

AUTOR**Jaime Sol**HR Partner at Mercer
Spain**Octubre 2025**

La remuneración de los directivos en el actual entorno de incertidumbre geopolítica: el rol de la Comisión de Nombramientos y Retribuciones

1. Introducción

El entorno geopolítico que estamos viviendo tiene un claro impacto en la economía mundial y, por tanto, también en el mundo de las empresas. Sin duda alguna, estamos viviendo posiblemente el momento de máxima incertidumbre geopolítica desde la finalización de la segunda guerra mundial.

Son varios los factores geopolíticos que están afectando a las empresas y éstas están adaptando sus estrategias intentando dar respuesta así a las incertidumbres a las que se enfrentan.

Por un lado, hay que señalar las guerras que hay en las distintas partes del globo. La guerra de Ucrania, que comenzó en febrero de 2022, todavía sigue sin que se haya llegado a un acuerdo de paz. La guerra entre Israel y Gaza (Hamás) que parece que se ha llegado a un acuerdo de paz con la intervención de Donald Trump, presidente de Estados Unidos. Y hay otros conflictos en Asia-Pacífico, como las tensiones entre China y Taiwán o el conflicto entre Camboya y Tailandia que estalló en julio de 2025. Estos conflictos armados están afectando a los precios de la energía, de las materias primas, así como la seguridad operativa de las empresas multinacionales.

Unido a la inestabilidad internacional, el enfrentamiento comercial entre Estados Unidos y China, así como los aranceles que Estados Unidos está imponiendo a distintos países está afectando a las cadenas de suministro y generando barreras comerciales que no existían hasta ahora. Como consecuencia de lo anterior, muchas empresas se están replanteando dónde realizar sus inversiones estratégicas.

Por otro lado, podríamos señalar la escalada de los ciberataques así como las amenazas tecnológicas con motivación geopolítica, como el reciente ciberataque al sistema informático del aeropuerto de Bruselas, que genera un riesgo operativo (las empresas se quedan sin poder operar) y reputacional (dañan la imagen corporativa afectando negativamente a su credibilidad). Estos ciberataques están provocando que las empresas tengan que invertir cada vez más en talento especializado con el impacto que esto tiene también en materia de costes.

Por último, las empresas tienen que estar adaptando sus planes estratégicos en un momento en el que el posicionamiento sobre los aspectos de sostenibilidad es dispar actualmente entre Estados Unidos y Europa, lo que puede generar desventajas competitivas para las empresas cuya matriz esté en Europa.

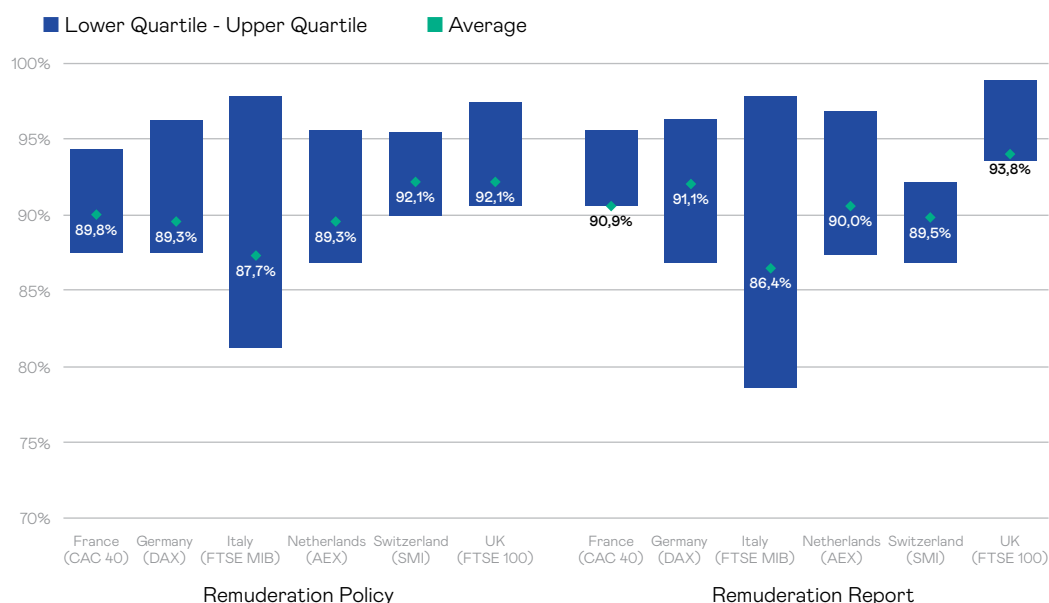
En este contexto, el objetivo del presente artículo es hacer una reflexión de cómo las comisiones de nombramientos y retribuciones pueden alinear la remuneración de sus ejecutivos con la generación de valor a largo plazo, en un contexto de máxima volátil a nivel global.

