

Consejeros dominicales minoritarios y buen gobierno corporativo

Sumario

-

La ley de sociedades de capital prevé un mecanismo para empoderar a los socios minoritarios mediante la capacidad de designar consejeros dominicales sin el concurso de la mayoría, es decir, del socio o socios de control. El sistema de representación proporcional (art. 243 LSC) tiene el propósito de dar voz a los socios minoritarios, en línea con las tendencias más innovadoras de gobierno corporativo y activismo accionarial. La presencia de dominicales minoritarios en los consejos presenta cuestiones de interés en nuestro Derecho. Por un lado, el encaje de los consejeros dominicales -sean minoritarios o de control- en el estatuto jurídico de los administradores. Al tratarse de consejeros naturalmente dependientes del socio que los designa, sufren un conflicto de lealtades entre servir a la sociedad o a su dominus. El Derecho de sociedades trata de mitigarlo a través del deber de independencia (art. 228 d) LSC), o de reglas de abstención en conflictos de interés (art. 228 c) LSC). Por otro lado, la doctrina del competidor, consagrada en los artículos 229.1 f) y 224.2 LSC, se aplica solamente a los dominicales minoritarios, y funciona como un blindaje para evitar la entrada de estos dominicales en el consejo sin el consentimiento del socio de control. Al final, el sesgo pro mayoritario, imperante entre nosotros, conduce a un tratamiento asimétrico de los dominicales de control respecto a los dominicales minoritarios y rebaja la calidad del gobierno corporativo.

Abstract

-

The capital companies law allows the appointment of constituency directors to the board without the concurrence of the majority as a mechanism to empower minority shareholders. The proportional representation system (art. 243 LSC) intends to give voice to minority shareholders, in line with the most innovative trends in corporate governance and shareholder activism. The presence of minority directors on the board raises issues of interest for our Law. First, the fitting of directors appointed by minority or controlling shareholders in the legal status of directorship. Because directors are naturally dependent on the shareholder who appoints them, they suffer from a conflict of loyalties between serving the company or their dominus. Company Law tries to mitigate it through the duty of independence (art. 228 d) LSC), or abstention rules for conflicts of interest (art. 228 c) LSC). Second, the competitor doctrine, enshrined in articles 229.1 f) and 224.2 LSC, applies only to minority directors, and works as a shield to prevent these minority directors from entering the board without the consent of the controlling shareholder. Ultimately, the pro-majority bias prevailing among the Spanish doctrine leads to an asymmetric treatment of controlling directors compared to minority directors and lowers the quality of corporate governance.

Title: *Minority directors and good corporate governance*

-

Palabras clave: Consejeros minoritarios, Independencia, Sistema de representación proporcional, Conflicto permanente.

Keywords: *Minority director, Independence, Proportional representation system (cumulative voting), Permanent conflict.*

-

DOI: 10.31009/InDret.2022.i1.11

1.2022

Recepción
12/07/2021

Aceptación
10/01/2022

1. Introducción

2. ¿Por qué hay dominicales en los consejos?

3. El caso de los consejeros dominicales minoritarios en las sociedades cotizadas

3.1. Las limitaciones de los consejeros independientes como supervisores

3.2. ¿Mejoran los dominicales la supervisión de los consejos?

4. El administrador dominical: doble relación de agencia y el contrato relacional

4.1. El conflicto de lealtades del consejero dominical

4.2. Los incentivos para cumplir con el *dominus*

4.3. ¿Es el grado de sujeción del dominical a su *dominus* una función del sistema de nombramiento?

5. ¿A quiénes sirven los dominicales?

5.1. ¿Qué es eso del deber de independencia?

a. La independencia del consejo y el gobierno corporativo internacional

b. La independencia y el gobierno corporativo “a la española”

5.2. Los prejuicios intelectuales sobre independencia y dominicalidad

a. El paradigma dogmático: la negación de la relación dominical como de dependencia

b. El paradigma realista: la aceptación de la relación dominical como de dependencia

5.3. El punto de partida: la negociación Coasiana

5.4. ¿A qué obliga el deber de independencia del art. 228 d) LSC?

5.5. Negociación y lealtad

6. El prejuicio contra el dominical (disidente) y la doctrina del competidor

6.1. El prejuicio de la dependencia (genética)

a. El prejuicio de la dependencia (genética)

b. Sistema de representación proporcional y consejeros independientes

6.2. El prejuicio del conflicto permanente

a. ¿Por qué tenemos el conflicto permanente tipificado entre los deberes fiduciarios de los administradores?

b. Desmontando el conflicto permanente

6.3. El prejuicio de la cohesión del consejo.

6.4. La revocación por la mayoría del dominical conflictuado.

a. La comunicación del conflicto del *dominus* al dominical

b. El peso del expediente del conflicto por cuenta ajena.

c. Abstención versus revocación

7. Conclusiones

8. Bibliografía

-

Este trabajo se publica con una licencia Creative Commons Reconocimiento-
No Comercial 4.0 Internacional 

1. Introducción*

Los consejeros dominicales minoritarios nombrados a través del sistema de representación proporcional (art. 243 LSC) no gozan de buena prensa entre nosotros. Parecen no gustar ni a los tribunales, ni al legislador, ni a la doctrina mayoritaria. Más aún. No solo no caen bien, sino que se reprueban enérgicamente. Para muchos se han convertido en la mayor amenaza que asedia a nuestras sociedades, y una que se debe combatir con todo el arsenal disponible.

En consecuencia, la llamada “doctrina del competidor” se ha ensalzado como el mejor paladín de esta cruzada. Y se ha hecho con un argumentario en gran medida incorrecto, pero efectivo: ¿Cómo podemos tolerar que socios con intereses opuestos a la sociedad -*ergo*, hostiles y nocivos- penetren en el *santa sanctorum* del consejo para destruirla desde dentro? Arriba las defensas, que no entren. Y si lo hacen, que se les eche con cajas destempladas en cuanto pongan un pie dentro.

La experiencia jurisprudencial acumulada desde las sentencias de Acciona/FCC y las siguientes de Iberdrola/ACS evidencia que la doctrina del competidor se ha aplicado como un rodillo en las sociedades cotizadas. Basta decir las palabras mágicas respecto al dominical nombrado a través del sistema de representación proporcional -competidor y conflicto permanente- para que, sin muchos miramientos, se ponga en marcha la maquinaria para excluir y ahuyentar al intruso. Esto no es nuevo, pero va a más. No hay nombramiento de dominical minoritario sin la aquiescencia o tolerancia del socio o socios de control que no se litigue por parte de la sociedad. Y se gane. A la postre, el mensaje ha calado entre los socios significativos: como no tiene visos de prosperar el nombramiento de un dominical a través del sistema de representación proporcional, lo mejor será abstenerse de intentarlo.

Parece que deberíamos felicitarnos, pues ningún otro ordenamiento cuenta con un sistema similar para repeler dominicales minoritarios con intenciones aviesas. O quizás es que, simplemente, nuestro país es el ecosistema natural de los competidores hostiles y por ello están todos aquí. Pero claro, también puede ser que otras jurisdicciones no vean tan inminente el peligro que acecha a sus sociedades, porque lo cierto es que no solo se nombran con regularidad consejeros minoritarios a través de sistemas proporcionales o similares, sino que hasta les parece buena idea¹.

