administración o de supervisión.

⁶ Recomendación de la Comisión de 30 de abril de 2009, C (2009) 3177, que completa las Recomendaciones de 2004/913/CE y 2005/162/CE, en lo que respecta al sistema de remuneración de los consejeros de empresas que cotizan en Bolsa, y la Recomendación de 30 de abril de 2009, C (2009) 3159 sobre las políticas de remuneración en el sector de servicios financieros. En línea con estas, también contienen algunas propuestas en materia retributiva, el *Libro Verde sobre la normativa de Gobierno Corporativo de la UE*, COM (2011), núm.4.1, y el *Plan de Acción en materia de sociedades y de gobierno corporativo*, COM (2012), núm.3.1.

⁷ DOUE, de 15 de mayo de 2009, L 120/28.

⁸ DOUE, de 15 de mayo de 2009, L 120/22.