2. Análisis de las Juntas Generales de Accionistas en 2025

Para realizar esta reflexión, analizamos primero el respaldo de los accionistas a los informes anuales de remuneraciones y las políticas de remuneración de consejeros en 2025.

En términos generales, en 2025 sigue habiendo un respaldo significativo de los accionistas, tanto a las políticas de remuneración de consejeros como a los informes anuales de remuneraciones, tal y como se desprende del siguiente cuadro:

Figura 1. Shareholder support for Remuneration Votes.



En términos generales, tanto en Alemania, como en Francia y en Suiza, no ha habido ninguna política de remuneraciones ni ningún informe anual de remuneraciones que no haya recibido más del 50 por 100 del voto favorable de sus accionistas. Únicamente, como excepciones, pueden señalarse los siguientes casos:

- Casi un 60% de los accionistas de Prysmian, SPA en Italia votaron en contra del informe anual de remuneraciones;
- Por su parte, en Holanda, BE Semiconductor Industries (BSI) sólo recibió un 40 por 100 de votos a favor en su informe de remuneración de consejeros; y
- En el Reino Unido, el 66 por 100 de los accionistas de Melrose Industries votaron en contra del informe anual de remuneración de consejeros, después de que el equipo directivo se embolsara un incentivo a largo plazo con un importe total agregado de más de 211 millones de libras.

Por lo que se refiere a España, las sociedades cotizadas han recibido un apoyo mayoritario tanto al informe de remuneraciones como a las políticas retributivas de consejeros que se han sometido a la aprobación de los accionistas. Únicamente dos sociedades han recibido un porcentaje de votos en contra superior al 25 por 100.¹

¹ CNMV – Resumen de los Informes Anuales de Remuneraciones, octubre 2025.

En cuanto a las razones por las que los accionistas han votado en contra, pueden señalarse las siguientes:

Razones del voto en contra		2025
Importe	Incrementos significativos de la remuneración	✓
	Incremento de los incentivos	✓
Pay-for-performance	Bonus discrecionales excesivos	✓ ✓
	Probre pay for performance vinculado a incentivos relevantes	✓
	Pago de LTI por debajo de la mediana relativa en TSR	✓
	Aplicación de criterios discrecionales	✓
Transparencia	Transparencia poco detallada	✓ ✓
Países	Pensiones altas (Alemania)	✓
	Objetivos ESG (Italia)	✓
	Tratamiento de los leavers (Reino Unido)	✓

En consecuencia, pese al contexto geopolítico, en Europa no ha habido problemas significativos de aprobación de informe sobre remuneraciones ni de políticas de remuneraciones, si bien, del análisis de los comentarios recibidos de los asesores de voto e inversores institucionales, las compañías deben seguir mejorando la información cualitativa que se proporciona en las juntas generales de accionistas.