* Maribel Sáez Lacave (maribel.saez@uam.es). Este trabajo ha recibido la financiación del proyecto del Ministerio de Ciencia, Innovación y Universidades, “Gobierno Corporativo: el papel de los socios” (Ref.: PGC2018-097984-B-I00). La autora quiere agradecer los comentarios de los evaluadores anónimos, y el esfuerzo que han tenido que realizar para revisar un texto tan largo. También, y muy especialmente, la valiosa asistencia prestada por Sébastien Fassiaux y el equipo de Indret. Fernando Gómez Pomar ha tenido la enorme paciencia de revisar el trabajo, y comentarlo conmigo en innumerables ocasiones. Este trabajo se ha beneficiado de sus aportaciones. Los errores son solo míos.

¹ GORDON, Jeffery N., “Institutions as Relational Investors: A New Look at Cumulative Voting”, *Columbia Law Review*, 94(1), 1994, pp. 124-192; WELLS, Harwell, “A Long View of Shareholder Power: From the Antebellum Corporation to the Twenty-First Century”, *Florida Law Review*, 67, 2016, p. 1033; BEBCHUK, Lucian A., “The Case for Shareholder Access to the Ballot”, *The Business Lawyer*, 59, 2003, pp. 43-66; BEBCHUK, Lucian A./HIRST, Scott, “Private Ordering and the Proxy Access Debate”, *The Business Lawyer*, 65(2), 2010, pp. 329-360; VENTORUZZO, Marco, “Empowering Shareholders in Directors’ Elections: A Revolution in the Making”, *European Company and Financial Law Review*, 8(2), 2011, pp. 105-144; BELCREDI, Massimo et al., “Board Elections and Shareholder Activism: The Italian Experiment”, en *Boards and Shareholders in European Listed Companies: Facts, Context and Post-Crisis Reforms*, BELCREDI, Massimo/FERRARINI, Guido (eds.), Cambridge University Press, 2013, pp. 378-383.

Cuando pensaba que ya se habían visto los extremos de esta peculiaridad española, la sentencia del Tribunal Supremo del caso Duro Felguera me demuestra que aún se puede ir más lejos. La doctrina del competidor también se aplica -con la misma automaticidad- a las sociedades cerradas, que son sociedades funcionalmente más cercanas a las colectivas que a las cotizadas, con socios fuertes y comprometidos con la empresa común y su gestión². El caso es aún más llamativo porque la entrada del intruso presuntamente competidor en el consejo se ha pactado *ex ante* entre los socios -y hay que pensar que, de buena fe, pues esta se presume-. En otras palabras, la doctrina del competidor desembarca en sociedades en las que los socios tienen la oportunidad -y la aprovechan con mucha frecuencia- de pactar el gobierno de la sociedad con otros socios. Y lo hacen con plena conciencia de sus posiciones e intereses, que en ocasiones son opuestos y contradictorios, incluso con frecuencia con alguno o algunos conocidamente activos en una o más de las ramas de negocio de las propias sociedades. Muy frecuentemente, ese acuerdo con conocimiento de causa de quien es cada uno y dónde está, lo plasman en un acuerdo de socios en el que, como en cualquier otro contrato, diseñan conjuntamente los instrumentos para gobernar su interés conjunto y sus discrepancias y posibles conflictos de interés³. Entre ellos, pueden prever, por ejemplo, que un socio minoritario -Duro Felguera, en el caso de la Sentencia del Tribunal Supremo- tuviera garantizados dos asientos en el consejo a través del sistema de nombramiento proporcional. Todo este equilibrio contractual pactado por los socios, que para más inri se traslada a los estatutos, se deshace como un azucarillo cuando el Tribunal Supremo, contradiciendo la sentencia más atinada de la Audiencia, solventa el litigio entre los socios echando mano de dos doctrinas jurisprudenciales fabricadas en serie (medidas estándar, no adaptadas a una situación ya resuelta voluntariamente por los interesados).

La primera doctrina uniforme que aplica dictamina que los contratos entre los socios, aun siendo unánimes, no son oponibles frente a la sociedad, como si la sociedad tuviera de forma sustantiva “voluntad propia” distinta de la voluntad de sus socios. La segunda es la doctrina del competidor, que legitima a la mayoría a cesar a los dominicales nombrados a través del sistema de representación proporcional -y aquí está la novedad-, a pesar de haberlo pactado de antemano con los demás socios y con conocimiento de quien era el socio que designaba a los dominicales. Como consecuencia, al ignorarse las protecciones pactadas de común acuerdo para invertir en la sociedad, el socio minoritario vende⁴.

² FISCH, Jill E., “Stealth Governance: Shareholder Agreements and Private Ordering”, *Washington University Law Review*, 99, en prensa, 2022, SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3667202> (“Shareholder agreements have their origin in close corporations, small family businesses that are run, in many cases, as *incorporated partnerships* and that are typified by a small number of shareholders who typically have personal relationships and an absence of a market for the corporation’s stock”).

³ La falta de alineamiento de los intereses de los socios es consustancial a sociedades, como las *joint ventures*, las participadas por *venture capital*, y otros acuerdos de colaboración entre empresas. En este tipo de sociedades los conflictos intra-socios son habituales. Justamente por eso universalmente se pactan mecanismos para afrontar y superar esos conflictos (lo cual sugiere que los participantes en el mercado no fían su destino a la aplicación de los deberes fiduciarios: por ejemplo, los acuerdos de no competencia de las *joint ventures* entre competidores directos, v. SANGA, Sarath, “A Theory of Corporate Joint Ventures”, *California Law Review*, 106(5), 2018, pp. 1437-1475. El lema de estos inversores -y el negocio conjunto de estas sociedades- bien podría ser: “no conflict, no interest” (esta frase está atribuida al famoso inversor John Doerr, y extraída de SANGA, Sarath/TALLEY, Eric L., “Don’t Go Chasing Waterfalls: Fiduciary Duties in Venture Capital Backed Startups”, *Research Paper*, 2020, SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3721814>).

⁴ GIMENO RIBES, Miguel, “Consejeros de la minoría, conflicto permanente y pacto omnilateral”, *Revista de Derecho de Sociedades*, 61, 2021, versión electrónica, p.9 (“A mayor abundamiento, desde el punto de vista de sus consecuencias económicas, esta perspectiva puede disuadir *ex ante* a las sociedades, especialmente a las de grandes dimensiones,

La cuestión de los pactos parasociales unánimes ha sido discutida hasta la saciedad por la doctrina. No es cuestión de repetir lo ya dicho y razonado al hilo de la sentencia del Supremo en el caso Duro Felguera⁵. Más allá de consideraciones dogmáticas, que se pueden debatir y argumentar, la consecuencia más sangrante de la sentencia es que el tribunal da cobertura al oportunismo y mala fe del socio demandante para salirse de un pacto que ya no le convenía. En otras palabras, se violenta el principio elemental de *venire contra factum proprium*, al tolerar y dar por buena la actuación en contra de actos propios en perjuicio del otro contratante. Si para algo han de tener instinto y olfato los jueces es para no transigir con la mala fe. En cambio, la doctrina del competidor aplicada en este contexto contractual, al gozar de amplio respaldo doctrinal⁶, no ha sido diana de las críticas. Es lo que, modestamente, intento corregir en este trabajo.

En las siguientes páginas me propongo poner en valor la figura de los dominicales y, en particular, el papel que juegan los dominicales minoritarios en el gobierno de las sociedades, especialmente cuando son disidentes del control. En el punto de mira está el nombramiento de administradores a través del sistema de representación proporcional.

