



*Documentos de Trabajo del Departamento de  
Derecho Mercantil*

---

2012/55

Marzo 2012

---

**VOTACIÓN CONSULTIVA DE LOS ACCIONISTAS SOBRE LA  
RETRIBUCIÓN DE LOS CONSEJEROS.**

ELISA PILAR LUCAS MARTÍN

Departamento de Derecho Mercantil. Facultad de Derecho.  
Universidad Complutense.  
Ciudad Universitaria s/n.  
28040 Madrid  
00 34 -913 94 54 93  
E-mail autor: [elisapilarlucas@der.ucm.es](mailto:elisapilarlucas@der.ucm.es)  
<http://www.ucm.es/centros/webs/d321/>

*Documento depositado en el archivo institucional EPrints Complutense*

<http://www.ucm.es/eprints>

*Copyright © 2012 por el autor*

## VOTACIÓN CONSULTIVA DE LOS ACCIONISTAS SOBRE LA RETRIBUCIÓN DE LOS CONSEJEROS \* .

ELISA PILAR LUCAS MARTIN \*

Departamento de Derecho Mercantil  
de la Universidad Complutense de Madrid

**Resumen:** El presente trabajo resume los cambios introducidos en los ordenamientos inglés, americano y español tras las recientes modificaciones producidas en pro de una mayor transparencia en las retribuciones de los consejeros y concretamente en la votación consultiva sobre el informe de retribuciones.

**Palabras clave:** Retribución, consejeros, votación consultiva, “say on pay”.

**Abstract:** This paper summarizes the changes introduced in English, American and Spanish regulations after the current modifications in favour of more transparency in the remuneration of the company directors, and specifically those alterations which affect the non-binding vote of the annual directors’ remuneration report.

**Key words:** Remuneration, directors, non-binding vote, say on pay.

---

\* Texto de la intervención presentada en el IX Seminario Harvard-Complutense de Derecho mercantil, celebrado los días 7, 8, 9 y 10 de noviembre de 2011 en la Harvard Law School, con el patrocinio de Allen & Overy, Banco Santander, J & A Garrigues, Ilustre Colegio de Registradores de España e Ilustre Colegio Notarial de Madrid.

\* El trabajo se ha realizado en el marco de la investigación correspondiente a la tesis doctoral de la autora, para cuya realización disfruta de una Beca Predoctoral del Ministerio de Educación para la Formación del Profesorado Universitario ( FPU)

# VOTACIÓN CONSULTIVA DE LOS ACCIONISTAS SOBRE LA RETRIBUCIÓN DE LOS CONSEJEROS.

ELISA PILAR LUCAS MARTIN  
Departamento de Derecho Mercantil  
de la Universidad Complutense de Madrid

## SUMARIO:

I. INTRODUCCIÓN: LA VOTACIÓN CONSULTIVA DE LA JUNTA SOBRE LA RETRIBUCIÓN DE LOS ADMINISTRADORES, "SAY ON PAY".	5
A. Problemática general en torno al carácter consultivo de la retribución.	6
B. Objetivos de la votación.	7
II. ORDENAMIENTO JURÍDICO INGLÉS	8
A. Introducción histórica de la figura en el ordenamiento jurídico Inglés.	8
B. Proyecto de reforma legislativo.	12
C. Análisis de la experiencia en las sociedades del UK.	15
III. ORDENAMIENTO JURÍDICO AMERICANO	18

A. Introducción histórica de la figura en el ordenamiento jurídico Americano.	18
B. Contenido de la <i>Dodd-Frank Act</i> y sus normas de desarrollo.	22
C. Análisis de los datos obtenidos de las sociedades estadounidenses.	25
<b>IV. ORDENAMIENTO JURÍDICO ESPAÑOL</b>	<b>27</b>
A. Introducción de la figura en el ordenamiento jurídico español: la Recomendación Europea y Código Unificado.	27
B. Preocupación del legislador ante el escaso grado de cumplimiento de la Recomendación.	31
C. Aprobación de la Ley de economía sostenible y modificación del art. 61 ter de la LMV	32
D. Problemática jurídica de la votación consultiva sobre la retribución.	
1) Características de la votación consultiva de la Junta.	34
2) Objeto de la votación por los accionistas: Informe anual sobre las remuneraciones de los consejeros.	35
3) Entrada en vigor de la medida.	38

E. Datos de las votaciones consultivas de las sociedades  
cotizadas en el último ejercicio. 39

V. CONCLUSIONES. 42

## I. INTRODUCCIÓN: LA VOTACIÓN CONSULTIVA DE LA JUNTA SOBRE LA RETRIBUCIÓN DE LOS ADMINISTRADORES, "SAY ON PAY".

Es por todos sabido que la retribución que perciben los consejeros es un tema sometido a un continuo debate social del que la prensa económica se hace eco con bastante frecuencia ante las, en ocasiones, desorbitadas retribuciones percibidas por algunos consejeros y los escándalos en los que éstos se han visto implicados. Circunstancias estas que, junto con la opacidad existente hasta hace unos años en las retribuciones, han dado lugar a numerosas críticas que han supuesto el punto de partida de muchas de las medidas adoptadas en las últimas décadas orientadas a conseguir una mayor transparencia.

Pues bien, ante la constante preocupación por la espiral alcista de las retribuciones y su opacidad la última medida acogida por el legislador español, en aras a conseguir una mayor transparencia en la determinación de la retribución de los consejeros, ha sido la de obligar a las sociedades cotizadas a que sus socios, a través de la Junta de accionistas, se manifiesten respecto de la retribución percibida por los consejeros a través de una votación consultiva. De esta forma los consejeros han de rendir cuentas sobre las cantidades que perciben ante quienes los nombraron en el cargo.

No obstante, no se trata de una medida novedosa<sup>1</sup> en nuestro ámbito societario, al menos en lo que respecta a su contenido, dado que la votación consultiva sobre el informe de retribución de los consejeros por parte de la Junta General fue una de las medidas que introdujo el *Código Unificado de Gobierno Corporativo (CU)*, el cual en la recomendación 40 instaba a las sociedades cotizadas a someter a votación de los accionistas la retribución de sus consejeros. De modo que la novedad de la medida radica en el rango de ley que ha adquirido el precepto al añadirse un nuevo artículo 61 ter a la

---

<sup>1</sup> Este mecanismo de transparencia y rendición de cuentas surge en Reino Unido a través del gobierno corporativo, sin embargo ante el escaso seguimiento de esta recomendación el legislador inglés decidió dar un paso adelante y exigir por ley, en el "*Remuneration Report Regulation*", que las sociedades cotizadas sometieran a la Junta General un informe anual sobre la política retributiva de los consejeros, medida que se conoce como "*say on pay*".

LMV, con lo que la votación consultiva deja de formar parte del CU y adquiere carácter obligatorio para todas las sociedades cotizadas.

Y es que, hasta la aprobación de la ley de economía sostenible el sometimiento a los accionistas era, como acabamos de señalar, una mera recomendación del CU, sometida por tanto al principio de cumplir y explicar, conforme al cual las sociedades son libres para decidir si cumplen o no con dicha recomendación siempre y cuando de no adoptar la referida recomendación explicaran en el informe anual de gobierno corporativo porque habían decidido no seguirla.

#### A. Problemática general en torno al carácter consultivo de la retribución.

No obstante, y pese al avance que ha supuesto esta medida, son muchas las dudas y críticas que surgen a la hora de tratar la votación consultiva:

El primer problema que se nos plantea es ¿cuándo podemos considerar que la retribución que percibe un consejero es excesiva? Nuestro legislador no ha querido limitar ni cualitativa ni cuantitativamente la retribución que pueden percibir los administradores, ni ha establecido tampoco reglas para su determinación, se trata por tanto de una materia que queda al arbitrio de la propia sociedad, siendo ésta quien debe determinarla a la vista de las labores desempeñadas por cada consejero, la sociedad para la que las realice, la situación por la que atraviese la sociedad, etc.

A esa subjetividad en su determinación es preciso añadirle otro problema, ¿tiene la Junta suficiente información sobre la labor que desempeña cada consejero y la retribución que ha de percibir por ello, para que cada uno de los accionistas pueda emitir su voto con suficiente conocimiento? Es preciso advertir que la determinación de la retribución ha de estar dirigida a la consecución conjunta de cuatro importantes objetivos: retener y atraer el talento de los administradores, retribuir los servicios ya prestados, incentivar la consecución de objetivos futuros, y alinear los intereses de accionistas y administradores, ergo su determinación supone una compleja decisión que requiere de mucha y compleja información que el accionista a menudo ignora, y por lo tanto parece que de emitir su voto lo hará sin

suficiente *ratio decidendi*, consciente únicamente de la cuantía a la que ascienda, pero sin saber si esa cuantía resulta o no justificada a la vista de su actuación.

En cualquier caso las mayores críticas respecto de la votación las ha recibido precisamente el carácter meramente consultivo que se otorga a la votación. Son muchos los autores que señalan la falta de tradición jurídica de este tipo de acuerdo así como la falta de regulación de sus efectos, resultando difícil en nuestro ordenamiento determinar el valor que ha de concederse al acuerdo resultante de una votación consultiva, especialmente cuando el acuerdo de la Junta rechace el informe sobre retribución presentado por el Consejo.

Así mismo, este mecanismo dirigido, en teoría, a revitalizar el papel de la Junta y potenciar su carácter deliberante, al atribuirle competencia para pronunciarse sobre una materia tan polémica como la retribución de los consejeros no parece que vaya a suponer un gran impulso dado que la propia naturaleza consultiva de la votación va a potenciar la falta de interés por parte de los accionistas.

## B. Objetivos de la votación.

Para un mejor entendimiento de la problemática es preciso tener en cuenta los principales objetivos de la medida:

1. Reforzar el carácter deliberante de la Junta de accionistas en materia retributiva<sup>2</sup>. Esta medida pretende proporcionar a los accionistas un mecanismo con el que ejercer un mayor control sobre la retribución percibida por los consejeros, concediéndoles la posibilidad de manifestarse sobre la política retributiva de los consejeros aunque su pronunciamiento tenga efectos meramente consultivos, dotando de este modo a los accionistas de un papel más activo dentro de la sociedad.

---

<sup>2</sup> HANSEN, J., KRUS, C.M., COHEN, A.B., *More say on pay; What will it mean?*, págs. 75 y ss. En Acc Docket, October 2010: "*Such a vote would permit company's shareholders to give the company an annual thumbs-up or thumbs-down vote on its executive compensation program*".

2. La votación por los accionistas también responde a la búsqueda de una mayor transparencia, permitiendo de esta forma que los accionistas tengan un mayor conocimiento de cuánto y cómo cobran los administradores de la sociedad.

Además esta medida puede fomentar una mayor relación entre la remuneración percibida por los consejeros y los resultados obtenidos por estos, alineando de este modo los intereses de accionistas y consejeros. De forma que parece lógico pensar que los accionistas no opondrán resistencia a abonar mayores retribuciones si los consejeros están creando valor para la sociedad, y en cambio cuando la sociedad tenga pérdidas los accionistas no verán con buenos ojos un incremento de la cantidad a percibir por los consejeros.

Este instrumento dota también de mayor autonomía a la comisión de retribuciones, pues son los miembros de ésta comisión los responsables de elaborar la política retributiva para su presentación a la Junta, de modo que el rechazo de los accionistas supondría la reprobación de aquellos que la elaboraron. Es por ello que ésta votación puede suponer un mecanismo para asegurar la autonomía de los consejeros independientes, de modo que estos se mostrarán más reacios a acceder a las demandas salariales del resto de consejeros, y más concretamente de los ejecutivos si estas peticiones son excesivas, al ser los miembros de la comisión de retribuciones los responsables últimos de la política presentada a los accionistas. Además la medida insta al Comité para que sea más cuidadoso y meticuloso a la hora de fijar las retribuciones de los consejeros, al verse sometido al escrutinio de los accionistas, quienes podrán emitir un voto de censura a su política y de esta forma darle un toque de atención a la hora de elaborar la política retributiva de los consejeros de la sociedad.