3. Impacto de la situación geopolítica actual en las métricas ESG

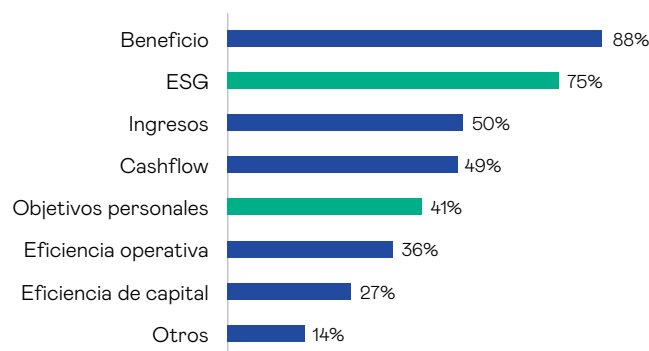
Merece la pena también analizar cuál es el estado actual de las métricas ESG en los incentivos. En los últimos años, hemos asistido a un incremento de la utilización de objetivos ESG tanto en la retribución variable anual como en los incentivos a largo plazo, tanto en Europa como en Estados Unidos.

En el caso particular de Europa, las métricas ESG se han erigido como la segunda métrica más utilizada en la retribución variable, tanto a corto plazo como a largo plazo. Así, de acuerdo con el estudio de Mercer sobre la Remuneración de Consejeros y Directivos en Europa, publicado en octubre de 2025, en el caso de la retribución variable a corto plazo, las métricas ESG están incluidas en el 75 por 100 de los sistemas de retribución variable a corto plazo de las 150 sociedades cotizadas más relevantes a nivel europeo, y dicho porcentaje se incrementa al 82 por 100 cuando se analizan las métricas de los incentivos a largo plazo. De forma gráfica, las métricas utilizadas tienen el siguiente detalle:

→ Bonus anual:

Figura 2. Bonus Anual: Indicadores de desempeño.

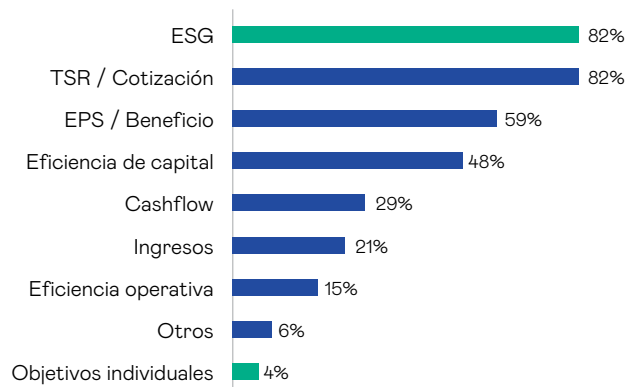
(Prevalencia como % de las organizaciones)



→ Incentivos a largo plazo:

Figura 3. LTIP: Indicadores de desempeño.

(Prevalencia como % de las organizaciones)



En cuanto a la tipología de métricas ESG utilizadas en la retribución variable, las más utilizadas son las relativas a medio ambiente, tanto en la retribución variable a corto plazo como en los incentivos a largo plazo, tal y como se detalla en los siguientes cuadros:

→ Retribución variable a corto plazo:

Figura 4. Incentivos a Largo Plazo: Métricas ESG.

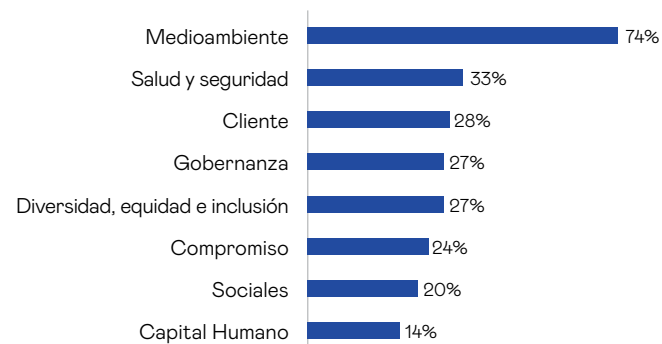
(Prevalencia como % de las organizaciones)



→ Incentivos a largo plazo:

Figura 4. Bonus anuales: Métricas ESG.