Junto a los dominicales de los socios de control en el órgano de administración de la sociedad, el sistema de representación proporcional busca garantizar la presencia de dominicales elegidos por los socios minoritarios, siempre que consigan agrupar una participación que, aun minoritaria, no sea irrelevante⁷. En la práctica, el sistema de representación proporcional únicamente facilita la entrada a socios que tengan *stake* suficiente en la sociedad -sin necesidad de agruparse o coordinarse con otros socios en el círculo del control- para alcanzar la proporción requerida legalmente. Lo habitual es que los socios con representación minoritaria opten por esta vía de acceso “hostil” o “no consensual” al consejo tras haber requerido -y haberles sido denegada- la

de entrar en acuerdos de colaboración como el analizado en este supuesto. Especialmente interesante resulta, en relación con este último extremo, la perspectiva que dan los hechos en el caso de la sentencia analizada. El socio que designó a los consejeros de la minoría no se opuso al recurso de casación, sino que liquidó su posición en la sociedad. Lo que podía ser mera conjetura se convierte en evidencia anecdótica”).

⁵ RODRÍGUEZ RUIZ DE VILLA, Daniel, “Pactos parasociales omnilaterales y administradores conflictuados: algunos aspectos del caso ‘Duro Felguera’ versus ‘EIA XXI’”, *Almacén de Derecho*, 14-01-2021. El autor revisa la literatura relevante sobre la materia.

⁶ Esta doctrina jurisprudencial ha sido defendida por la literatura española desde sus inicios. Como muestra, v. N. Iráculis Arregui, *Conflictos de interés del socio. Cese del administrador nombrado por accionista competidor*, Madrid (2013); GUERRA MARTIN, Guillermo, “La separación de consejeros dominicales por conflictos de intereses del accionista al que están vinculados”, *Revista de derecho mercantil*, 272, 2009, pp. 621-648; ALONSO LEDESMA, Carmen, “De nuevo sobre la separación nombrados por el sistema de representación proporcional por apreciar la existencia de conflicto de intereses del accionista al que están vinculados (A propósito de la sentencia del Juzgado de lo mercantil núm. 1 de Bilbao de 26 de enero de 2011)”, *Diario La Ley*, 7605, 2011. Su posterior incorporación a la ley de sociedades de capital en el art. 229.1 f) da muestras de su asentamiento y aceptación doctrinal.

⁷ MARTÍNEZ SANZ, Fernando, *La representación proporcional de la minoría en el consejo de administración de la sociedad anónima*, Civitas, Madrid, 1992; ALCOVER GARAU, Guillermo, “La representación proporcional de la minoría en el Consejo de Administración de la SA y el principio mayoritario en el funcionamiento de la Junta General de accionistas”, *Revista de derecho de sociedades*, 2, 1994, pp. 83-100; RONCERO SÁNCHEZ, Antonio, “La cobertura de vacantes en el consejo de administración de una sociedad anónima por el sistema de cooptación y el ejercicio del derecho de administración proporcional”, *Revista de derecho de sociedades*, 31, 2008, pp. 187-202; MARTÍNEZ-GIJÓN MACHUCA, Pablo, “El derecho de representación proporcional en las sociedades de capital. Cuestiones prácticas”, *Revista de derecho de sociedades*, 37, 2011, pp. 47-74.

cooperación de los socios de control para elegir a los dominicales por el sistema de nombramiento mayoritario⁸. Salvo, claro está, que se hubiera acordado en pacto parasocial.

En consecuencia, los socios minoritarios que consiguen entrar en el consejo sin la connivencia del socio de control son, casi por definición, socios disidentes del control. Por eso no es de extrañar la política de confrontación que han desplegado las sociedades frente a los minoritarios que han puesto en marcha el mecanismo de la representación proporcional para acceder a sus consejos, dominados hasta entonces plácidamente por los consejeros -sean formalmente dominicales, ejecutivos o independientes- elegidos por los socios de control. La táctica defensiva por antonomasia frente a los consejeros incómodos es la “doctrina del competidor”, que ha conseguido de facto -con la aquiescencia de los tribunales, la doctrina mayoritaria y el legislador- bloquear o vetar la entrada de los consejeros minoritarios al consejo a través del sistema de representación proporcional.

La clave de bóveda de la “doctrina del competidor” consiste en tratar de convertir a los socios disidentes del control en socios con intereses conflictuados de manera permanente con la sociedad. Por eso, su aplicación e interpretación extensiva, que es la que se viene haciendo, desarticula en la práctica el sistema de representación proporcional, lo deja sin contenido, y lo convierte en una posibilidad legal meramente nominal -como, por otra parte, ya lo era antes de que hubiera socios minoritarios significativos que contestaran el control por esta vía-. A la postre, lo que se viene a decir es que el nombramiento de los consejeros -ejecutivos, dominicales e independientes- es un privilegio del socio de control, que para eso tiene la mayoría, y, a lo que parece, no puede ser limitado o cuestionado. A estos efectos, la doctrina del competidor es un blindaje al control de nuestras sociedades en toda regla.

A mi juicio, es éste un síntoma preocupante de la involución que experimenta nuestro sistema de gobierno corporativo, que parece predicar una cosa -véase la propia regla de la representación proporcional ex art. 243 LSC o las recomendaciones de buen gobierno para facilitar la presencia de dominicales en el consejo- y hacer otra. Máxime cuando el blindaje de las sociedades españolas a los minoritarios incómodos para el control choca de frente con las tendencias internacionales de buen gobierno, que se orientan decididamente a una mayor rendición de cuentas y supervisión del control -no sólo de los ejecutivos, sino también de los socios mayoritarios- a través del empoderamiento de los inversores minoritarios -que pueden ser disconformes y disidentes- para nombrar administradores independientes y dominicales⁹. Es, en definitiva, lo que se conoce como activismo accionarial.

⁸ Con razón, Paula del Val, habla de “nombramiento por la fuerza” (DEL VAL TALENS, Paula, “Los consejeros independientes ante el activismo accionarial”, *Revista de derecho bancario y bursátil*, 136, 2014, p. 260). En el mismo sentido, JUSTE MENCÍA, Javier, “Algunas cuestiones relativas al nombramiento de consejeros mediante el sistema de representación proporcional”, en DÍAZ MORENO, Alberto et al. (dir.), *II Foro de Encuentro de Jueces y Profesores de Derecho Mercantil*, Marcial Pons, Madrid, 2010 p. 14 (“...en la práctica sólo se aplica cuando ya se ha producido un conflicto entre los grupos de accionistas, de forma que el deseo del minoritario no es correspondido por los miembros del grupo de control”).

⁹ Sobre esta tendencia, v. BEBCHUK, Lucian A./HAMDANI, Assaf, “Independent Directors and Controlling Shareholders”, *University of Pennsylvania Law Review*, 165(6), 2017, p. 1297; KASTIEL, Kobi, “Against All Odds: Hedge Fund Activism in Controlled Companies”, *Colombian Business Law Review*, 16, 2016, pp. 117 ss. El caso italiano del “voto di lista” es paradigmático en este sentido, v. FERRARINI, Guido et al., “Corporate Boards in Italy”, in DAVIES, Paul, et al. (eds.), *Corporate Boards in European Law: A Comparative Analysis*, Oxford University Press, 2013, pp. 367, 392; STRAMPELLI, Giovanni, “How to Enhance Directors’ Independence at Controlled Companies”, 44 *Journal of Corporation Law*, 2018, pp. 103 ss; MALBERTI, Corrado/SIRONI, Emiliano, “The Mandatory Representation of Minority

Este trabajo cuenta con dos partes bien diferenciadas. En los siguientes apartados (del 2 al 5) se tratará de indagar en la figura de los consejeros dominicales: su funcionalidad, tanto en las sociedades cerradas como en las cotizadas (apartados 2 y 3), la naturaleza de la relación dominical como una relación de agencia, poniendo el acento en los incentivos que llevan a al dominical a cumplir con el *dominus* (apartado 4), y finalmente el significado del deber de independencia en relación con unos administradores naturalmente dependientes (apartado 5). La última parte del trabajo está dedicada al análisis crítico de la doctrina del competidor, sustentada en los artículos 229. 1 f) y 224. 2 LSC (apartado 6).