## II.

## ORDENAMIENTO JURÍDICO INGLÉS.

### A. Introducción histórica de la figura en el ordenamiento jurídico Inglés.

El ordenamiento jurídico inglés fue el precursor a la hora de permitir que los accionistas intervinieran en la determinación de la retribución de los administradores, facultando a la Junta General para que pudiera refrendar la filosofía retributiva de la sociedad. La evolución del sistema inglés ha de servirnos como modelo al ser haber sido éste pionero en la adopción de ésta figura, aportándonos datos y experiencias a este respecto.

Para la doctrina inglesa el primer precedente entorno a la posible votación por los accionistas de la retribución de los consejeros se encuentra en el artículo 76 de la Table A de la Companies Act de 1948, señalado dicho precepto que :*“The remuneration of the directors shall from time to time be determined by the company in general meeting.”*

Sin embargo, el germen de la figura, tal y como hoy la entendemos hemos de situarlo en la recomendación 4.43 del *Informe Cadbury*, 1992, el cual hace alusión a la posible votación de los accionistas aunque finalmente opta por no recomendar el uso de esta medida por considerar que un materia de éste calibre no debe reducirse a permitir un voto a favor o en contra: *“The Committee has received proposals for giving shareholders the opportunity to determine matters such as directors’ pay at general meetings, but does not see how these suggestions could be made workable. A director’s remuneration is not a matter which can be sensibly reduced to a vote for or against; were the vote to go against a particular remuneration page, the board would still have to determine the remuneration of the director concerned. In addition, there are such practical considerations as the need to agree directors’ remuneration on appointment.”*

Más tarde, el *Directors’ Remuneration Report* <sup>3</sup> más conocido como *Greenbury Report* pondrá de nuevo en el centro del debate la necesidad de

---

<sup>3</sup> Informe realizado por un grupo de estudio presidido por Sir Richard Greenbury y que fue publicado el 17 de Julio de 1995.

someter a votación de los accionistas las retribuciones de los consejeros. El *Greenbury Report*, en las recomendaciones 5.28 a 5.33, sugiere la eventual conveniencia de celebrar una votación sobre la retribución de los consejeros. El informe se limita a aconsejar a los Consejos de Administración que abran a los accionistas la posibilidad de manifestar su opinión a través de una votación cuando se den determinadas circunstancias o se traten temas controvertidos como podrían ser los cambios en la política retributiva de los consejeros. Sin embargo, el informe no exige en ningún momento la necesidad de que se celebre de forma anual una votación a este respecto, pues no consideran que éste sea un tema que haya de tratarse en cada Junta Ordinaria.

En mayo de 1999 el Departamento de Industria y Comercio inglés designó a la prestigiosa consultoría *PricewaterhouseCoopers* para que elaborara un estudio sobre el grado de cumplimiento del informe *Greenbury*. Los resultados de ese estudio<sup>4</sup> se hicieron públicos en julio de ese mismo año poniendo en evidencia el escaso grado de cumplimiento de la recomendación de someter las retribuciones de los consejeros a los accionistas entre las sociedades cotizadas inglesas, revelando que sólo 7 de las 270 sociedades analizadas (el 3%) sometieron a la Junta General el informe de retribuciones.

Ante esta situación dos agencias de consultoría y asesoramiento a inversores en materia de gobierno corporativo ( *PIRC* y *Hermes*) deciden escribir a 800 sociedades del FTSE instándolas a que, tal y como recomienda el *Greenbury Report*, sometieran a votación de los accionistas la retribución de los administradores. Esta iniciativa privada consiguió que un 10% de las sociedades del FTSE100 cumplieran con dicha recomendación el ejercicio siguiente<sup>5</sup>.

La publicación del informe elaborado por *PricewaterhouseCoopers*, evidenció que el sistema de cumplimiento voluntario fallaba, por lo que se pusieron en marcha los mecanismos para dotar de carácter legal a la votación consultiva

---

<sup>4</sup> *PricewaterhouseCoopers*, Monitoring of Corporate Governance Aspects of Directors' Remuneration, en <http://www.bis.gov.uk/files/file13428.pdf>

<sup>5</sup>GILSHN, D., *Say on Pay, six years on. Lessons from the UK Experience*, en [http://www.rpmi.co.uk/uploads/pdf/Say\\_on\\_Pay\\_six\\_Years\\_on.pdf](http://www.rpmi.co.uk/uploads/pdf/Say_on_Pay_six_Years_on.pdf), pág. 7. Railpen Investment, 2009, London.

que hasta ese momento tenía tan solo rango de recomendación. El resultado de ese proceso culmina el 25 de julio de 2002 con la publicación del “*Directors’ Remuneration Report Regulations*”, ley que entra en vigor el 1 de agosto de 2002 y que modifica varios preceptos de la *Companies Act 1985*, destacando en este momento la inclusión del apartado A en el artículo 241. Esta ley exige que el Consejo de Administración de las sociedades inglesas que coticen en la *London Stock Exchange (LSE)* u otra principal bolsa extranjera<sup>6</sup> elaboren un informe sobre las retribuciones asignadas a sus consejeros para que éste sea sometido a la votación de los accionistas en la Junta Ordinaria, sin que de la aprobación por los accionistas de éste informe dependiera la efectividad de la retribución.

El “*Directors’ Remuneration Report Regulations*” otorga por primera vez a los accionistas el derecho a votar el informe sobre retribuciones de los consejeros, si bien el voto tendrá carácter meramente consultivo. Votación que resulta obligatoria a partir de la Junta General que trate la retribución de los consejeros del ejercicio fiscal 2002<sup>7</sup>. Otras importantes novedades de esta ley son la necesidad de que en el informe se detalle si se han consultado asesores externos para determinar la retribución, en cuyo caso habrán de identificarse; así como detalles de pagos aplazados y un adelanto de cómo se va a desarrollar la política retributiva futura.

Con la publicación de la *Companies Act 2006* la votación consultiva pasa a regularse en el artículo 439<sup>8</sup> de dicha ley, si bien este precepto reproduce

---

<sup>6</sup>FERRI, F., MABER, D., *Say on Pay Vote and CEO Compensation: Evidence from the UK*, 2008, <http://69.175.2.130/~finman/Reno/Papers/FMASayOnPay.pdf>, de modo que la medida no afecta a las sociedades que cotizan en el *Alternative Investment Market (AIM)*.

<sup>7</sup> En el año 2002, ejercicio en el que aún no era obligatoria la votación el 30% de las sociedades del FTSE sometieron el informe de retribución a consulta de los accionistas, porcentaje que asciende al 44% si sólo se tienen en cuenta las sociedades del FTSE 100.

<sup>8</sup>Artículo 438 *Companies Act 2006*: “*Quoted companies: members’ approval of directors’ remuneration report.*

(1) *A quoted company must, prior to the accounts meeting, give to the members of the company entitled to be sent notice of the meeting notice of the intention to move at the meeting, as an ordinary resolution, a resolution approving the directors’ remuneration report for the financial year.*

(2) *The notice may be given in any manner permitted for the service on the member of notice of the meeting.*

(3) *The business that may be dealt with at the accounts meeting includes the resolution. This is so notwithstanding any default in complying with subsection (1) or (2).*

prácticamente el contenido del “*Directors’ Remuneration Report Regulations*”.

## B. Proyecto de reforma legislativo.

En la actualidad el debate en el Reino Unido gira en torno a si la votación debe continuar teniendo efectos meramente consultivos o si por el contrario debería adquirir carácter vinculante. El debate abierto ha provocado que el pasado mes de septiembre (2011) el “*Department for Business Innovation and Skills*” (BIS) sometiera a consulta un informe presentado por el “*Secretary of State for Business*” : el “*Executive Pay Discussion Paper*”<sup>9</sup>, en el cual se somete a la opinión pública la posibilidad de que la votación de la Junta General sobre el informe de retribución adquiriera carácter vinculante.

La propuesta responde a las muchas críticas recibidas por el carácter meramente consultivo atribuido a la votación<sup>10</sup>, y donde la experiencia ha demostrado que debido al carácter consultivo de la votación el rechazo de los accionistas no siempre conlleva una modificación de la política retributiva<sup>11</sup>.

En el documento sometido a consulta por el BIS se alega que quienes se muestran partidarios de dotar de carácter vinculante a la votación sobre el informe de retribuciones consideran que la modificación alentaría a los accionistas a ser más activos y a la vez fomentaría que la sociedad se tomara

---

(4)*The existing directors must ensure that the resolution is put to the vote of the meeting.*

(5)*No entitlement of a person to remuneration is made conditional on the resolution being passed by reason only of the provision made by this section.*

(6)*In this section—*

- *“the accounts meeting” means the general meeting of the company before which the company’s annual accounts for the financial year are to be laid; and*
- *“existing director” means a person who is a director of the company immediately before that meeting.”*

<sup>9</sup> Department for Business Innovation & Skills, *Executive Pay Discussion Paper*, en <http://www.bis.gov.uk/assets/biscore/business-law/docs/e/11-1287-executive-remuneration-discussion-paper>, septiembre 2011.

<sup>10</sup> PRATLEY, N., *Easy money*, en The Guardian 17 de febrero de 2001, <http://www.guardian.co.uk/business/2011/feb/17/viewpoint-easyjet>

<sup>11</sup> GILSHN, D., *Say on Pay, six years on...*, pág. 24.

más en serio la votación, aumentando el diálogo con los accionistas puesto que la efectiva percepción de la retribución<sup>12</sup> dependería de la aprobación del informe por la Junta General, al pasar a ser la aprobación condición sine qua non para la percepción de la retribución.

No obstante, uno de los problemas que plantea el carácter vinculante de la votación, son los costes que supondría una votación con un resultado adverso, pues ello implicaría la necesidad de celebrar una segunda votación, con una nueva propuesta, y con nuevos y mayores costes (ante la necesidad de elaboración de nuevos informes, asesores, convocatoria de la Junta...), pudiendo incluso ser precisas más convocatorias hasta que se contara con el voto favorable de la Junta General. No obstante la posibilidad de incurrir en estos costes también puede fomentar la discusión previa de la propuesta entre la sociedad y sus accionistas, y de esta forma alentar el dialogo entre las partes<sup>13</sup>.

Por el contrario quienes se muestran críticos con la propuesta de dotar de carácter vinculante a la votación señalan que los accionistas tienen a su alcance el mejor mecanismo para que controlar a quien elabora la política retributiva, esto es, la posibilidad de cesar en cualquier momento al presidente y los miembros de la comisión de retribuciones, de modo que no es necesario recurrir a esta medida.

No debemos olvidar tampoco los posibles conflictos que pueden surgir entre los acuerdos firmados entre la sociedad y los consejeros ejecutivos en los que se regulan las condiciones de sus contratos y la retribución que perciben por dicha relación, cuando el rechazo de los accionistas en la votación se deba a partidas contenidas en ellos y desconocidas hasta ese momento por los accionistas, entrando en conflicto los derechos ya pactados en estos contratos y exigibles por los administradores, por lo que resultaría más efectivo la necesidad de que los accionistas aprobaran dichos contratos cuando se celebren.

---

<sup>12</sup> Department for Business Innovation & Skills, *Executive Pay Discussion Paper*, pág. 21.

<sup>13</sup> Department for Business Innovation & Skills, *Executive Pay Discussion Paper*, pág. 21.

El pasado mes de enero el BIS hizo publico el “*Discussion paper: summary of responses*”<sup>14</sup> en el que procede a resumir las respuestas recibidas al *Executive Pay Discussion Paper* sometido a consulta pública el pasado mes de septiembre. Antes de proceder al análisis de dichas respuestas conviene señalar que casi un 40 % de las respuestas obtenidas provienen de representantes de sociedades.

El crecimiento experimentado en las retribuciones de los consejeros pese a la obligatoriedad de una votación consultiva sobre el informe de retribuciones, ha puesto en evidencia el fracaso o escaso impacto que esta medida ha tenido a la hora de reducir la espiral alcista de las retribuciones.