(Prevalencia como % de las organizaciones)



Sin embargo, la utilización de métricas ESG al otro lado del Atlántico es muy diferente. En Estados Unidos, la Orden 14173, sobre la finalización de la discriminación ilegal y el restablecimiento de oportunidades basadas en el mérito, firmada por Donald Trump en enero de 2025 dice expresamente lo siguiente:

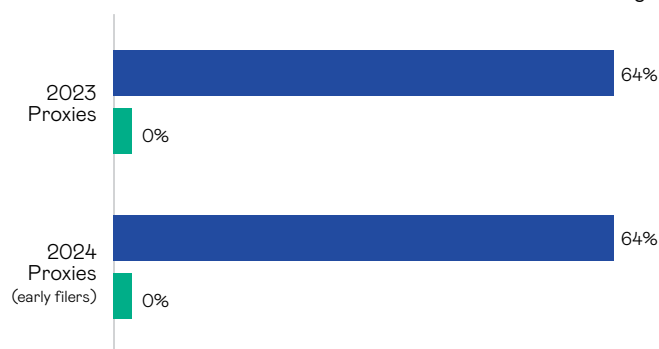
“Las políticas ilegales de DEI y DEIA no sólo violan el texto y el espíritu de nuestras antiguas leyes federales de derechos civiles, sino que también socavan nuestra unidad nacional, ya que niegan, desacreditan y minan los valores estadounidenses tradicionales de trabajo duro, excelencia y logros individuales en favor de un sistema de botón ilegal, corrosivo y pernicioso basado en la identidad. Los trabajadores americanos que merecen una oportunidad de alcanzar el sueño americano no deben ser estigmatizados, degradados ni excluidos de las oportunidades debido a su raza o sexo.”²

² Traducción al español del texto en inglés.

Como consecuencia de la citada Orden, las empresas americanas han modificado el enfoque a sus políticas de diversidad, equidad e inclusión, y por tanto, también las métricas que se incluyen en los incentivos a corto plazo y a largo plazo que implantan, tal y como se desprende del siguiente cuadro:

Figura 5. Métricas ESG en los incentivos del S&P500.

■ ESG en los Incentivos ■ Métricas ESG a añadir el año siguiente



Llama poderosamente la atención que no hay ninguna intención, por parte de las compañías cotizadas en Estados Unidos, de aumentar el peso de los objetivos ESG dentro de sus esquemas de retribución variable. Esta circunstancia marca una diferencia no sólo en lo que a prácticas de compensación se refiere, sino también, y lo que es más importante, respecto al mayor coste al que se enfrentan las empresas europeas, frente a las americanas, para dar cumplimiento a los objetivos marcados en su agenda de sostenibilidad, lo que puede redundar en una menor competitividad de las empresas europeas en el medio plazo.

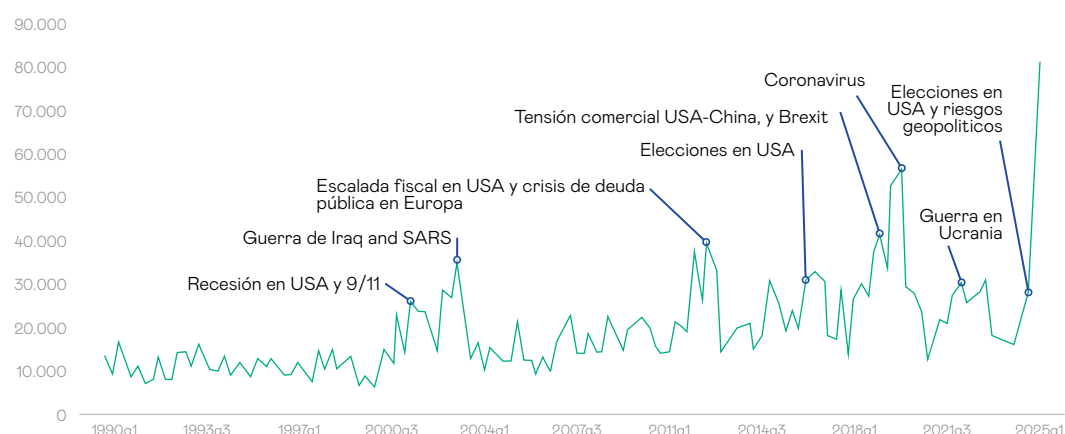
4. Análisis de otros factores que están afectando a los incentivos a largo plazo