2. ¿Por qué hay dominicales en los consejos?

Para empezar, es preciso apuntar la funcionalidad de los dominicales y contextualizar su difusión en la práctica empresarial. Junto a los independientes y, naturalmente, los ejecutivos, nuestro ordenamiento consagra la figura de los consejeros dominicales (art. 529 duodecies 2 LSC). Los consejeros designados por la propiedad son dominicales por el origen, y es justamente ese nexo el que sustenta la relación de dependencia o de representación del socio que lo nombra (art. 529 duodecies 3 LSC en conexión con el art. 231.1 e) LSC). Lejos de ser una anomalía o una excentricidad de nuestra norma, la existencia de este tipo de consejeros es muy común en los consejos de administración en todo el mundo¹⁰. Se trata de un fenómeno habitual en sociedades cerradas a través de los pactos de socios y cada vez más frecuente en las cotizadas, por la presencia creciente de inversores fuertes -generalmente de carácter financiero, como los activistas- que buscan de manera insistente tener voz y presencia en el consejo¹¹.

En esencia, un consejero dominical es un consejero o administrador nombrado para defender las inversiones de un grupo de interés dentro de la sociedad¹². Es decir, además de su representación general como administradores, se ocupan singularmente de los intereses de inversores o de otros

Shareholders on the Board of Directors of Italian Listed Corporations: An Empirical Analysis”, *Bocconi Legal Studies Research Paper No. 18, 2007*, SSRN: <https://ssrn.com/abstract=965398>.

¹⁰ Como botón de muestra, v. BROUGHMAN, Brian/FRIED, Jesse M., “Renegotiation of Cash Flow Rights in the Sale of VC-backed Firms”, *Journal of Financial Economics*, 95, 2010, pp. 386 ss; GELTER, Martin/HELLERINGER, Genevieve, “Lift not the Painted Veil! To Whom are Directors’ Duties Really Owed?”, *University of Illinois Law Review*, 3, 2015, pp. 1069-1118; NILL, Yaron, “Servants of Two Masters? The Feigned Hysteria over Activist-Paid Directors”, *University of Pennsylvania Journal of Business Law*, 18, 2016, p. 555; VEASEY, E. Norman/DI GUGLIELMO, Christine T., “How Many Masters Can a Director Serve? A Look at the Tensions Facing Constituency Directors”, *The Business Lawyer*, 63(3), 2008, 761-775; HINSEY, Joseph, “The Constituency Director”, *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 14-01-2008, <https://corpgov.law.harvard.edu/2008/01/14/the-constituency-director/#more-374/>.

¹¹ v. BEBCHUK, Lucian A. et al., “Dancing with Activists”, *Journal of Financial Economics*, 137, 2020, pp. 1-41, quienes realizan un análisis exhaustivo sobre las motivaciones y las consecuencias de la intervención de los activistas en las sociedades, y los “settlements” entre las sociedades y los activistas para que entren en el consejo. Estos acuerdos, cuyo propósito es evitar el coste reputacional de un *proxy fight*, son bien recibidos por el mercado, con subida del precio de la acción.

¹² Documentan la presencia de dominicales portadores de distintos intereses en la realidad empresarial, SEPE, Simone, “Intruders in the Boardroom: The Case of Constituency Directors”, *Washington University Law Review*, 91, 2013, pp. 335-40. GELTER, Martin/HELLERINGER, Genevieve, “Lift not the Painted Veil! To Whom are Directors’ Duties Really Owed?”, *University of Illinois Law Review*, 3, 2015, pp. 1077-1087. Entre nosotros, PAZ-ARES RODRÍGUEZ, José Cándido, *Identidad y diferencia del consejero dominical*, Colegio de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España, Madrid, 2019, pp. 56-64.

stakeholders de la sociedad en el consejo¹³. Éstos pueden ser socios activos en la gestión directa -el caso del socio de control es el más elocuente- pero también está muy extendido que otros inversores, de carácter financiero o estratégico, entren como dominicales en el consejo.

Los dominicales que nos resultan más familiares, aunque tradicionalmente no se les llamara así, son los administradores nombrados a través del sistema mayoritario por los socios de control para dominar el consejo. El control es, sin duda, el mecanismo más elemental -y más potente- al servicio de los socios para defender su participación dentro de la sociedad frente al riesgo de redistribución o de expropiación¹⁴. Sin embargo, en este trabajo me propongo centrar la atención en unos dominicales en particular: los llamados dominicales minoritarios. Estos se caracterizan por ser nominados por socios significativos, pero no estar alineados con el grupo de control. En esencia se trata de financiadores o socios clave para la sociedad y, por ello, con fuerte capacidad de negociación *ex ante*, debido a que el capital o el negocio que pueden aportar resulta muy valioso. Su hábitat natural son las sociedades cerradas con socios sofisticados (como los inversores de capital-riesgo, o *venture capital*). Aquí los socios son fuertes y activos, y están interesados en participar no sólo en el capital, sino también en la gestión, aunque no sea la del día a día. Como sus intereses no estarán perfectamente alineados, los conflictos entre socios serán frecuentes. De ahí que los socios contraten a través de pactos parasociales el modo de gobernar la sociedad, fundamentalmente la composición del consejo y el sistema de adopción de determinadas decisiones sociales especialmente relevantes¹⁵. Hoy en día es difícil imaginar que estos socios -y no digamos nada si son inversores internacionales- pongan su dinero en una sociedad en la que no tienen una posición de control sin asegurar su papel relevante en el gobierno de la sociedad a través de un pacto parasocial con los demás socios.

De hecho, este tipo de acuerdos está muy extendido en el ámbito de las sociedades cerradas, dado que la falta de cotización en el mercado de capitales hace que la financiación sea un bien muy preciado. Entonces, la capacidad de influencia y las fórmulas para compartir el control entre los socios no se determinan en función de la propiedad de las acciones -que es el esquema legal en la LSC-, sino en función de lo estipulado contractualmente con los otros socios, de ordinario más

¹³ Es bien conocido el caso de los representantes de los trabajadores de las sociedades alemanas, GELTER, Martin/HELLERINGER, Genevieve, “Lift not the Painted Veil! To Whom are Directors’ Duties Really Owed?”, *University of Illinois Law Review*, 3, 2015, pp. 1077-1078.

¹⁴ La literatura financiera sitúa en el control la capacidad de los socios de prefigurar las decisiones dentro de la sociedad a su favor, SHLEIFER, Andrei/VISHNY, Robert W., “Large Shareholders and Corporate Control”, *Journal of Political Economy*, 94(3), 1986, pp. 461-488. Curiosamente, en el caso de Duro Felguera, se trataba de un acuerdo entre un grupo de sociedades y otra sociedad, en la que la matriz del grupo ingresa como socio minoritario. Esencialmente, desde una perspectiva económica, es funcionalmente una filial en la que la matriz, que da acceso al otro socio a las empresas del grupo, no tiene posición de control, sino que ha “atado” el gobierno corporativo y el control conjunto a través de pactos parasociales (que, en este caso, se desataron con facilidad). La lección es clara en nuestro ordenamiento: la protección -también jurídica del grupo- la confiere esencialmente la propiedad, ergo, el control de la matriz sobre la filial (art. 18 LSC).