Resulta ampliamente aceptado por aquellos que decidieron responder a dicha consulta pública que la actual política retributiva necesita ser mejorada, y se señala principalmente la necesidad de clarificar y dotar de una mayor transparencia al modo en que las decisiones sobre determinación de la retribución de los consejeros es adoptada, así como el papel que los asesores juegan en su determinación, sin embargo no se logra tal unanimidad a la hora de determinar el modo en que ha de procederse a mejorar dicha política.

Es de destacar que, pese al escaso impacto obtenido por la votación consultiva a la hora de determinar las retribuciones de los consejeros la mayor parte de quienes respondieron al informe del BIS no se han mostrado favorables a establecer una votación vinculante sobre el informe de retribuciones tal y como éste se encuentra actualmente estructurado<sup>15</sup>, y apuntan a que sería mejor establecer el carácter vinculante sobre aspectos de la retribución futura, o la necesidad de que los accionistas intervengan en los contratos que se celebren con los consejeros. Señalando como principales problemas a la posible atribución de carácter vinculante a la votación de la Junta sobre las retribuciones de los consejeros, la dificultad para votar sobre

---

<sup>14</sup> Department for Business Innovation & Skills, *Discussion paper: summary of responses*, enero de 2012, en <http://www.bis.gov.uk/assets/biscore/business-law/docs/e/12-564-executive-remuneration-discussion-paper-summary-responses.pdf>

<sup>15</sup> Department for Business Innovation & Skills, *Discussion paper: summary of responses*, pág. 6, sólo algo más del 5% se mostraron favorable a dotar de carácter vinculante a la votación, apoyos recibidos en su mayoría por representantes de sindicatos, ONG's y algunos inversores.

la retribución ya concedida, al carecer de mecanismos para recobrar las provisiones ya abonadas “*claw-back provisions*” y los problemas de los impuestos ya satisfechos, así como que la inseguridad que derivaría de recibirse reiteradamente un voto negativo al informe presentado, pues en estos casos debería repetirse la votación hasta que se alcanzara un acuerdo y se lograra por tanto pasar dicha votación, con los costes que derivarían de este mecanismo y que supondrían una enorme carga para la sociedad.

Entre los puntos los puntos que más apoyo han recibido es la necesidad de que establezca una relación entre la retribución percibida por los consejeros y su rendimiento.

### C. Análisis de la experiencia en las sociedades del UK.

El hecho de que UK fuera pionero a la hora de dotar de carácter legal a la votación consultiva de los accionistas nos permite analizar su experiencia a través de los datos vertidos en estos años.

Pese al inicial temor por parte de las sociedades de que su informe de retribuciones fuera rechazado por los accionistas, los datos publicados muestran que en el período 2003 y 2007 sólo ocho sociedades fueron reprobadas por sus accionistas al someterles la política retributiva de la sociedad. De esos ocho casos el más relevante fue el de la sociedad *GlaxoSmithKline's*<sup>16</sup> (GSK) quien en Mayo del 2003 obtuvo el rechazo del 50,72% de sus accionistas, convirtiéndose en la primera sociedad inglesa en recibir el rechazo de la Junta General. La oposición mayoritaria al informe sobre la política retributiva del Consejo si bien tenía efectos meramente consultivos apremió a los miembros del Consejo de Administración a modificar la propuesta presentada y reducir la retribución del CEO ante la negativa obtenida por los accionistas y que tanto había dañado su imagen. La votación sirvió para que la sociedad GSK iniciara un dialogo con sus

---

<sup>16</sup> DAVIS, S., *Does “Say On Pay” Work? Lessons on Making CEO Compensation*, págs. 9 y ss. En [http://www.shareholderforum.com/op/Library/20070620\\_Davis-briefing.pdf](http://www.shareholderforum.com/op/Library/20070620_Davis-briefing.pdf).

accionistas para así determinar dónde estaban los problemas de la política retributiva, o al menos dónde consideraban los accionistas que ésta fallaba.

Un año antes, en el 2002 la sociedad *Prudential* consiguió aprobar la votación del informe de retribuciones, si bien dicha aprobación se produjo por un margen tan ajustado que el gran porcentaje de votos contrarios a la aprobación de su plan de opciones sobre las acciones en favor de su consejero ejecutivo (un 41%)<sup>17</sup> provocó que el día siguiente a la votación el Consejo decidiera retirar la propuesta sometida a la Junta General y reformularla. (Sociedades como *Selfridges* o *HBOS* también decidieron modificar sus proposiciones ante los elevados porcentajes de votos en contra recibidos).

En el ejercicio 2010 los casos en los que las sociedades han recibido votos en contra de los informes presentados siguen siendo bastante bajos sólo el 5,8% del total de los votos emitidos fueron para rechazar las políticas retributivas presentadas por sus respectivas sociedades, si bien dicho porcentaje ha aumentado con respecto del año anterior (5,3%)<sup>18</sup>.

Los datos revelan que la necesidad de que se someta a votación de la Junta General la retribución de los consejeros ha supuesto, en más de una ocasión, una reformulación de las proposiciones presentadas inicialmente. No obstante, y pese al control que supone la votación, es preciso señalar que con carácter general las retribuciones continuaron ascendiendo en los años siguientes a la aprobación en 2002 del "*Directors' Remuneration Report Regulations*", si bien el incremento ha resultado ser menor desde la entrada en vigor de esta medida. Por tanto, a la vista de estos datos podríamos decir que si bien la medida no ha reducido la tendencia alcista de las retribuciones percibidas por los consejeros, el miedo a obtener el rechazo de los accionistas ha podido ser un factor relevante en la ralentización experimentada. Además, el efectivo rechazo de algunas propuestas por un

---

<sup>17</sup> La propuesta incluía conceder "*These guidelines are stated as stock value as a percent of base salary and are 200% for senior vice presidents, 300% for executive vice presidents and 500% for our CEO. The guidelines are meant to be achieved over five years.*", <http://www3.prudential.com/annualreport/report2001/annual/proxy/compensation-report.html>

<sup>18</sup> *KPMG's Guide to Executive Remuneration 2010*, pág. 7. Además el informe sugiere que el aumento de los votos en contra se puede deber a una mejor preparación de los accionistas a la hora de tratar la retribución.

elevado porcentaje de accionistas ha dado lugar en muchos casos a una reformulación de la propuesta presentada “limitándose” por esta vía los abusos pretendidos<sup>19</sup>.

Sin embargo, dado que los datos analizados corresponden al período 2000-2008<sup>20</sup>, es preciso advertir que la ralentización de las retribuciones producida en los últimos años no puede considerarse, al menos exclusivamente, consecuencia del sometimiento del informe sobre retribuciones al escrutinio de los accionistas, sino que éste menor incremento retributivo se ha podido ver influenciado por la crisis mundial iniciada en torno al año 2007, y que ha tenido un gran impacto en el UK. El estudio realizado por el “*Department for Business, Innovation and Skills*” (BIS)<sup>21</sup>, evidencia una pequeña desaceleración de la retribución media de los CEO’s del FTSE 100 desde el año 2006.

Apuntar también que se ha producido una variación en la tendencia retributiva de los consejeros que ha supuesto un importante descenso en la retribución fija percibida por éstos mientras que, por el contrario, ha aumentado ligeramente la cantidad variable, de modo que al menos en teoría se habría producido una mayor alineación entre los intereses de la sociedad y los administradores.

Sin embargo existen informes contradictorios respecto de la influencia del “*say on pay*” sobre esta alineación de intereses. A la vista del estudio realizado por GILSHAN<sup>22</sup> se constata una mayor disparidad entre el resultado de la sociedad y la retribución percibida por los consejeros, por lo que el sometimiento de la retribución a los accionistas no ha permitido alinear la retribución con los resultados de la sociedad, de forma que continuaría sin lograrse una correcta correlación entre el nivel de retribución y la creación de valor<sup>23</sup>, los datos del referido estudio revelan que entre 2000 y el 2008, y

---

<sup>19</sup> DAVIS, S., *Does “Say On Pay” Work?..*, pág 22.

<sup>20</sup> GILSHAN, D., *Say on Pay, six years on...*, pág. 16.

<sup>21</sup> Department for Business Innovation & Skills, *Executive Pay Discussion Paper*, pág. 8.

<sup>22</sup> GILSHAN, D., *Say on Pay, six years on ...*, págs. 16 y ss.

<sup>23</sup> Destacar en este punto el caso de las Sociedad BELLWAY PLC, quien en enero de 2009 abono a sus ejecutivos un *bonus* pese a no haberse cumplido los objetivos y contar con el 59% de los votos en contra de la concesión de dicho *bonus*. [http://www.bellwaycorporate.com/pdf/RNS\\_AGM\\_results.pdf](http://www.bellwaycorporate.com/pdf/RNS_AGM_results.pdf)

según los datos generales del FSTE 100, se produjo una reducción del 30% del valor de su índice mientras que por el contrario se produjo un incremento del 80% del efectivo pagado a los CEO.

Es de destacar que el informe elaborado por Deloitte<sup>24</sup> a petición del “*Department of Trade and Industry*” (DTI) pone de relieve que uno de los principales efectos derivados de la votación consultiva de la Junta General consiste en la percepción por parte de los inversores que la adopción de esta medida ha supuesto un mayor dialogo entre la sociedad y sus accionistas, que estaría motivado en gran medida por el deseo de las sociedades de evitar la reprobación de los accionistas en la votación.

### III.

### ORDENAMIENTO JURÍDICO AMERICANO

#### A. Introducción histórica de la figura en el ordenamiento jurídico Americano.

En el ordenamiento americano destaca la gran autonomía<sup>25</sup> de la que disfrutaban los administradores sociales, en parte fomentada por la dispersión existente en el accionariado de las sociedades cotizadas. A sensu contrario la competencia de la Junta está muy limitada<sup>26</sup>, manifestándose básicamente sobre asuntos como el nombramiento de los administradores, aprobar fusiones, venta global de activos, disolución voluntaria de la sociedad y alguna cuestión puntual más, entre las que, en la actualidad, se encuentra, aunque sólo con carácter consultivo, la votación sobre el informe de retribuciones de los primeros ejecutivos. Llama la atención que los

---

<sup>24</sup> DELOITTE, *Report on the impact of the Director's Remuneration Report Regulations, a Report for the Department of Trade and Industry*, 2004. En [http://www.deloitte.com/assets/Dcom-UnitedKingdom/Local%20Assets/Documents/UK\\_Tax\\_DirectorsRemunerationReport\\_2004.pdf](http://www.deloitte.com/assets/Dcom-UnitedKingdom/Local%20Assets/Documents/UK_Tax_DirectorsRemunerationReport_2004.pdf), pág. 11.

<sup>25</sup> COX, J.D.; HAZEN, T.L.; *Business organizations Law*, págs. 166 y ss., especialmente 168; WEST, USA, 2011. BERLE, A.A, MEANS, G.C., *The modern corporation and Private Property*, The Macmillan Compan, New York, 1933 págs. 117 y ss.

<sup>26</sup>CLARK, , R.C., *Corporate Law*, Little, págs. 22 y ss. Brown and Company, 1986, USA.

accionistas no puedan en algunos Estados ni si quiera remover con total libertad a los administradores de sus cargos<sup>27</sup> cuando así lo considere la mayoría, sino que en estos estados el cese sólo podrá producirse con causa, y que, en aquellos estados donde la ley no exige la concurrencia de causa dicha posibilidad se encuentra limitada a que los estatutos no señalen otra cosa, como es el caso de la *Model Business Corporate Act* ( *MBCA*) o del estado de Delaware<sup>28</sup>. Por lo que su posibilidad de reacción respecto de los altos directivos es prácticamente nula.

No obstante, en ocasiones, y a diferencia de lo que ocurre en el derecho español, el Consejo de Administración decide someter a la Junta General alguna cuestión para conocer su opinión sin que dicha decisión tenga que ser finalmente adoptada o deba adoptarse en el sentido manifestado por los accionistas (*precatory proposals*)<sup>29</sup>.