4.1 Uso del término "Incertidumbre"

En el contexto actual, tanto desde un punto de vista geopolítico como de disrupción tecnológica, el uso del término incertidumbre se ha extendido a lo largo del globo y este término está siendo utilizado más que en los últimos 25 años, de acuerdo con "World Uncertainty Index"³:

Figura 6. Global Uncertainty Index.

Número relativo de menciones de "Incertidumbre" en los países del estudio.



3 Fuente: Ahir, H, N Bloom, and D Furceri (2022), "World Uncertainty Index", NBER Working Paper.

Cuando la volatilidad se incrementa, inversores y accionistas se plantean nuevas preguntas: ¿Hacia dónde se dirige el capital? ¿Qué modelos de negocio resisten los shocks del mercado? ¿Quién genera valor en este entorno? Y sin duda alguna, estas circunstancias están teniendo un profundo impacto en la forma en la que se diseñan los incentivos a largo plazo. En efecto, cuando la volatilidad ya no es esporádica y se ha convertido en una condición operativa por defecto, ya no caben ajustes reactivos a los planes de incentivos a largo plazo, sino que es necesario un diseño proactivo que sea capaz de adaptarse a las nuevas situaciones, tal y como describimos en el apartado 5 siguiente.

4.2 Cambios en la forma de financiación de las empresas

Además, esta situación de incertidumbre está mutando la forma en la que se financian las empresas. En Estados Unidos, hoy en día, más del doble de empresas están financiadas por capital privado que las que cotizan en bolsa, y el crédito privado se ha convertido en la forma de financiación preferida para estas empresas.

A medida que el conjunto de oportunidades de inversión se ha desplazado de forma decisiva hacia los activos privados, también deben hacerlo las asignaciones de cartera de los inversores.

Hace dos décadas, los mercados privados estaban principalmente concentrados en capital de riesgo en etapas tempranas y en algunas compañías cotizadas que pasaban de nuevo a ser privadas, esto es, un porcentaje relativamente pequeño del capital se dirigía a startups prometedoras o a empresas que necesitaban reestructuración. Era un momento en el que la mayor parte del crédito era intermediado por bancos o a través de bonos respaldados por activos.

Sin embargo, a medida que más empresas optaron por permanecer privadas en lugar de salir a bolsa, los beneficios de este modelo de propiedad se hicieron más evidentes para emprendedores y equipos directivos. Cada vez más, empresas que podrían haber buscado una OPV ahora prefieren no salir a cotizar, y sus accionistas prefieren negociar préstamos como forma de financiación. Y ello, entre otras por las siguientes razones⁴:

- a) Certidumbre de precio: la financiación es negociada entre dos partes, la compañía y el banco, evitando la volatilidad de los mercados de valores.
- b) Ejecución más rápida: los acuerdos de financiación pueden cerrarse con mayor rapidez sin los prolongados procesos inherentes a una OPV.
- c) Liquidez: el capital privado ofrece un camino claro hacia eventos de liquidez parciales o escalonados, frente a la naturaleza “todo o nada” de las OPV.
- d) Protección de activos intangibles: las empresas que van a salir a bolsa deben divulgar información que puede comprometer su posición competitiva.
- e) Enfoque a largo plazo: en lugar de orientar el negocio al cumplimiento de objetivos trimestrales para ganar el favor de los analistas y de accionistas, las empresas no cotizadas pueden centrarse en estrategias de creación de valor a largo plazo, sin la presión de los resultados trimestrales.

⁴ The Rise of Private Markets”. Carlyle (2025).

Como consecuencia de todo lo anterior, las ofertas públicas de valores en Estados Unidos han caído un 75% en los últimos 30 años.