¹⁵ Para una explicación sobre el gobierno (diferenciado del ordinario) en el sector del *venture capital*, POLLMAN, Elizabeth, “Startup Governance”, *University of Pennsylvania Law Review*, 168, 2019, p. 155. Sobre el papel de la contratación del gobierno en grupos, SÁEZ LACAVE, Maribel/GUTIÉRREZ URTIAGA, María, “Corporate Groups: Corporate Law, Private Contracting and Equal Ownership”, *European Corporate Governance Institute Law Working Paper No. 581/2021*, 2021.

directamente gestores o preexistentes.¹⁶ Es decir, los socios diseñan nuevas fórmulas distintas de las societarias para definir su influencia en la sociedad y prefigurar la toma de decisiones.

El caso quizás mejor estudiado por la literatura especializada es el de los *venture capitalists* (VC). Se trata de fondos especializados en asistir y financiar proyectos que despegan, como es el caso de las *start-ups*. Los fundadores son emprendedores que buscan desarrollar un invento o una idea de negocio, pero les falta el capital, por lo que el gobierno de estas sociedades, que se diseña contractualmente, ha de calibrar los incentivos y las salvaguardas de la “aportación” (no solo al capital social) de cada uno de los socios en la empresa común. Es práctica común que los inversores capitalistas pacten entrar en la sociedad mediante acciones preferentes, cuya preferencia en la liquidación al menos iguale su inversión inicial¹⁷. Tal preferencia garantiza que el VC recuperará su inversión antes de que lo hagan las acciones ordinarias, que son las que están en poder de administradores y fundadores. Este mecanismo contractual está pensado para dar incentivos a los fundadores, que son quienes dirigen la empresa, para esforzarse en el desarrollo del negocio y maximizar el valor de la empresa, pero también crea conflictos entre los socios (en particular, en relación con la decisión de liquidación)¹⁸. El gobierno de tales conflictos se encomienda en la práctica al consejo, y por ello se pacta la representación de los VC en el consejo designando sus consejeros dominicales¹⁹.

Pues bien, lo que importa resaltar a nuestros efectos es la funcionalidad y relevancia de los dominicales minoritarios en el (buen) gobierno de la sociedad. Desde una perspectiva *ex post*, es decir, una vez que ya están en el consejo, estos dominicales reducen las ineficiencias distributivas. Los dominicales minoritarios gozan de una posición de privilegio para observar y supervisar la conducta de los dominicales de control y de los ejecutivos en el consejo, dado que cuentan con los incentivos y en cierta medida con la información precisa para hacerlo (que, por cierto, son los puntos débiles tradicionales de los otros agentes supervisores del control, los consejeros independientes)²⁰. Adicionalmente, su presencia garantiza que se cumplan los acuerdos contractuales alcanzados entre los socios, reduciendo el riesgo de litigación²¹.

Con todo, la importancia funcional de los dominicales es mucho más valiosa si se analiza desde una perspectiva *ex ante*, dado que contribuyen a la eficiencia asignativa del capital, es decir, a la

¹⁶ RAUTERBERG, Gabriel, “The Separation of Voting and Control: The Role of Contract in Corporate Governance”, *University of Michigan Law & Economic Research Paper No. 20-031*, 2020.

¹⁷ KAPLAN, Steven N./STRÖMBERG, Per, “Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts”, *Review of Economic Studies*, 70(2), 2003, p. 288.

¹⁸ Sobre los conflictos entre socios desde una perspectiva jurídica, v. BRATTON, William W., “Venture Capital on the Downside: Preferred Stock and Corporate Control”, *Michigan Law Review*, 100(5), 2002, pp. 891–945; BRATTON, William W./WACHTER, Michael L., “A Theory of Preferred Stock”, *University of Pennsylvania Law Review*, 161, 2012, pp. 1815–1906; FRIED, Jesse M./GANOR, Mira, “Agency Costs of Venture Capitalist Control in Startups”, *New York University Law Review*, 8, 2006, pp. 967–1025.

¹⁹ BROUGHMAN, Brian/FRIED, Jesse M., “Carrots and Sticks: How VCs Induce Entrepreneurial Teams to Sell Startups”, *Cornell Law Review*, 98, 2013, p. 1329; POLLMAN, Elizabeth, “Startup Governance”, *University of Pennsylvania Law Review*, 168, 2019, p. 155.

²⁰ NILI, Yaron/KASTIEL, Kobi, “Captured Boards: The Rise of ‘Super Directors’ and the Case for a Board Suite”, *Wisconsin Law Review*, 19, 2017, p. 19; SHILL, Gregory H., “The Golden Leash and The Fiduciary Duty of Loyalty”, *UCLA Law Review*, 64, 2017, p. 1255.

²¹ BEBCHUK, Lucian A. et al., “Dancing with Activists”, *Journal of Financial Economics*, 137, 2020, pp. 14–17.

financiación de la sociedad. Piénsese que estos inversores o socios clave suelen exigir como condición previa a su entrada en la sociedad tener voz en el consejo. No es una sorpresa, pues, en definitiva, es ahí donde se toman las decisiones que van a afectar al rendimiento o, incluso, el mantenimiento de su inversión en el largo plazo. En otro caso, si no se les garantiza la presencia de sus dominicales en el consejo, acaso no estarán dispuestos a financiar o cooperar en la empresa, reduciendo así la capacidad de la sociedad de acceder a los fondos y a la inversión, o a nuevos negocios y mercados.

Esta situación se agrava cuando el capital escasea, puesto que la falta de acceso a financiación puede ser clave para la viabilidad de las empresas. Por eso, como parece lógico, cuánto mayores sean las necesidades de financiación de las sociedades, más capacidad de influencia en el gobierno de la sociedad exigirán los inversores que no son socios de control. El binomio entre inversión y capacidad de influencia es paradigmático en el caso de los socios de control. A nadie se le ocurre que un socio concentre una parte relevante de su patrimonio en el capital de una sociedad, y adquiera el control, para luego desentenderse de su gestión. Pues el mismo razonamiento es válido para otros inversores y socios minoritarios que anudan su decisión de invertir en la sociedad a la capacidad de influir en la gestión²², de la que, en definitiva, va a depender, la rentabilidad y valor de su inversión.

Pero, ¿por qué los socios clave o vitales demandan la capacidad de nombrar dominicales para acceder a participar en la sociedad? La razón que explica el interés de los inversores en entrar en el consejo reside en el carácter incompleto de los contratos y en el papel crucial de los derechos de control de los socios en la formación del capital²³. Como los inversores son incapaces de redactar un contrato que prevea todas las futuras contingencias, han de anticipar mecanismos de futura adaptación y desarrollo de la relación según vayan cambiando las circunstancias²⁴. En el caso del contrato de sociedad, los socios precisan de mecanismos de gobierno -como es la voz en el consejo- para proteger sus inversiones en la sociedad, porque una vez entregado el capital a la sociedad, jurídicamente pierden el control sobre el destino de los fondos, que pasan a estar bajo el poder de administración y disposición de los órganos sociales y singularmente de los administradores. Dicho con otras palabras, se suele calificar a los socios como *residual claimants* porque soportan el riesgo del fracaso de la empresa social y reciben los beneficios de su éxito. Pero no se debe olvidar que las decisiones sobre sus inversiones, una vez en la “caja común” del patrimonio social, corresponden en exclusiva al órgano de administración, esto es, al consejo. Por eso concierne a los socios en primera persona la acción de los administradores sobre el patrimonio social.