Señalado lo cual parece que el carácter consultivo de la votación no plantea en este ordenamiento los problemas que ocasiona en el derecho español o inglés, donde la opinión mayoritaria manifestada en la Junta resultaba, hasta ahora, vinculante para la sociedad. Además, dada la autonomía de la que gozan los administradores en las sociedades americanas y lo reacio que se muestra el legislador a la hora de intervenir en asuntos internos de la sociedad, es de destacar la labor desempeñada por el legislador americano en cuanto al desarrollo de esta medida.

La primera regulación en EE.UU del “*say on pay*” se produce directamente de forma preceptiva, con ocasión de la aprobación del *Trouble Asset Relief Program* ( *TARP*), sin embargo, algunas sociedades habían decidido motuo

---

<sup>27</sup>COX, J.D.; HAZEN, T.L.; *Business organizations...*” pág. 182 y ss.

<sup>28</sup>Delaware Code, Title 8, Charter 1, Subcharter IV, art. 141K.

<sup>29</sup> Las “*precatory proposals*” pueden versar sobre multitud de materias, si bien antes de la aprobación de la *Dodd-Frank Act*, los accionistas contaban con este mecanismo para realizar la “*say on pay*”, si bien el Consejo debía aceptar la propuesta y llevarla a acabo, la otra vía con que contaban era a través de una modificación de los estatutos en la que se incluyera la celebración de una votación sobre la retribución periódicamente, en este último caso la consulta resulta obligatoria para los administradores, no pudiendo dejar a su criterio si se celebra o no por resultarles los estatutos de obligado cumplimiento siempre que la modificación no suponga una intromisión de los accionistas en la dirección de la sociedad GORDON, J.N, “*Say on pay*”: *Cautionary Notes on the UK Experience and the Case for Shareholder Opt-in*, 2009, en <http://www.georgeson.com/usa/sayonpay/GordonSayonPayForum.pdf>, págs. 24 y ss.

propio someter a consulta de sus accionistas la retribución de sus primeros ejecutivos.

El 3 de octubre de 2008, el Presidente Bush firma la *Emergency Economic Stabilization Act*, la cual entre otras muchas medidas supone la creación del *Trouble Asset Relief Program (TARP)*, programa por el que se autoriza al *Ministerio de Hacienda Americano (Treasury)* a comprar activos “problemáticos”<sup>30</sup> de instituciones financieras por un valor de hasta 700 billones de dólares, con la finalidad de fomentar la estabilidad del sistema financiero como consecuencia de la crisis iniciada en 2007.

La “*American Recovery and Reinvestment Act*” (ARRC), comúnmente conocida como como “*the stimulus bill*” promulgada el 17 de febrero de 2009 modifica la Section 111(e)<sup>31</sup> de la “*Emergency Economic Stabilization Act (EESA)*”, pretende restringir la retribución de los ejecutivos de sociedades beneficiarias de fondos del programa TARP.

Esta ley propone, entre otras medidas, que las sociedades que hayan percibido fondos del Gobierno sometan anualmente a la votación de los accionistas la retribución de los *Named Executive Officers (NEO’s)* hasta que las referidas sociedades hayan devuelto íntegramente la cantidad que les ha sido prestada<sup>32</sup>. El principal problema que presentaba esta ley es que no

---

<sup>30</sup> El programa explica que por activo problemáticos no sólo hay que entender hipotecas y valores respaldados por hipotecas sino cualquier otro instrumento financiero que se considere necesario

<sup>31</sup> Nuevo artículo 111(e) de la EESA—

“(1) ANNUAL SHAREHOLDER APPROVAL OF EXECUTIVE COMPENSATION - Any proxy or consent or authorization for an annual or other meeting of the shareholders of any TARP recipient during the period in which any obligation arising from financial assistance provided under the TARP remains outstanding shall permit a separate shareholder vote to approve the compensation of executives, as disclosed pursuant to the compensation disclosure rules of the Commission (which disclosure shall include the compensation discussion and analysis, the compensation tables, and any related material).

(2) NONBINDING VOTE - A shareholder vote described in paragraph (1) shall not be binding on the board of directors of a TARP recipient, and may not be construed as overruling a decision by such board, nor to create or imply any additional fiduciary duty by such board, nor shall such vote be construed to restrict or limit the ability of shareholders to make proposals for inclusion in proxy materials related to executive compensation.

(3) DEADLINE FOR RULEMAKING - Not later than 1 year after the date of enactment of the American Recovery and Reinvestment Act of 2009, the Commission shall issue any final rules and regulations required by this subsection”).

<sup>32</sup> Art. 7001 de la ARRA

establecía el plazo a partir del cual las sociedades han de cumplir con sus nuevas obligaciones que de ella derivan, surgiendo un debate en torno a la fecha de su entrada en vigor<sup>33</sup>. Cuestión que es resuelta por la SEC <sup>34</sup>, quien finalmente comunica que se considerará como fecha de inicio del cómputo el 17 de febrero, fecha a partir de la cual comienza a ser obligatoria la celebración de una votación consultiva respecto de la retribución de los primeros ejecutivos para aquellas sociedades cotizadas que recibieron préstamos gubernamentales derivados de los fondos TARP.

La regulación de éste programa va a suponer dotar de carácter legal en EE.UU a la votación consultiva de los accionistas, aunque el ámbito de aplicación de la ley, y por tanto de la votación, queda reducido a las sociedades beneficiarias de fondos de este programa<sup>35</sup>.

Posteriormente, el 1 de julio de 2009, la SEC lanza una serie de propuestas para su debate y posterior tramitación entre las que propone un nuevo artículo 14<sup>a</sup> -20 de la *Exchange Act* con el que pretende aclarar el contenido del art. 111 en relación a la votación consultiva de los accionistas sobre la retribución de los ejecutivos, y eximir de dicha discusión a las sociedades de menor tamaño.

---

<sup>33</sup> Ante el debate surgido el Senador Christopher Dodd [presidente del *Senate Banking Committee* y el principal autor de las normas sobre retribución de los ejecutivos contenidas en la ley que lleva su nombre] escribe el 20 de febrero de 2009 una carta a la presidenta de la SEC, Charmain Scharpio, en virtud de la cual insta a ésta última para que informe lo antes posible de la fecha en que dicha ley resulta obligatoria para las sociedades afectadas, y de este modo evitar el limbo en el que las medidas propuestas por la ley se encuentran. El senador provecha la misiva para recomendar que la ley sea efectiva a partir del 17 de febrero de 2009 pues entiende que estas medidas no se pueden imponer antes del 17 de febrero de 2009 por ser esta la fecha en que el Presidente Obama firma la ley, pero sí pueden resultar obligatorias para las convocatorias de Juntas Anuales celebradas tras esta fecha, de modo que considera que las Juntas celebradas tras esta fecha han de permitir la celebración de una votación consultiva de los accionistas sobre la retribución de los ejecutivos. Aunque esta carta no resulta vinculante dada la notoriedad del autor de la misma y el vacío legal existente ésta opinión fue tenida en cuenta por la doctrina, y son varios los autores que así lo manifiestan [El Senador Christopher Dodd, es el presidente del *Senate Banking Committee* y el principal autor de las normas sobre retribución de los ejecutivos contenidas en la ley que lleva su nombre]

<sup>34</sup>La SEC en las aclaraciones que realiza en torno a esta ley el 24 de febrero de 2009, y en la actualización producida dos días más tarde, comunica que se considera como fecha de inicio del cómputo la señalada por el senador Dodd, esto es el 17 de febrero de 2009.

Ver en <http://www.sec.gov/divisions/corpfin/guidance/arrainterp.htm>

<sup>35</sup>Vid. 12 U.S.C. 5221(e). Section 111(e) of the EESA. Modificado posteriormente por la SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION 17 CFR PART 240 Release 34-613351, File No. S7-12-09. en <http://www.sec.gov/rules/final/2010/34-61335.pdf>

Hay que destacar en primer lugar que en el ordenamiento americano la votación consultiva de los accionistas se va a producir sobre las retribuciones de los primeros ejecutivos y no sobre la retribución de los consejeros, como ocurre en España o Reino Unido.

Ahondando un poco en la regulación americana, es preciso aclarar que la votación de la Junta ha de realizarse respecto de la retribución percibida por los *NEO's*<sup>36</sup>, categoría compuesta por aquellos que realicen las funciones de *Principal Executive Officer (PEO)*<sup>37</sup>, *Principal Financial Officer (PFO)*<sup>38</sup>, y de los tres *Executive Officers* que tuvieran mayores retribuciones durante el ejercicio fiscal que se va a someter a votación<sup>39</sup>, siempre que su retribución exceda de 100.000\$. De modo que la característica principal que ha de concurrir en el sujeto para que su retribución deba ser sometida a votación es que éste ejerza labores ejecutivas con independencia del título que ostente, o de si es o no consejero de la sociedad, con ello se ha pretendido evitar que se desvirtúe la finalidad de la norma porque la persona que efectivamente realiza las máximas tareas de dirección de la sociedad no tenga atribuido un título concreto con la finalidad de sortear de éste modo la votación sobre su retribución.

Posteriormente, el 21 de julio de 2010 el presidente de EEUU, Barack Obama, firma la " *Dodd- Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*", más

---

<sup>36</sup> ITEM 402 ( a) REGULATION S-K.

<sup>37</sup> Que ostente el cargo de *PEO* o que sin poseer tal título se encargue de la máxima dirección y gestión de la sociedad en la misma medida que lo haría el *PEO* y con independencia de la retribución que se le haya asignado.

<sup>38</sup> Al igual que el *PEO*, se considerará *PFO* a aquel que ostente el cargo, o que realice las funciones que a éste le corresponden con independencia del título que se le haya asignado, y tampoco dependerá de su nivel retributivo.

<sup>39</sup>Que perciban una de las 3 mayores retribuciones de la sociedad (o de las 5 en caso de que el *PEO* y/o el *PFO* tengan una retribución superior). En el caso de los 3 ejecutivos mejor pagados, se tendrá en cuenta además que estos hayan ocupado su puesto durante el último año fiscal completo y que su retribución exceda de \$ 100.000.

La ley además aclara que habrá de votarse también la retribución de aquellos que ocuparon en algún momento del año el cargo, aunque al finalizar el mismo ya no lo ostenten. Además, en caso de que el tercer puesto en el ranking retributivo de la sociedad sea ocupado por más de una persona, la publicidad y sometimiento de su retribución será obligatoria para todos ellos. BORGES M. A., *SEC Executive Compensation Disclosure Rules*, pág. 27, ABA, 2008 USA.

conocida como “ *Dodd- Frank Act*”<sup>40</sup>.

B. Contenido de la *Dodd-Frank Act* y sus normas de desarrollo.

La “ *Dodd- Frank Act*” es una ley de carácter federal que se aprueba como respuesta a la crisis global iniciada en el 2007 y que pretende una reforma a gran escala de la regulación financiera. El artículo 951 de ésta ley modifica la *Securities Exchange Act de 1934*, añadiendo un nuevo apartado en el art. 14 A de la ley, por el que se establece la necesidad de que las sociedades sometan a votación consultiva de sus accionistas:

1. La política retributiva de los ejecutivos ( “*Say on pay*”)
2. La frecuencia con que ha de someterse a la Junta la votación sobre la retribución de los ejecutivos(“*Frequency vote*”)
3. Los pagos pactados con los ejecutivos como resultado de adquisiciones y tomas de control ( “ *Say on Golden parachutes*”)

1. La política retributiva de los ejecutivos ( “*Say on pay*”)

Conforme al nuevo precepto de la *Securities Exchange Act de 1934* al menos una vez cada 3 años las sociedades cotizadas deberán someter, como punto separado del orden del día, a votación consultiva de la Junta General la retribución de los NEO’s. De forma previa a la votación la sociedad ha de revelar a los accionistas toda la información necesaria para que estos puedan ejercer de forma responsable su voto en la Junta.