4.3 Cambios en los CEOs

Los cambios que se están produciendo en los CEOs de las grandes compañías están rompiendo el paradigma del conocimiento sectorial, esto es, los consejos de administración ya no buscan sólo directivos con experiencia en el sector de la compañía. En el entorno de volatilidad en el que se están moviendo las organizaciones, cada vez más, los consejos de administración buscan líderes que sean capaces de liderar en la incertidumbre. Resiliencia, adaptabilidad y capacidad demostrada en gestión de crisis son las habilidades más buscadas por los consejos de administración, más allá de la experiencia en un único sector.

Y ello, se demuestra en los últimos cambios de CEOs que han tenido grandes organizaciones: Luca de Meo, de fabricante de automóviles (Renault) a bolsos de Gucci (Kering), Alan Mulally, de aviación (Boeing) a automóviles (Ford), Pablo Isla, de moda (Inditex) a alimentación (Nestlé), etc.

5. El rol de la Comisión de Nombramientos y Retribuciones en momentos de volatilidad

En momentos de máxima incertidumbre como los que estamos viviendo, no es fácil establecer unas pautas que sirvan a los miembros de las comisiones de nombramientos y retribuciones para gestionar la política retributiva en general, y los incentivos a largo plazo en particular,

Sin embargo, sí pueden apuntarse una serie de reflexiones que deben servir a los consejeros en esta situación de incertidumbre:

- a) Análisis ex – ante: ¿Cómo se está considerando la volatilidad en el diseño de los incentivos a corto y a largo plazo?
- b) Análisis ex – post: Si finalmente se produce un evento extraordinario no previsto (shock), ¿cómo deben ser los ejecutivos evaluados en relación con los incentivos a largo plazo?
- c) Discrecionalidad: Si la situación es ajena al control de los directivos, ¿puede el comité de nombramientos y retribuciones aplicar cierto grado de discrecionalidad?

Ante estas preguntas, son varias las herramientas que las comisiones de nombramientos y retribuciones pueden utilizar:

- a) Métricas relativas: de forma que el comportamiento de los distintos objetivos se mide de forma relativa frente un grupo de comparación (peer group). La métrica más utilizada en estos casos es el Retorno Total del Accionista Relativo (Relative TSR).
- b) Métricas dinámicas: tratan de medir el performance de la compañía en relación con el mercado. Por ejemplo, métricas vinculadas al precio de las materias primas, cuota de mercado, etc.
- c) Utilización de períodos de medición más amplios.
- d) Utilización de bandas de fluctuación, de forma que se establezca de antemano el nivel de tolerancia a la fluctuación. Por ejemplo, en el caso de tipos de cambio, que se permita una fluctuación máxima del +- 5 por 100.
- e) Utilización de métricas financieras: por ejemplo, beneficios en lugar de la cotización de la acción.

En cualquier caso, teniendo en cuenta el contexto de incertidumbre actual, es más que probable que las comisiones de nombramientos y retribuciones tengan que enfrentarse a situaciones en las que van a tener que introducir cierto grado de discrecionalidad a efectos de calcular y abonar los incentivos a largo plazo. En este sentido, la discrecionalidad tiene que utilizarse siempre teniendo en cuenta elementos de justicia, responsabilidad y alineamiento con los accionistas. De cara a aplicar discrecionalidad en los incentivos a largo plazo, deben tenerse en cuenta una serie de aspectos clave:

- a) Consistencia: la discrecionalidad no debe proteger a los ejecutivos de las consecuencias de errores operativos o juicios erróneos. Además, se necesita consistencia entre la volatilidad a la baja y al alza (para lo bueno y para lo malo).
- b) *Line of sight*: los ajustes sólo deben introducirse cuando el desempeño esté distorsionado por factores que están fuera del control de los directivos.
- c) Materialidad: esto implica que no deben introducirse ajustes por variaciones menores. La discrecionalidad en el cálculo de los incentivos a largo plazo debe aplicarse sólo en el caso de desviaciones materiales.
- d) Horizonte temporal: igualmente, debe evitarse introducir cualquier elemento de discrecionalidad en relación con fluctuaciones en el mercado a corto plazo y aplicarla sólo cuando esté en juego el desempeño a largo plazo.
- e) Alineamiento con los accionistas: por último, la discrecionalidad en la determinación de los incentivos a largo plazo sólo debería utilizarse cuando genera valor a largo plazo para los accionistas. Si no se genera valor a largo plazo, no puede plantearse.