El Derecho de sociedades trata de mitigar los riesgos de mala gestión de los administradores a través de dos mecanismos básicos, aunque limitados e imperfectos: otorgar a los socios derechos de nombramiento y cese de los administradores; e imponer a estos deberes fiduciarios en favor de los socios. Como tales mecanismos societarios de gobierno no protegen perfectamente las inversiones de los socios frente al control, sea el que disfrutan los administradores o los socios

²² SEPE, Simone, “Intruders in the Boardroom: The Case of Constituency Directors”, 91 *Washington University Law Review*, 91, 2013, pp., 312, 315, 337–38 (Argumenta que las empresas con necesidades de financiación se avienen a negociar influencia en el consejo a cambio de financiación).

²³ AGHION, Philippe/HOLDEN, Richard, “Incomplete Contracts and the Theory of the Firm: What Have We Learned over the Past 25 Years?”, *Journal of Economic Perspectives*, 25, 2011, p. 181.

²⁴ IACOBUCCI Edward M./TRIANIS, George C., “Economic and Legal Boundaries of Firms”, *Virginia Law Review*, 93, 2007, p. 515.

mayoritarios, los inversores buscan proteger su inversión por otras vías. Así, los (futuros) socios contratan para superar las imperfecciones y limitaciones que, de facto, acompañan a la aplicación de los mecanismos puramente societarios y buscan nombrar consejeros dominicales para superar las limitaciones de la contratación *ex ante*.

De ahí que sea común que los pactos parasociales de las sociedades cerradas garanticen el acceso al consejo a estos financiadores para participar en las decisiones sobre la gestión del patrimonio social si anticipan que la necesidad de adaptación y renegociación de la relación va a ser frecuente. Si no pudieran hacerlo, es fácil que declinaran invertir en la sociedad.

¿Qué sucede en las sociedades cotizadas? Es un hecho que la financiación en los mercados de capital ha transitado en buena medida de los pequeños inversores a los fondos de inversión y otros inversores institucionales²⁵. Por eso las sociedades cotizadas compiten en el mercado por atraer la inversión de accionistas significativos y otros inversores institucionales. Sucede, no obstante, que estos inversores, liberados de los problemas de coordinación que tradicionalmente imposibilitaban la acción colectiva de los pequeños inversores, tienen más recursos para fiscalizar y participar en el gobierno de la sociedad. Sus decisiones de inversión pasan cada vez más por asegurarse la capacidad de influencia en la sociedad. Y algunos inversores, como es el caso de los fondos activistas, no aspiran a influenciar el gobierno de la sociedad como parte del colectivo de socios, sino como parte del consejo de administración²⁶. Por eso, dadas las restricciones y los problemas de agencia que reducen la supervisión de algunos inversores institucionales, como es el caso de los fondos de inversión, la presencia de fondos activistas con incentivos para comprometerse con la gestión puede ser un elemento que contribuya a mantener o mejorar la supervisión y el buen gobierno corporativo en este contexto.

3. El caso de los consejeros dominicales minoritarios en las sociedades cotizadas

En el apartado anterior hemos presentado la racionalidad detrás de la extendida práctica de nombrar consejeros dominicales minoritarios, poniendo el foco en los pactos parasociales de las sociedades cerradas. El propósito de este apartado es prestar atención a los beneficios que reporta para el gobierno y la supervisión de las sociedades cotizadas la presencia de estos dominicales en los consejos. La literatura más atenta en gobierno corporativo ha puesto en valor el papel del activismo accionarial y la capacidad de los socios significativos -especialmente los fondos activistas- de nombrar dominicales -sea a través del sistema de representación proporcional o cualquier otra fórmula- para reforzar la supervisión y la rendición de cuentas de ejecutivos y socios de control²⁷.

²⁵ GILSON, Ronald J./GORDON, Jeffrey N., "The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights", *Columbia Law Review*, 113, 2013, pp. 863- 928.

²⁶ Uno de los principales objetivos de los *hedge funds* es obtener representación en el consejo, v. BOYSON Nicole/MOORADIAN, Robert, "Corporate Governance and Hedge Fund Activism", *Review of Derivatives Research*, 14, 2011, pp. 169-204; BRAV, Alon et al., "Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance", *The Journal of Finance*, 63, 2008, pp. 1743 y 1745; KLEIN, April/ ZUR, Emanuel, Entrepreneurial Shareholder Activism: Hedge Funds and Other Private Investors, *The Journal of Finance*, 64(1), 2009, pp. 211-214.

²⁷ V. nota 1 y 9.

Con todo, la presencia de estos dominicales suscita dos recelos. El primero se refiere a que nuestro ordenamiento ha encomendado a otros consejeros, los independientes, las tareas de supervisión interna del consejo, precisamente porque no buscan servir a los intereses de un grupo de accionistas, sino beneficiar, a través de su actividad de supervisión de los ejecutivos y los demás *insiders* al control, a la sociedad en su conjunto. El segundo tiene que ver con las sociedades controladas, cuyo gobierno ya está reforzado por la presencia de unos “superconsejeros”²⁸ -los dominicales de control-.

3.1. Las limitaciones de los consejeros independientes como supervisores

En lo que se refiere a los independientes, como sabemos, en la mayoría de las jurisdicciones, la protección de los inversores externos frente a los *insiders* -administradores y socios de control- recae sobre las espaldas de los consejeros independientes. No hay duda de que la entrada de los consejeros independientes representa un avance en la función de supervisión del consejo. No obstante, contar con personas que cumplan con los estándares legales de independencia -ex art. 529-*duodecies*.4 LSC- no es por si solo garantía de que se incremente la vigilancia y la rendición de cuentas de los *insiders*.

Las limitaciones que sufren los consejeros independientes para realizar su función de supervisión son bien conocidas²⁹: (i) *la captura y el sesgo estructural derivado de su sistema de elección* -son los propios “vigilados”, los socios de control, quienes tienen el poder de nombrar y destituir o, al menos, no prorrogar el mandato de sus vigilantes, los independientes-. Como consecuencia, los independientes tendrán tendencia a supervisar de forma insuficiente y a mostrarse relativamente complacientes con aquellos de quienes depende la renovación de su puesto en el consejo. (ii) *Tienen problemas de incentivos para realizar con dedicación y entrega la tarea de supervisión de otros miembros del consejo*. A fin de cuentas, se les coloca en una posición incómoda al exhortarles a contradecir y oponerse a los deseos de personas con las que conviven y se socializan en el consejo. Como les resulta costoso, van a preferir funcionar en modo “control de daños” para, llegado el caso de un conflicto relevante, salvar su reputación, sin desgastarse fiscalizando activa y continuadamente las decisiones sociales. (iii) Los consejeros independientes sufren otras limitaciones que les impiden realizar con eficacia la tarea que tienen encomendada. Singularmente, *restricciones de tiempo y de dedicación, además de dificultades para acceder a la información relevante*.

Pues bien, lo que ahora corresponde subrayar es que los dominicales minoritarios pueden ser unos consejeros muy provechosos para optimizar el resultado de las sociedades en las que participan porque no adolecen de las deficiencias en la efectividad de la supervisión que de ordinario caracterizan a los consejeros independientes.