Esta votación habrá de realizarse en la primera Junta General celebrada tras los 6 meses siguientes a la promulgación de la ley.

---

<sup>40</sup> Medida cuya tramitación se inicia en marzo de 2007 de la mano del Congresista Barney Frank, Presidente del *Financial Services Committee*,

## 2. La frecuencia con que ha de someterse a la Junta la votación sobre la retribución de los ejecutivos (“Frequency vote”)

En el ordenamiento americano las sociedades han de someter a votación de la Junta como punto separado y al menos una vez cada 6 años, si la consulta sobre las retribuciones de los ejecutivos ha de realizarse cada 3, 2, ó 1 año.

Con ello se pretende evitar tener que realizar anualmente una votación en aquellos casos en que los accionistas no lo consideren necesario por haber fijado una política retributiva a largo plazo y con la que se muestran conformes y satisfechos.

## 3. Los pagos pactados con los ejecutivos como resultado de adquisiciones y tomas de control (“Say on Golden parachutes”)

La ley exige también la celebración de una votación consultiva para los “Golden Parachutes” acordados por la sociedad. De modo que cuando los accionistas sean preguntados en cualquier Junta General celebrada una vez finalizado el período de 6 meses posteriores a la aprobación de la ley, sobre una oferta de fusión, consolidación, adquisición o cualquier otra medida que suponga la venta total o sustancial de los activos de la sociedad, la sociedad habrá de informar y consultar a los accionistas de cualquier acuerdo al que se llegue entre la sociedad y los NEO’s en virtud del cual estos vayan a percibir cualquier compensación con motivo de la operación, ya sea en el momento de la operación o de forma aplazada. En estos casos antes de la votación habrá de remitirse a los accionistas, con tiempo suficiente, información clara sobre los destinatarios de los “Golden parachutes”, el tipo de retribución en que consistan, las condiciones para su pago, así como cualquier otra que deban tener en cuenta los socios a la hora de emitir su voto.

Los acuerdos que concedan a los ejecutivos “Golden parachutes” deberá someterse a la votación de los accionistas como punto separado salvo que estos acuerdos hubieran sido ya aprobados por los accionistas al haberse

incluido en la votación sobre su retribución <sup>41</sup>, y por tanto no fuera necesaria una segunda votación.

Posteriormente, la SEC, en respuesta al mandato legal de la “*Dodd-Frank Act*”, publica, para su debate previo, las “*Proposing Release*”<sup>42</sup> un conjunto de normas de desarrollo de la ley. Tan solo unos meses más tarde, el 21 de enero de 2011, la SEC publica las “*Final Rules*” <sup>43</sup> que aprueban las medidas de desarrollo necesarias para su aplicación por las sociedades.

La propia ley advierte que si la propuesta presentada por el Consejo no lograrse el apoyo de la Junta General, dado el carácter no vinculante de la votación, dicho rechazo no conllevaría la anulación de la propuesta instada por el Consejo; ni implica ningún cambio en los deberes fiduciarios de los consejeros ni la ampliación de los mismos.

La ley prevé además que los “*institutional investment manager*” hagan publico anualmente el sentido de su voto en cada una de las votaciones que hayan tenido lugar el año anterior<sup>44</sup>, y además los “*brokers*” no podrán participar en la votación cuando en la delegación de voto no se les indique cómo han de ejercer el voto, medidas adoptadas para lograr una mayor transparencia en el proceso de votación, así como evitar posibles abusos.

Estas medidas son obligatorias desde el 21 de enero de 2011, no obstante la ley exime de su cumplimiento a las sociedades cotizadas de menor tamaño (“*smaller reporting companies*” <sup>45</sup>) hasta las Juntas que se celebren a partir del 21 de enero de 2013. La SEC tendrá además poder para eximir a alguna sociedad del cumplimiento de este deber si considera que debido a su menor tamaño es conveniente eximirla<sup>46</sup>.

En resumen podemos señalar que en la actualidad las sociedades cotizadas registradas en los EE.UU, deberán someter a votación de su Junta General

---

<sup>41</sup> RASMUSSEN, P. , *Responsabilities or Corporate officers and directors*, pág. 130. USA. Wolters Kluwer. 2010.

<sup>42</sup> De 18 de octubre de 2010.

<sup>43</sup> SEC final rules, abril 2011, en <http://www.sec.gov/rules/final/2011/33-9178.pdf>

<sup>44</sup> Art. 14. A.d de la *Securities Exchange Act de 1934*

<sup>45</sup>Según la definición contenida en el 17 CFR 240 12B2.

<sup>46</sup>RASMUSSEN, P. , *Responsabilities or Corporate officers...* pág 130.

como punto separado, y al menos una vez cada 3 años, la política de retribución de los *NEO's*, y al menos una vez cada 6 años han de presentar a los accionistas una propuesta sobre la periodicidad con que ha de producirse la votación de las retribuciones, votaciones que en ambos casos tienen carácter consultivo. Además, cada vez que se prevea conceder un “*Golden Parachute*” a los *NEO's* ésta compensación deberá someterse previamente a consulta de los accionistas, también con carácter consultivo.

### C. Análisis de los datos obtenidos de las sociedades estadounidenses.

En EE.UU eran muchos quienes creían que dadas las continuas críticas surgidas en torno a la retribución de los consejeros serían muchas las Juntas que emitirían un voto contrario a las retribuciones de los ejecutivos, sin embargo la mayoría de las sociedades que han sometido a los accionistas la retribución de los consejeros han contado con su apoyo.

Es de destacar el caso de la sociedad *Aflac*<sup>47</sup>, la cual, en su Junta General de 2008, celebró la primera votación consultiva sobre la retribución de los ejecutivos que se realizaba en USA, votación que se produjo de forma voluntaria pues hasta ese momento no era obligatorio someter a dicha consulta la retribución de los ejecutivos. Dicha sociedad recibió el respaldo mayoritario de sus accionistas en la elaboración de la política retributiva de la sociedad, contando con el apoyo del 93% de sus accionistas (las sociedades *RiskMetrics*, *H&R Block*, *Jackson Hewitt*<sup>48</sup>, *Zale* y *Littlefield* son otros ejemplos de sociedades que también sometieron a votación la retribución de sus ejecutivos ese mismo año, obteniendo todas menos una el apoyo de más del 90% de sus accionistas<sup>49</sup>), posteriormente otras sociedades decidieron sumarse a ésta iniciativa y someter voluntariamente a consulta de

---

<sup>47</sup> [http://m.aflac.com/news\\_center/press\\_release.aspx?reqid=1078006](http://m.aflac.com/news_center/press_release.aspx?reqid=1078006)

<sup>48</sup> Jackson Hewitt Tax Services recibió el apoyo del 53,6 % de los accionistas, un 64,5% si se cuentan las abstenciones, datos obtenidos en [http://www.rpmi.co.uk/uploads/pdf/Say\\_on\\_Pay\\_six\\_Years\\_on.pdf8](http://www.rpmi.co.uk/uploads/pdf/Say_on_Pay_six_Years_on.pdf8)

<sup>49</sup> Datos obtenidos del informe elaborado por el sindicato American Federation of State, County and Municipal Employees (AFSCME), *Say on Pay Facts and Background*, pág. 2 [http://www.shareholderforum.com/sop/Library/20100325\\_AFSCME.pdf](http://www.shareholderforum.com/sop/Library/20100325_AFSCME.pdf).

sus Juntas de Accionistas las retribuciones de sus primeros espadas, tal es el caso de *Apple*, *Verizon Communications*, o *Intel* entre otras.

Según el estudio publicado por la *Institutional Shareholder Services (ISS)*<sup>50</sup> con los datos obtenidos hasta el 11 de julio de 2011, respecto del ejercicio 2010, más del 90 % de los votos emitidos por las sociedades resultaron favorables a las retribuciones sometidas a votación. De las 2200 sociedades tenidas en cuenta en el estudio sólo 37 no consiguieron el voto positivo de los accionistas, lo que supone el 1,6% del total.

La primera de las sociedades en recibir el rechazo de los accionistas desde que es obligatoria la celebración de la votación consultiva fue la sociedad californiana *Jacobs Engineering's*<sup>51</sup>, la cual obtuvo un 53,7 % de los votos en contra, recibiendo también el rechazo del 67% de los accionistas su propuesta de diferir la votación 3 años, ante tal rechazo la sociedad optó finalmente por votar anualmente la retribución de los ejecutivos.

Es preciso resaltar que varias de las sociedades analizadas lograron pasar la votación gracias a las abstenciones recibidas, y es que, a 21 de octubre de 2011, 43 sociedades no contaron con más del 50% de los votos a favor de la resolución<sup>52</sup>.

Si nos centramos en las sociedades del S&P<sup>53</sup> el 64 % de las sociedades obtuvieron más del 90 % de los votos favorables de la Junta y solo el 2% recibieron el rechazo de sus accionistas en la votación.

La ISS y otras "*shareholders advocates*" han sido criticadas pues en ocasiones asesoran tanto a la sociedad en materia retributiva como a los accionistas en cuanto a cómo votar, por lo que se puede producir un conflicto de intereses.

---

<sup>50</sup>ISS *Preliminary 2011 US Postseason Report*. Agosto 2011. <http://www.issgovernance.com/docs/2011USSeasonPreview> Señalar que la ISS en sus recomendaciones de voto instó al voto favorable para 1905 sociedades, y el voto en contra para las restantes 242, de las cuales sólo 37 recibieron finalmente la desaprobación de la Junta de accionistas

<sup>51</sup> *Inside Investor Relations, Jacobs struck down by say on pay*, 1 de febrero de 2011. <http://www.insideinvestorrelations.com/articles/annual-meeting-and-voting/18030/jacobs-struck-down-say-pay/>

<sup>52</sup> Datos obtenido de [http://say-on-pay.com/wp-content/uploads/2011/10/SOP\\_LessThan50PrctSuprt\\_201110211.png](http://say-on-pay.com/wp-content/uploads/2011/10/SOP_LessThan50PrctSuprt_201110211.png)

<sup>53</sup>Datos en, [http://say-on-pay.com/wp-content/uploads/2011/09/SOP\\_VoteSupport\\_20110927.png](http://say-on-pay.com/wp-content/uploads/2011/09/SOP_VoteSupport_20110927.png)

Existen voces entre la doctrina americana que reclaman que la votación consultiva sea sustituida por una votación vinculante<sup>54</sup> sobre la retribución de los ejecutivos.

#### IV. ORDENAMIENTO JURÍDICO ESPAÑOL:

##### A. Introducción de la figura en el ordenamiento jurídico español: Recomendación Europea y Código Unificado.

Centrándonos ahora ya en el sistema jurídico español recordar que la aprobación de la Ley de Economía Sostenible<sup>55</sup> el 4 de marzo de 2011 ha supuesto la modificación del art. 61 de la LMV, en el que se introduce un apartado ter, y en virtud del cual se impone a las sociedades cotizadas la obligación de someter a votación consultiva, como punto separado del orden del día, un informe anual de retribuciones de los consejeros. Con esta medida se pretende dar un paso más en la transparencia y rendición de cuentas de los consejeros a la hora de aprobar sus planes retributivos.

No obstante, la votación con carácter consultivo de los accionistas sobre las retribuciones de los consejeros, como ya se ha indicado, no es una medida nueva en nuestro ordenamiento, sino que lo que la novedad que introduce la ley de economía sostenible radica en el rango de ley que ha adquirido la medida.

La votación consultiva de los accionistas en torno a la retribución de los consejeros se coló en nuestro sistema jurídico a través del gobierno corporativo, y concretamente a propuesta de la Recomendación de la Comisión Europea de 14 de diciembre de 2004<sup>56</sup>.

Respecto a la Recomendación Europea es preciso realizar dos importantes matizaciones, en primer lugar señalar que es la propia Comisión quien en la

---

<sup>54</sup>HANSEN, J., KRUS, C.M., COHEN, A.B., *More say on pay*.. Pág. 86.