Sentado lo anterior, merece la pena también hacer una reflexión sobre la tipología de incentivo a largo plazo a implantar por parte de las compañías. Hasta ahora, la alternativa más utilizada por las compañías cotizadas en Europa era la utilización de Performance Shares (PSUs), esto es, entrega diferida de acciones sujeta al cumplimiento de una serie de objetivos. Sin embargo, estamos observando que cada vez más vuelven a utilizarse las Restricted Stock Units (RSUs, entrega diferida de acciones, sin que su entrega esté sujeta al cumplimiento de objetivos, salvo permanencia). Incluso, algunas compañías en el Reino Unido, sí que han extendido el uso de las RSUs también para los CEOs y primeros directivos.

Ahora bien, de cara a considerar esta alternativa, es necesario conocer la posición de los asesores de voto e inversores institucionales. La posición de éstos en relación con la utilización de las RSUs es bastante cautelosa, si bien un reciente análisis de ISS permite pensar cierto grado de apertura a su utilización, siempre que se den las circunstancias apropiadas. A modo de resumen del estudio de ISS, podemos resaltar los siguientes aspectos:

Posición de los Asesores de Voto	Inversores (%)	No Inversores ⁵ (%)
Sí. Las condiciones de desempeño no son necesarias en un programa de incentivos a largo plazo con un horizonte temporal extendido; el valor de las acciones es una medida más simple y mejor siempre que exista un horizonte temporal a largo plazo suficiente.	7%	20%
Sí. Pero sólo para una parte de los incentivos, esto es, los planes deben ofrecer una combinación de incentivos basados en el tiempo y en el desempeño.	38%	45%
Depende. la implantación de incentivos basados en el tiempo con un horizonte temporal extendido puede ser aceptable bien para ciertas industrias o bien en el caso de factores específicos que sean explicados por las empresas.	31%	19%
NO. Los incentivos basados en acciones vinculados a desempeño (performance), bien diseñados, proporcionan información significativa a los accionistas e incentivan un desempeño que tiende a estar mejor alineado con los intereses de los accionistas y el valor a largo plazo de la empresa.	21%	12%
Otros factores o salvaguardas son más relevantes que la tipología de incentivo o el ratio entre solo permanencia o permanencia y performance.	3%	4%

Como se desprende del estudio de ISS, parece que los inversores institucionales estarían considerando que las RSUs puedan utilizarse, siempre en combinación de otros incentivos a largo plazo que sí estén vinculados al cumplimiento de objetivos, entendemos como fórmula para reducir o amortiguar la incertidumbre derivada de la volatilidad, sin que ello perjudique el principio máximo de *Pay for Performance*.

6. Conclusiones

En un entorno de volatilidad sin precedentes y donde la lucha por el talento es más dura que nunca, es necesario contar con comisiones de nombramientos y retribuciones que tengan un espíritu crítico para poder analizar los factores que están afectando a la compensación de consejeros y directivos, así como a los incentivos a largo plazo que se implantan.

Hoy es necesario reforzar la tradicional idea de que siempre tiene que cumplirse el pay for performance para poder liquidar los incentivos a largo plazo si bien el gran reto es cómo medir el desempeño de forma que se refleje correctamente el esfuerzo realizado por los consejeros y directivos, aislando los impactos que son ajenos a su gestión. Y en ese trabajo, la comisión debe ser capaz de establecer criterios objetivos para justificar las decisiones que tome. Muchas veces, y sin duda alguna, un reto nada fácil.

⁵ Incluye compañías cotizadas, asesores de voto de compañías cotizadas, miembros del consejo de compañías cotizadas y otros no inversores.