Los independientes son valiosos para la supervisión, al menos en teoría, por su independencia o falta de vinculación, es decir, por no estar comprometidos o en deuda con quienes deben ser objeto de su supervisión. Pero, paradójicamente, dependen de la información suministrada por los

²⁸ La terminología de los dominicales como “superdirectors” es de NILI, Yaron/KASTIEL, Kobi, “Captured Boards: The Rise of ‘Super Directors’ and the Case for a Board Suite”, *Wisconsin Law Review*, 19, 2017, pp. 31 ss.

²⁹ GUTIÉRREZ URTIAGA, María & SÁEZ LACAVE, Maribel, “Deconstructing Independent Directors”, *Journal of Corporate Law Studies*, 12, 2013, pp. 63 ss.

mercados y por los ejecutivos para realizar sus funciones en el consejo³⁰. En efecto, al participar a tiempo parcial en varios consejos, carecen del tiempo y de los recursos para adquirir y procesar la información, ingente y cada vez más compleja, a la que se enfrentan los consejos hoy en día. Esta circunstancia les coloca en una posición de captura y de déficit de información respecto de aquellos a quienes deben supervisar. Los ejecutivos y los socios de control tienen la capacidad de filtrar la información a su conveniencia: deciden qué cuentan a los independientes y qué callan y, naturalmente, cómo lo cuentan. En otras palabras, los *insiders* manejan la información no pública o no verificable, lo que se conoce como *soft information*, que es vital para tomar decisiones, y tienen capacidad de maniobra para compartirla de manera selectiva con los independientes³¹.

Paradójicamente, una manera de contrarrestar las deficiencias de los independientes es hacerlos más dependientes, o más dominicales, si se prefiere. Y aquí entran en juego los dominicales minoritarios, particularmente aquellos que no están alineados con el grupo de control, que es lo que hemos venido en llamar activismo empresarial. A diferencia de los independientes, estos dominicales son expertos en supervisión -su *stake* justifica que cuenten con fuertes incentivos para dedicarse y maximizar el rendimiento de la sociedad-, pero, sobre todo, y particularmente los fondos activistas, cuentan con el *expertise* y la infraestructura necesaria para recopilar y analizar información de la industria.

3.2. ¿Mejoran los dominicales la supervisión de los consejos?

Las reflexiones anteriores enlazan con la siguiente cuestión que merece un apunte, y que expresa las suspicacias que despiertan estos dominicales en las sociedades controladas, en las que ya existen este tipo de “superconsejeros”. En estas sociedades lo habitual es encontrar en los consejos a consejeros dominicales de control, que también están bien informados y muy motivados. No obstante, los dominicales minoritarios presentan ciertas particularidades que les diferencian de los dominicales de control.

La primera particularidad de estos dominicales es que son supervisores ajenos al control. A diferencia de los socios de control, los inversores minoritarios y, particularmente, los fondos activistas, no tienen operaciones vinculadas u otros negocios con la sociedad, lo que les permite disentir y, eventualmente, confrontar abiertamente con las visiones empresariales de los ejecutivos. En este sentido, su interés en la sociedad puede verse alineado con la maximización de los beneficios públicos de la sociedad, mientras que los socios de control tienen la tentación de maximizar los beneficios privados del control a costa de los beneficios públicos o repartibles de la sociedad.

La segunda característica de los dominicales minoritarios es que poseen buena capacidad informativa (sea acerca de la industria, financiera general, estratégica, etc.). La independencia informacional de los dominicales minoritarios respecto de los ejecutivos les coloca en una posición privilegiada para enjuiciar las deficiencias de estrategia u operativa de los que podría adolecer la gestión, o para sugerir cambios de timón. Su conocimiento específico del sector o industria les

³⁰ Esta cuestión está bien tratada por NILI, Yaron/KASTIEL, Kobi, “Captured Boards: The Rise of ‘Super Directors’ and the Case for a Board Suite”, *Wisconsin Law Review*, 19, 2017, pp. 25-31.

³¹ SHILL, Gregory H., “The Golden Leash and The Fiduciary Duty of Loyalty”, *UCLA Law Review*, 64, 2017, p. 1267. Explica que esta información se incluye en los *board books*, que se hacen circular pocos días antes de la reunión del consejo.

permite afinar el juicio empresarial, y favorecer la negociación y discusión interna del consejo, e incluso son capaces de confrontar las visiones de otros consejeros bien informados, como los ejecutivos o los dominicales de control.

Mención especial merecen los fondos de inversión activistas, que se caracterizan por ser profesionales del *management* en mercados cada vez más complejos. Esto les permite ser eficaces a la hora de procesar y verificar la información no pública aportada por los ejecutivos y capaces de elaborar su propio análisis al respecto. Es decir, cuentan con recursos materiales y humanos para emprender análisis sofisticados de las decisiones operacionales y estratégicas que, aplicados a la información específica de la sociedad, podrían mejorar su rendimiento. Dada la relación fiduciaria de los dominicales con el fondo inversor, los dominicales son menos propensos a captura informacional por parte de los *insiders*, dado que tienen acceso a la información elaborada por el fondo de inversión con anticipación a la reunión del consejo de la sociedad.

La tercera distinción entre ambos dominicales se refiere a su peso en el consejo y su capacidad de influencia en la adopción de decisiones. Un problema grave al que se enfrentan los consejos de las sociedades controladas es que, al estar dominados por los socios de control, corren el riesgo de funcionar como un rodillo al servicio de los *insiders*. En cambio, los dominicales minoritarios no controlan el consejo o, dicho de otra manera, son externos o independientes de la gestión que se viene haciendo en la sociedad. Pero a la vez tienen muchos incentivos -y autoridad por su superioridad informacional- para persuadir y hacer partícipe al resto del consejo de otras perspectivas y maneras de hacer las cosas con el fin de maximizar el valor de la sociedad. Por necesidad, su estrategia se dirige a convencer, porque necesitan el apoyo de otros consejeros, como los independientes, para poder sacar adelante sus propuestas.

Las reflexiones anteriores arrojan dos implicaciones. La primera se refiere a que la incorporación de estos dominicales minoritarios a los consejos podría mejorar la rentabilidad de la sociedad a través de su operativa, pero también -y muy especialmente- intensificar la vigilancia sobre los socios de control, lo que los hace muy valiosos en sociedades con un socio o coalición de control³². Las instancias de expropiación de valor de la sociedad por obra de los socios de control son difíciles de detectar en operaciones empresariales complejas. En muchos casos, los socios de control están acostumbrados a dirigir la sociedad teniendo en cuenta su propio beneficio, lo que significa que gozan de amplio margen de maniobra para seleccionar proyectos u operativas en función de los beneficios privados y no solo -como sería deseable- en función de los beneficios públicos o repartibles entre todos los socios³³. Es fácil que estas transacciones, debido a la asimetría de información, pasen inadvertidas en el escrutinio de los conflictos de interés, que se focalizan en torno a las operaciones vinculadas. Por eso, los dominicales minoritarios están en una posición privilegiada frente al resto de los consejeros para detectar ineficiencias en la estrategia y operativa de la sociedad propuestas por el equipo de gestión -bajo la atenta mirada de los socios de control- y, en su caso, sugerir otras alternativas más rentables para la sociedad en su conjunto.

³² KASTIEL, Kobi, "Against All Odds: Hedge Fund Activism in Controlled Companies", *Colombian Business Law Review*, 16, 2016, p. 153.

³³ GUTIÉRREZ URTIAGA, María & SÁEZ LACAVE, Maribel, "A Contractual Approach to Discipline Self-dealing by Controlling Shareholders", *Journal of Law, Finance and Accounting*, 2(1), 2017, pp. 173-204; DAMMANN, Jens, "Corporate Ostracism: Freezing Out Controlling Shareholders", *Journal of Corporation Law*, 33, 2008, pp. 683-744.