<sup>55</sup> Ley 2/2011, de 4 de marzo, de Economía Sostenible. BOE 5 de marzo de 2011.

<sup>56</sup> 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 bolsa (2004/913/CE)

Recomendación 4º plantea a los Estados miembros la posibilidad de que:

*“Sin perjuicio del papel y de la organización de los órganos encargados de determinar la remuneración de los consejeros, la declaración relativa a las remuneraciones debe someterse a la aprobación de la junta general anual de accionistas. La votación puede tener carácter consultivo [...]”.*

De modo que la Comisión en su Recomendación insta a los Estados miembros a que fomenten que las Juntas Generales se pronuncien sobre la retribución de los administradores, pero acto seguido la propia Comisión faculta a los Estados miembros para que sean ellos quienes decidan si dicha votación ha de tener carácter vinculante o consultivo según lo consideren oportuno. La posibilidad de elegir entre estas dos opciones se justifica en el Considerando 8º, concediendo a los Estados la opción de atribuir carácter consultivo de la votación” *de modo que no se vean afectados los derechos de los órganos responsables de la remuneración de los consejeros. Una votación consultiva no obligaría a modificar los derechos contractuales de los consejeros ni la política de remuneraciones*”. Ésta alternativa pretendía respetar aquellos ordenamientos de países miembros en los que la determinación de la remuneración sea una competencia exclusiva del Consejo de Administración, de modo que el voto consultivo de los accionistas en contra de la política retributiva no vinculara al órgano de administración, y por tanto éste último no estaría obligado a modificar su resolución<sup>57</sup>. De modo que a través de esta votación se va a dotar de un nuevo mecanismo de transparencia sobre la política retributiva, sin que ello implique una modificación en la competencia del Consejo sobre esta materia cuando sea éste órgano quien tenga atribuida dicha competencia<sup>58</sup>.

Subrayar que la mayoría de estados europeos que han adoptado la recomendación europea, bien en sus normas de gobierno corporativo, bien en normas de obligado cumplimiento, han optado por dotar a la votación de

---

<sup>57</sup>SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., *Norma y Autorregulación en la Configuración del Régimen Retributivo de los Consejeros*, 2010, pág. 34, en [http://eprints.ucm.es/10560/1/Configuraci%C3%B3n\\_r%C3%A9gimen\\_retrib.\\_consejeros.pdf](http://eprints.ucm.es/10560/1/Configuraci%C3%B3n_r%C3%A9gimen_retrib._consejeros.pdf)

<sup>58</sup> PAZ-ARES, C. , *El enigma de la retribución de los consejeros ejecutivos*, pág. 38. InDret, Barcelona, 2008. En [http://www.indret.com/pdf/522\\_es.pdf](http://www.indret.com/pdf/522_es.pdf)

los accionistas de carácter consultivo, lo que permite a las sociedades una mayor flexibilidad a la hora de considerar el resultado de la votación. (España, Inglaterra, Alemania, Francia... han optado por ésta última opción, mientras que el voto vinculante ha sido adoptada por algunos Estados europeos como Noruega, Holanda o Países Bajos).

En segundo lugar resulta relevante señalar que en el párrafo segundo de la Recomendación 4.2 la Comisión apunta que, no obstante, *“los Estados miembros podrán condicionar la celebración de dicha votación a que la solicite un número de accionistas que representen al menos el 25 % del número total de votos de los accionistas presentes o representados en la junta general anual. Esto último, sin perjuicio, no obstante, del derecho de los accionistas a presentar una resolución de acuerdo con las disposiciones nacionales.”*

Por lo que, pese a la flexibilidad que conllevaba el posible carácter consultivo de la votación, la Recomendación Europea abría otra puerta a los Estados para eludir el control de los accionistas en la política retributiva de los consejeros al permitir que los Estados establezcan limitaciones a la celebración de la votación sobre la retribución de los consejeros. Este segundo apartado permite que los Estados exijan que para que se celebre la votación ésta ha de ser previamente solicitada por al menos el 25% del número total de votos de los accionistas presentes o representados en la Junta.

España decidió adoptar la Recomendación Europea en sus normas de gobierno corporativo, y concretamente en la Recomendación 40 del Código Unificado de Buen Gobierno (CU) aprobado el 26 de mayo de 2006<sup>59</sup>. Ésta recomendación, al igual que todas las contenidas en *el CU*, carece de carácter vinculante, si bien el art. 116<sup>60</sup> LMV obligaba a todas las sociedades cotizadas a elaborar un Informe Anual de Gobierno Corporativo ( IAGC) que debe difundirse como hecho relevante, y en el cual se hará público el grado de seguimiento de las recomendaciones o, en su caso, su falta de

---

<sup>59</sup> Código que debía ser utilizado como referencia por las sociedades cotizadas a la hora de presentar el Informe Anual de Gobierno Corporativo que exigía el artículo 116 LMV a partir del primer semestre de 2008.

<sup>60</sup> Derogado por la Ley 2/2011, de 4 de marzo, de Economía Sostenible.

cumplimiento, debiendo además justificar en este último caso por qué han decidido no cumplir la recomendación ( “*comply or explain*”).

La recomendación 40 del CU aconsejaba a las sociedades “Que *el Consejo someta a votación de la Junta General de Accionistas, como punto separado del orden del día, y con carácter consultivo, un informe sobre la política de retribuciones de los consejeros. [...]*” .

El CU haciendo uso de la facultad que le concedía la Recomendación Europea optó por conceder carácter meramente consultivo a la votación, aunque ésta elección no se debe a que nuestro ordenamiento otorgue al Consejo la competencia sobre la retribución de los consejeros, pues la doctrina tenía abierto un debate en torno a quién debía ser el órgano encargado de fijar la retribución de los administradores<sup>61</sup>, cuestión que no ha zanjado la ley de sociedades de capital.

Además en la parte dispositiva que antecede a la propia recomendación se aclara que, dado el carácter consultivo de la votación no se ha considerado preciso establecer como requisito adicional que dicha votación sea solicitada por un porcentaje mínimo de accionistas, tal y como preveía la Recomendación Europea de 14 de diciembre de 2004, al mismo tiempo que

---

<sup>61</sup>A favor de la determinación de la retribución por la Junta se manifiestan, entre otros, GARRIGUES, J. y URÍA, R. *Comentario a la ley de sociedades anónimas*, pág. 92, Civitas, Madrid, 1976, quien considera que una vez fijado en los estatutos el sistema de retribución de los administradores “*será la junta general la encargada de fijar la cuantía de esa retribución*”. POLO SÁNCHEZ, E., *Los administradores y el Consejo de Administración en la Sociedad Anónima ( artículos 123 a 143 de la Ley de sociedades anónimas*, pág. 194, en URÍA Menéndez/ Olivencia ( dir) *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles, Tomo VI, Madrid, 1996* ;; SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., *La retribución de los administradores de sociedades cotizadas ( La información societaria como solución)*, pág. 26, Madrid, 2003; BLANQUER UBEROS, R., *La retribución de los administradores, su constancia estatutaria y la atribución de facultades de concreción a la Junta General* pág. 42, *Revista de Derecho Mercantil*, 1994; DOMÍNGUEZ GARCÍA, M.A. *La retribución de los administradores de las sociedades cotizadas. La comisión de retribuciones*, en F. RODRIGUEZ ARTIGAS (Coord.) *Derecho de sociedades anónimas cotizadas ( estructura de gobierno y mercados)*, pág. 1078, Vol, II, Madrid, 2006.. Mientras que otros autores consideran que es el Consejo de Administración el órgano encargado de la determinación TUSQUETS TRIAS DE BES, F., *La retribución de los administradores de las sociedades mercantiles de capital*, pág. 139, Civitas, Madrid, 1999; y una tercera postura sería la de CANDIDO PAZ-ARES, J., *El enigma de la retribución de los consejeros ejecutivo*, págs.29 y ss., InDret, Barcelona 2008; MONTERO GARCIA-NOBLEJAS, M<sup>a</sup>. P., *Las opciones sobre acciones como sistema de retribución de administradores de sociedades anónimas cotizadas*, pág. 312., *La Ley*, Madrid, 2009, quienes consideran que la competencia para determinar la retribución de los administradores corresponde a la Junta General, salvo la de los consejeros ejecutivos que correspondería al Consejo de Administración.

señala que no será preciso desvelar para su votación aquellos datos que puedan resultar sensibles para la sociedad.

B. Preocupación del legislador ante el escaso grado de cumplimiento de la Recomendación:

Pues bien, al igual que ocurrió en el ordenamiento inglés la introducción de esta medida, en virtud de las normas de gobierno corporativo, ha supuesto que la mayoría de las sociedades cotizadas no sometan a votación el informe sobre retribución escudándose en la libertad que se les otorga para cumplir o no con una recomendación siempre y cuando justifiquen en éste último caso por qué no lo han hecho. Siendo ésta la recomendación menos seguida por las sociedades cotizadas entre 2006 y 2010:

En el año 2007 la CNMV revela en el *“Informe del Gobierno Corporativo de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales del ejercicio 2006”*<sup>62</sup> que ninguna sociedad se ha arriesgado a someter al refrendo de los accionistas la política retributiva de sus consejeros, si bien es preciso señalar que durante el período que analiza dicho informe no estaba aún en vigor el CU pese éste hubiera sido publicado unos meses antes.

Un año más tarde la CNMV advierte en su Informe del ejercicio 2007<sup>63</sup>, que sólo un 28, 2 % de las sociedades cumplen parcialmente con la recomendación 40, justificando las sociedades este incumplimiento en el carácter consultivo de la votación y la falta de regulación de este tipo de acuerdo en el ordenamiento, de modo que la sociedades encargan la determinación de la retribución al Consejo el cual informa a la Junta sobre las retribuciones ya devengadas para su conocimiento, pero no para su votación.

---

<sup>62</sup> CNMV, *Informe del Gobierno corporativo de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales del ejercicio 2006*, <http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/IAGC2006.pdf>, pág. 18.

<sup>63</sup> CNMV, *Informe del Gobierno corporativo de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales del ejercicio 2007*, <http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/IAGC2007.pdf>, págs. 91 y 96.

En el informe del ejercicio 2008 la CNMV <sup>64</sup> vuelve a señalar que las recomendaciones menos seguidas por las sociedades son aquellas que están relacionadas con la transparencia en la retribución de los consejeros, precisando que sólo 35 sociedades, esto es un 21,3%, cumplieron con la recomendación 40 y sometieron a votación consultiva de la Junta de accionistas, como punto separado del orden del día, un informe sobre la política de retribuciones de los consejeros.

En el informe publicado por la CNMV en el 2010, referente al ejercicio 2009<sup>65</sup>, la Comisión indica que sólo el 21,2 % de las sociedades cumplió plenamente con la recomendación 40, sin que ninguna nueva sociedad haya optado por adoptar esta medida.

#### C. Aprobación de la Ley de economía sostenible y modificación del art. 61 ter de la LMV.

Los datos mostrados en el apartado anterior ponen en evidencia que si bien desde un primer momento el cumplimiento de esta recomendación resultaba bastante escaso su cumplimiento venía además reduciéndose en los últimos años, pasando de un cumplimiento de poco más del 28% en el año 2007 a entorno un 21% en el 2009.

A raíz de la recomendación de la Comisión Europea de 2009 y ante la continua falta de seguimiento de esta recomendación, el legislador español ha considerado necesario imponer legalmente la celebración de esta votación consultiva por parte de la Junta. El proyecto de ley de economía sostenible elaborado en 2009 recogía el carácter obligatorio de la votación consultiva de la Junta de Accionistas para todas las sociedades cotizadas, proyecto que fue finalmente aprobado el 4 de marzo de 2011 y publicado en el BOE un día más tarde. La aprobación de la ley de economía sostenible conlleva, a través

---

<sup>64</sup>CNMV, *Informe del Gobierno corporativo de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales del ejercicio 2008* [http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/INFORME\\_2008.pdf](http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/INFORME_2008.pdf), pág. 21.

<sup>65</sup> CNMV, *Informe del Gobierno corporativo de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales del ejercicio 2009*, [http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/IAGC\\_2009.pdf](http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/IAGC_2009.pdf), pág. 89.

de la disposición final quinta de la ley, la modificación de la LMV, a la que se añadía un nuevo apartado ter al art. 61<sup>66</sup>, en el que se impone a las sociedades cotizadas la obligación de someter a votación consultiva, y como punto separado del orden del día, un informe anual de retribuciones de los consejeros.

Esta medida pretende proporcionar una mayor transparencia a la política retributiva del Consejo, y a su vez dotar de un papel más activo a la Junta, ante la continua pérdida de poder de éste órgano en las sociedades cotizadas en favor del Consejo de Administración<sup>67</sup>.

El 17 de diciembre de 2009 la CNMV<sup>68</sup> publicó un documento por el que, dada la previsible aprobación de la Ley de economía sostenible, y por tanto la derogación de la actual recomendación 40, se somete a la opinión pública la posible sustitución del texto original por el que sigue, “ *Que las sociedades animen a todos sus accionistas y, en particular, a los institucionales a asistir a las Juntas Generales y a hacer en ellas un uso prudente de sus votos cuando se trate de la remuneración de los consejeros.*” Con ello se pretende poner de relieve la importancia de ésta votación pese a su carácter meramente consultivo.

---

<sup>66</sup> “Artículo 61 ter. Del informe anual sobre remuneraciones de los consejeros.

1. Junto con el Informe Anual de Gobierno Corporativo, el Consejo de las sociedades anónimas cotizadas deberá elaborar un informe anual sobre las remuneraciones de sus consejeros, que incluirá información completa, clara y comprensible sobre la política de remuneraciones de la sociedad aprobada por el Consejo para el año en curso, así como, en su caso, la prevista para años futuros. Incluirá también un resumen global de cómo se aplicó la política de retribuciones durante el ejercicio, así como el detalle de las retribuciones individuales devengadas por cada uno de los consejeros.

2. El informe anual sobre las remuneraciones de los consejeros, la política de remuneraciones de la sociedad aprobada por el Consejo para el año en curso, la prevista para años futuros, el resumen global de cómo se aplicó la política de retribuciones durante el ejercicio, así como el detalle de las retribuciones individuales devengadas por cada uno de los consejeros, se difundirá y someterá a votación, con carácter consultivo y como punto separado del orden del día, a la Junta General ordinaria de accionistas. [...]”

<sup>67</sup> SÁNCHEZ CALERO, F., *La Junta General en las Sociedades de Capital*, págs.. 637 y ss. Thomson-Civitas, Pamplona 2007.

<sup>68</sup> CNMV, *Propuesta de Actualización del Código Unificado de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas*, en <http://www.cnmv.es/DocPortal/DocFaseConsulta/CNMV/ActCodUnificado.pdf>

#### D. Problemática jurídica de la votación consultiva sobre la retribución.

##### 1) Características de la votación consultiva de la Junta:

De las dos características que ha de reunir la votación sobre la retribución de los consejeros, esto es, que conste en un punto separado del orden del día y el carácter meramente consultivo de la misma, es la segunda de las características la que presenta ciertos problemas.

##### a/ Que conste en un punto separado del orden del día:

El hecho de que la votación deba someterse como punto separado del orden del día no presenta problema alguno, su objetivo es facilitar el ejercicio del derecho del voto por parte de los accionistas y evitar que la votación conjunta de diversas materias pueda inducirles a error o implique votar en algún caso de manera contraria a sus intereses al verse inmerso el asunto en una votación conjunta con otros temas.

##### b/ Carácter meramente consultivo de la votación:

La introducción de este mecanismo de transparencia en el CU abrió un amplio debate doctrinal entorno al carácter consultivo de la votación. Ésta característica ha sido ampliamente criticada<sup>69</sup> por la doctrina, siendo además muchas las sociedades que se han escudado en el carácter consultivo de la votación para justificar el incumplimiento de la recomendación 40 del CU.

La primera crítica que se le achacó a la votación consultiva de la Junta de accionistas es la falta de tradición jurídica de esta figura, pues no existe en nuestro ordenamiento jurídico ninguna otra materia sobre la cual la Junta pueda pronunciarse con efectos meramente consultivos.

Y no se trata sólo de falta de tradición jurídica, sino que el carácter meramente consultivo supone, además, una gran inseguridad jurídica al no

---

<sup>69</sup> MATEU DE ROS CEREZO, R. *El Código Unificado de Gobierno Corporativo*, págs. 327 y ss., Aranzadi, 2007; SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., "La retribución de los administradores...", págs. 52 y ss. Planteando ambos autores los problemas de este tipo de acuerdos, así el primero de ellos plantea el supuesto de que la Junta vote en contra de la política retributiva del Consejo, señalando que en este caso el Consejo debería dimitir o bien, la Junta debería separar a sus miembros en ese mismo acto. El segundo de los autores cuestiona si sería posible someter a impugnación este acuerdo consultivo, señalando la inseguridad e inestabilidad que plantean este tipo de acuerdos.

contar con una regulación específica para este nuevo modelo de votación del que se desconocen los efectos de una votación negativa. En teoría y dado el carácter meramente consultivo de la votación parece oportuno pensar que el voto en contra del informe de retribuciones no supone en sí mismo el rechazo a la política retributiva manifestada en el informe, ni tampoco la necesidad de modificar la política retributiva adoptada, sin embargo si lo trasponemos a la práctica no parece muy sensato pensar que el resultado contrario a la propuesta presentada no implique el rechazo inmediato de la propuesta, sino que quedaría en manos de los administradores decidir el valor que se otorga a dicho rechazo, de modo que la oposición de los accionistas podría no conllevar ningún resultado, o al menos ninguno directo.

Además, como señala el Profesor Sánchez-Calero <sup>70</sup>, el carácter consultivo de la votación resulta incongruente con la naturaleza vinculante que el apartado 2º del artículo 159 de la Ley de Sociedades de Capital (LSC) otorga a los acuerdos de la Junta : “ *Todos los socios, incluso los disidentes y los que no hayan participado en la reunión, quedan sometidos a los acuerdos de la junta general*”, de modo que parece oportuno pensar que si los acuerdos de los accionistas vinculan a todos los socios también deben vincular a los administradores de la sociedad. Por lo que, salvo que se declare su nulidad o anulabilidad los acuerdos de la Junta vinculan a todos los socios<sup>71</sup>.

Podríamos suponer además, que la adopción de la propuesta retributiva por el Consejo pese a contar con el voto negativo de los accionistas podría conllevar un incumplimiento por la administración de su deber de lealtad y búsqueda de la consecución del interés social, deberes que la ley le impone en el art. 226 LSC, sin que entre a definir dicho precepto qué ha de entenderse por interés social, limitándose a señalar que los administradores actuarán “ *en defensa del interés social, entendido como interés de la sociedad*”. Sin embargo a mi buen entender considero, que el interés social ha de estar encaminado a buscar el interés común de todos los accionistas,

---

<sup>70</sup> SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., *Norma y autorregulación en la configuración del régimen retributivo...*, págs.. 33 y ss.,

<sup>71</sup> SÁNCHEZ CALERO, F., *La Junta General en las Sociedades de Capital*, pág 65. Thomson-Civitas, 2007, Pamplona.

sin pretender en este trabajo entrar en el debate en torno a si ha de entenderse en un sentido más amplio que incluya también el interés de los trabajadores, proveedores y otras personas con intereses en la sociedad, remitiéndome para ello a los destacados estudios publicados sobre la materia<sup>72</sup>. Y en este caso parece que los administradores tienen conocimiento certero de lo que los accionistas consideran que es mejor para la sociedad.

De modo que la manifestación de voluntad emitida por la Junta respecto del informe de retribuciones ha de ser tenida en cuenta y en el supuesto de que los administradores no adoptaran ese acuerdo, que representa la voluntad común de los accionistas, habrían de manifestarse razones de elevado peso que justificaran una actuación contraria a esa evidente declaración de voluntad, y pusieran además de manifiesto cual es, a su entender, el interés social en ese punto, y por el cual han decidido apartarse de la posición mayoritaria de la Junta. De lo contrario un resultado negativo en la votación consultiva podría resultar impugnable por lesionar el interés social (art. 204 LSC).

2) Objeto de la votación por los accionistas: Informe anual sobre las remuneraciones de los consejeros.

La LMV establece un nuevo deber de información por parte de las sociedades al introducir en el art. 61 ter la necesidad de elaborar un informe anual sobre retribuciones de los consejeros. Informe que no es nuevo, sino que la novedad radica, una vez más, en la imperatividad del deber de elaborar y divulgar el meritado informe. Sin embargo, el informe adquiere un papel no sólo informativo sino también persuasivo, pues ahora, el objetivo del informe será no sólo dar información, sino que ahora también ha de estar enfocado a

---

<sup>72</sup> SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., *Creación de Valor, Interés Social y Responsabilidad Social Corporativa*, en [http://eprints.ucm.es/5600/1/Creaci%C3%B3n\\_de\\_valor.pdf](http://eprints.ucm.es/5600/1/Creaci%C3%B3n_de_valor.pdf); ESTEBAN VELASCO, G., *Responsabilidad social corporativa aspectos jurídico-económicos*, 2005, 15 y ss. Universitat Jaume I; EMBID IRUJO, J.M., págs. 11 y ss., 2004. El CU en su Recomendación 7 "*opta por una interpretación contractualista, que pone el énfasis en el interés común de los accionistas o, si se prefiere en el interés del accionista común[...] Por ello se aconseja que el objetivo último de la compañía y, por tanto, el criterio que presida la actuación del Consejo sea la maximización, de forma sostenida, del valor económico de la empresa. Frente a otras interpretaciones más amplias del "interés social"...*".

convencer a los accionistas, para que estos les otorguen su confianza y su voto en la consulta.

En el proyecto de ley de economía sostenible se preveía abordar de forma conjunta en el informe de retribuciones la retribución de los consejeros y de los altos directivos de la sociedad, si bien finalmente se ha optado por incluir únicamente la de los consejeros<sup>73</sup>, quedando el artículo como sigue : *la política de remuneraciones de la sociedad aprobada por el Consejo para el año en curso, la prevista para años futuros, el resumen global de cómo se aplicó la política de retribuciones durante el ejercicio, así como el detalle de las retribuciones individuales devengadas por cada uno de los consejeros, se difundirá y someterá a votación, con carácter consultivo y como punto separado del orden del día, a la Junta General ordinaria de accionistas.*”

Dicho informe ha de incluir una información clara y precisa sobre la política retributiva del Consejo para el año en curso, y en su caso para los años futuros, además de un resumen de las retribuciones concedidas el año previo, siendo éste otro de los motivos objeto de crítica de la medida, ante las posibles confusiones que puede suponer para los accionistas tener que manifestarse en la misma sesión sobre las retribuciones de distintos ejercicios económicos. Debiendo indicarse también en el informe anual los cambios significativos que se hayan producido respecto de la política retributiva de los años anteriores, así como el papel que ha desempeñado la Comisión de Retribuciones en la fijación de la política retributiva de los consejeros, y siempre que se haya requerido asesoramiento externo habrá de indicarse la identidad de quién participó en la toma de decisiones.

El pasado 26 de octubre la CNMV sometió a consulta un Proyecto de circular de desarrollo de la ley de economía sostenible con el que se pretende desarrollar el contenido y estructura del informe anual de gobierno corporativo, el informe anual sobre remuneraciones de los consejeros y sus anexos <sup>74</sup>. De forma que de aprobarse esta circular el informe anual de

---

<sup>73</sup>SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE J., *Norma y autorregulación en la configuración del régimen retributivo.....*, pág. 30, criticaba el tratamiento conjunto de las retribuciones de consejeros y altos ejecutivos dada la diferente naturaleza de su cargo.

<sup>74</sup> CNMV, Proyecto de Circular de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre el modelo de informe anual e remuneraciones de los consejeros, octubre 2011, en <http://www.cnmv.es/DocPortal/DocFaseConsulta/CNMV/ConsultaRetribuciones.pdf>

retribuciones de los consejeros habrá de ajustarse al contenido del anexo I de dicha circular.

A la hora de remitir telemáticamente el informe a la CNMV habrá de indicarse el porcentaje de votos a favor, en contra y las abstenciones obtenidas, no resultando suficiente con señalar que ha sido aprobado por la mayoría de los accionistas, de esta forma se podrán conocer aquellos casos en los que la votación, pese a aprobarse, cuente con un elevado número de votos en contra.

### 3) Entrada en vigor de la medida.

El hecho de que la CNMV haya pospuesto la entrada en vigor de la obligatoriedad de la votación consultiva de la Junta ha sido también objeto de reproche<sup>75</sup>. Y es que, pese a que la norma está en vigor desde el 6 de marzo de los corrientes, la CNMV ha optado porque la votación no sea obligatoria hasta las Juntas que vayan a tratar la retribución de los Consejeros del ejercicio 2011, por lo que la aplicación de esta medida se ha retrasado hasta la primavera de 2012.

La disposición final sexagésima establecía que la Ley entraría en vigor “*al día siguiente de su publicación en el «Boletín Oficial del Estado», salvo la modificación introducida en el artículo 60.3 del Texto Refundido de la Ley de ordenación y supervisión de los seguros privados, que entrará en vigor para todas las pólizas de seguro suscritas o renovadas a partir del 1 de enero de 2013*”, de modo que del tenor literal de la ley se deduce que salvo la excepción expresamente prevista el resto de disposiciones entrarían en vigor al día siguiente de su publicación en el BOE, por tanto el 6 de marzo de 2011.

La ley contiene, además, en el apartado treinta y uno de la disposición final quinta<sup>76</sup> una moratoria que afecta específicamente al art. 61 bis 4, pero no al

---

<sup>75</sup>JIMENEZ, M., *La CNM hará la vista gorda con la ley sobre sueldos de los consejeros*, El País, 26 de abril de 2011. [http://www.elpais.com/articulo/economia/CNMV/hara/vista/./ley/sueldos/consejeros/elpieco/20110426elpepieco\\_1/Tes](http://www.elpais.com/articulo/economia/CNMV/hara/vista/./ley/sueldos/consejeros/elpieco/20110426elpepieco_1/Tes)

<sup>76</sup>:" *Se añade una disposición final tercera, con la siguiente redacción:*

art. 61 ter que es donde se regula la votación consultiva, de forma que sólo ese artículo debería ser de aplicación a partir del ejercicio 2011, no todo el artículo 61.

En relación con el contenido del informe sobre retribuciones de los consejeros, de aprobarse el proyecto de circular sometido a consulta el pasado 26 de octubre y según su propia norma final entrará en vigor el día siguiente a su publicación en el BOE, y será de aplicación a los informes que hayan de presentarse para su votación en las Juntas que hayan de manifestarse sobre las retribuciones del ejercicio 2011.

E. Datos de las votaciones consultivas de las sociedades cotizadas en el último ejercicio.

Este año han sido varias las sociedades que, de forma voluntaria, han sometido a votación de los accionistas el informe anual sobre retribuciones de los consejeros, a pesar de que la CNMV ha aclarado que aún no resultaba obligatoria la celebración de la votación consultiva de los accionistas. El pasado mes de enero la CNMV publicó el Informe de Gobierno Corporativo de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales correspondiente al ejercicio 2010<sup>77</sup>, si bien con anterioridad ya había publicado el Informe anual de Gobierno Corporativo de las compañías del Ibex 35 en relación al ejercicio 2010<sup>78</sup>.

Gracias a los datos obtenidos en el primero de estos informes podemos

---

*«Disposición final tercera:*

*Los requisitos de información sobre el control interno previstos en el artículo 61 bis.4, letra h) y en la disposición adicional segunda de la Ley 26/2003, de 17 de julio, por la que se modifican la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, y el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas aprobado por el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, con el fin de reforzar la transparencia de las sociedades anónimas cotizadas, letra i), serán exigibles a partir de los ejercicios económicos que comiencen el 1 de enero de 2011 y su contenido será incluido en el Informe Anual de Gobierno Corporativo que se publique en relación con dichos ejercicios.»*

<sup>77</sup> CNMV, Informe del Gobierno corporativo de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales del ejercicio 2010, en [http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/IAGC\\_2010.pdf](http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/IAGC_2010.pdf)

<sup>78</sup> CNMV, Informe anual de Gobierno Corporativo de las compañías del Ibex 35, ejercicio 2010, [http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/IAGC\\_IBEX.pdf](http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/IAGC_IBEX.pdf)

señalar que:

El cumplimiento de la recomendación 40 del CU continúa siendo, un año más, la recomendación menos seguida por las sociedades cotizadas, siendo seguida por tan solo el 27,3% de las sociedades frente al 78,1% que es el cumplimiento medio de las recomendaciones del CU, si bien es de destacar que se ha producido un aumento en el cumplimiento de esta recomendación de un 6,1% (el año anterior su cumplimiento se situó en un 21,2%).

En el caso de las sociedades del Ibex 35, podemos indicar que de las 35<sup>79</sup> sociedades que conforman dicho índice 16 de ellas, 4 más que el año anterior, han sometido a votación consultiva de sus accionistas el informe sobre retribuciones de los consejeros, de modo que sólo el 45,7% de las sociedades siguen la Recomendación 40 del CU frente al 87,8%<sup>80</sup> que es el cumplimiento medio de las recomendaciones del CU. La propia CNMV señala en su informe que el seguimiento de esta recomendación es aún reducido a la vista del nivel medio de seguimiento del resto de recomendaciones, y es que ésta recomendación continúa siendo la menos seguida por las sociedades, aunque procede resaltar que es la recomendación que mayor crecimiento ha experimentado<sup>81</sup>, con un 11,5% más de seguimiento que el año anterior.

Al no contar con más datos que puedan corroborar este hecho y estar aún inmersos en la crisis no podemos afirmar que el incremento en el nivel de seguimiento de la votación consultiva sea uno de los factores que han influido en la reducción de las retribuciones el pasado año (donde la retribución media fue un 8,3% más baja que el año anterior<sup>82</sup>, un 17,9% más

---

<sup>79</sup>La sociedad *Amadeus IT holding* ha sido tenida en cuenta en sustitución de la sociedad *Arcelor Mittal*, por ser el Estado de origen de ésta última Luxemburgo y no tener por tanto deber de presentar informe anual de Gobierno corporativo

<sup>80</sup> CNMV, *Informe anual de Gobierno Corporativo de las compañías del Ibex 35, ejercicio 2010*, pág. 43.

<sup>81</sup> Trias Sagnier, M. *Retribuciones y voto consultivo*, en el País.com, 1 de mayo de 2011, [http://www.elpais.com/articulo/primer/plano/Retribuciones/voto/consultivo/elpepuecog/20110501elpneglse\\_2/Tes](http://www.elpais.com/articulo/primer/plano/Retribuciones/voto/consultivo/elpepuecog/20110501elpneglse_2/Tes), señala en su artículo que el incremento en el seguimiento de la Recomendación 40 se debe en parte a la elevación a rango de ley de dicha recomendación, y que si bien no tiene aún fuerza vinculante para las sociedades los abogados de las grandes sociedades han aconsejado adelantar el cumplimiento de la disposición.

<sup>82</sup> Según el Informe anual de Gobierno Corporativo de la CNMV, pág. 8, el descenso sería de sólo un 0,6% si se descuenta el efecto de las indemnizaciones.

baja en el caso de las sociedades del Ibex 35 que el año anterior <sup>83</sup>), pues también podría pensarse que la reducción en las retribuciones es lo que ha provocado que aumentara el número de sociedades que sometían a votación el informe de retribuciones, y en vez de ser la consecuencia podría ser la causa del aumento.

En el Informe sobre las sociedades del Ibex 35<sup>84</sup> se indican, como razones más usadas para justificar el incumplimiento de la recomendación 40 que:

*“- Ni la votación consultiva en la junta general ni los efectos que se derivarían del resultado de esta votación están regulados en la normativa vigente.*

*- En el IAGC se informa ampliamente sobre los sistemas de retribuciones de los miembros del consejo de administración.*

*- La política de retribuciones se determina a nivel de consejo de administración.*

*- Al tratarse de un tema seriamente estratégico, su votación podría derivar en un debate abierto en cada junta, generando inestabilidad e incertidumbre.*

*- Se elabora un informe de remuneraciones incluido en el informe de gestión que requiere la aprobación de la junta general.”*

## V. CONCLUSIONES

El escaso grado de cumplimiento del sometimiento a votación consultiva por parte de la Junta del informe anual de retribuciones de los consejeros de las sociedades cotizadas españolas, en el contexto del gobierno corporativo muestra que, el recurso a un sistema de cumplimiento voluntario ha fallado. La realidad y la preocupación del legislador ante la falta de seguimiento de

---

<sup>83</sup> Según la CNMV, en el *Informe anual de Gobierno Corporativo de las compañías del Ibex 35, ejercicio 2010*, pág. 25, ésta reducción es del 8,4 % si no se tienen en cuenta las indemnizaciones que se abonaron en el ejercicio 2009, por ceses de consejeros ocasionados por operaciones corporativas. CNMV *Informe anual de Gobierno Corporativo de las compañías del Ibex 35, ejercicio 2010* Pág. 25

<sup>84</sup> *Informe anual de Gobierno Corporativo de las compañías del Ibex 35, ejercicio 2010*, pág. 51.

las recomendaciones han hecho que, el legislador elevara a rango de ley esta medida haciendo obligatorio su cumplimiento a partir de la próxima primavera.

La incorporación de la votación consultiva de la Junta sobre el informe anual de retribuciones de los consejeros supone un importante factor en la recuperación de la primacía de los accionistas, quienes se encuentran cada vez más relegados en las grandes sociedades cotizadas.

Sin embargo, resulta criticable el carácter consultivo atribuido a la votación de los accionistas pues el carácter meramente consultivo de la misma presenta varios y severos problemas de aplicación en nuestro ordenamiento jurídico.

El principal problema que plantea es la falta de tradición jurídica de este tipo de votación en nuestro sistema, porque no debemos olvidar que, hasta que el CU decidió recomendar el uso de esta figura como mecanismo de control, los acuerdos de la Junta tenían siempre carácter vinculante, por lo que esta votación abre la puerta a una nueva forma de acuerdo cuyos efectos se desconocen. ¿Qué efectos tiene una resolución negativa de la Junta?, ¿puede suponer un veto a dicha política como lo sería de ser vinculante la votación?, o por el contrario ¿puede seguirse adelante con dicha política retributiva pese a la reprobación por los accionistas?.

Hay, además, quien considera que esta medida es innecesaria e inefectiva, pudiendo establecerse otros mecanismos más adecuados que permitan a los accionistas conocer detalladamente la retribución de los consejeros. Señalan estos autores que los accionistas no son conscientes de la compleja labor desempeñada por los consejeros y además desconocen el laborioso proceso por el cual se le ha asignado esa cantidad. Disponiendo además los accionistas de la facultad de cesar en cualquier momento a los consejeros si consideran que ha percibido una excesiva retribución no justificada por su labor.

En cualquier caso no podemos negar que el carácter preceptivo que ha adquirido la norma va a suponer que todas las sociedades cotizadas tengan que someter la retribución de sus accionistas al plebiscito de sus accionistas, quienes podrán evaluar anualmente la política retributiva de la sociedad, y

que implicará un nuevo paso hacia una mayor transparencia en materia retributiva que será recibido con los brazos abiertos por los accionistas de las sociedades cotizadas, si bien no es menos cierto que el carácter consultivo de la misma le priva de una mayor relevancia a la medida.