La segunda implicación de la argumentación anterior apunta a que, con esas credenciales de los dominicales minoritarios, no es de extrañar que los socios de control -que en principio dominan con facilidad los consejos- se sientan incomodados por la presencia de dominicales disidentes del control. Me atrevería a decir que ahí reside en buena medida la animosidad que se ha propagado entre nosotros respecto a estos dominicales: pueden cuestionar, acaso hasta poner en jaque, el modelo de sociedad controlada que está muy difundida en nuestros mercados y nuestro sistema societario. Tanto es así que, en nuestra percepción, hasta que no saltan las alarmas por el nombramiento de dominicales a través del sistema de representación proporcional en sociedades cotizadas -en relación con varias operaciones que recuerdan a los cambios subrepticios de control³⁴- no irrumpen en el radar de la práctica y la doctrina societaria españolas la figura de los dominicales minoritarios como portadores de intereses particulares. El sesgo “pro mayoritario” se revela así bien asentado en el acervo societario patrio.

4. El administrador dominical: doble relación de agencia y el contrato relacional

Los consejeros dominicales son una realidad de las sociedades, en España y en otros países. Y una vez conscientes de su presencia, en parte inevitable, nos percatamos de que presenta sus luces y sus sombras. Como se ha advertido, los dominicales funcionan como una herramienta de gobierno sobre las inversiones de grupos de interés que participan en la sociedad -sean socios o no-. En el ámbito de las cotizadas, su capacidad de influencia “informada” parece contribuir a que la sociedad adopte decisiones que maximicen el valor global de la compañía y, en esa medida, aportan valor a la sociedad y a su gobierno corporativo. Pero también tienen su contrapartida: al perseguir intereses particulares de los socios, no siempre su influencia se compadece con el mejor interés de la sociedad. Por eso, la presencia de los dominicales en los consejos suscita interrogantes jurídicos sobre la articulación de su estatus y régimen jurídico difíciles de soslayar.

4.1. El conflicto de lealtades del consejero dominical

La caracterización jurídica de estos consejeros presenta muchos interrogantes. La cuestión que nos asalta e interpela es si es oportuno definir y aprehender en términos jurídicos la entidad de los administradores dominicales que pueblan nuestros consejos. El propósito de este apartado es motivar que el dominical está incurrido en dos relaciones de agencia o fiduciarias y que esta doble vinculación no sólo es fáctica, sino también relevante para el Derecho.

(a) *¿Tiene el dominical un conflicto de lealtades?* La visión más extendida es que el dominical, que es tal por el origen de su nombramiento, no tiene propiamente una relación de dependencia o de representación con el socio que lo nombra. Desde una visión formalista del derecho de sociedades (que se fija únicamente en las normas disociándolas de la realidad de los hechos) se sostiene que, al proclamar la ley la independencia de los administradores, se excluye necesariamente cualquier otra vinculación fiduciaria³⁵. Esta premisa conduce a pensar que los dominicales no son

³⁴ ENRIQUES, Luca/GATTI, Matteo, “Creeping Acquisitions in Europe: Enabling Companies to Be Better Safe than Sorry”, *Journal of Corporate Law Studies*, 15(1), 2015, pp. 55 ss.

³⁵ GARCÍA DE ENTERRÍA, Javier, “La composición del consejo: la función de los consejeros ejecutivos y dominicales”, en RODRÍGUEZ ARTIGAS, Fernando et al. (dir.). *Junta General y Consejo de Administración de la Sociedad cotizada*, II, Aranzadi Thomson Reuters, 2016, p. 948: “Si la posible relación de “representación” queda excluida por la obligación

necesariamente personas dependientes o vinculadas a la persona que los nombró (argumento que se hace difícil de sostener a la luz del nuevo art. 231. 1 e) LSC)³⁶.

Este planteamiento no se puede compartir. Que la relación entre el *dominus* y el dominical no sea jurídica no significa que no exista. Es difícil ignorar la tozuda realidad de que los dominicales se hallan incursos, por definición, en dos relaciones de agencia -o fiduciarias, en el sentido económico del término- superpuestas: una con la sociedad y otra con su *dominus* o socio designante que promueve su nombramiento³⁷. Y ello es así con independencia de que su nombramiento se realice a través del dominio -en virtud del principio mayoritario- por el socio del sistema general de elección de consejeros, el monopolio del sistema electoral, como sucede con el socio de control, o se efectúe a través del sistema de representación proporcional. Justamente en la existencia en la realidad de esta doble relación de agencia reside su especificidad como dominicales. De hecho, sin ella no existirían, pues de otra manera, no se entendería el interés manifiesto de los socios -sea de control, sea otro socio significativo- de apostar una o varias personas de su confianza en torno a la mesa del consejo.

Pues bien, esta doble relación de agencia impacta en la práctica societaria. Por un lado, los consejeros dominicales se hallan en una relación de agencia con el *dominus*, que los nombra con el propósito de ejercer influencia en su favor, esto es, proteger sus inversiones y promover sus intereses en la sociedad. Lo que en términos prácticos supone que son los ojos y los oídos de sus *sponsors* en el consejo, y que entre ellos hay un canal abierto de transmisión de información, en ambas direcciones: fluye tanto la información no pública de la sociedad hacia el *sponsor*, como el análisis estratégico y las preferencias de inversión del *dominus* hacia el dominical. Por otro lado, los dominicales son administradores de la sociedad, y como tales, tienen el cometido de proteger el interés de la sociedad y se hallan sujetos, por su estatuto jurídico -en buena medida, indisponible en Derecho español- a los deberes de los administradores -de todo administrador- consagrados por la LSC.

El caso de los dominicales de control, sea en una sociedad aislada o en un grupo de sociedades, ilustra bien la doble relación de agencia de los dominicales, y nos ayuda a entender que se trata de una realidad difícil de obviar. En efecto, la existencia de esta relación -doble y superpuesta- de agencia encuentra su expresión más paradigmática y expresiva en el caso de los grupos de sociedad, porque con frecuencia se suscita una doble representación (*ergo*, los administradores deben lealtad a dos entidades distintas)³⁸. Los dominicales de la matriz en la filial son a menudo a la vez

impuesta de a todos los consejeros de actuar con absoluta independencia y libertad de criterio, no debería poder trazarse ninguna distinción sobre esta base entre los consejeros dominicales e independientes”).

³⁶ Para parte de la doctrina más reciente, el problema son las implicaciones de considerar al *dominus* persona vinculada. Sobre todo, la obligación del dominical de abstenerse en la deliberación y votación en las decisiones conflictivas ex. art. 228 c) LSC. V. LATORRE CHINER, Nuria, “Las operaciones vinculadas de la sociedad cotizada en la reforma de la Ley de Sociedades de Capital (Ley 5/2021, de 12 de abril)”, *Revista de derecho de sociedades*, 62, 2021, pp. 129 ss; LEÓN SANZ, Francisco José, “Las operaciones con partes vinculadas en la Directiva 2017/828”, *Revista de derecho mercantil*, 312, 2019, pp. 55-56.

³⁷ Entre nosotros -y diría que incluso fuera de nuestras fronteras- es muy reseñable y un referente en la materia el trabajo de PAZ-ARES RODRÍGUEZ, José Cándido, *Identidad y diferencia del consejero dominical*, Colegio de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España, Madrid, 2019. Se trata de un trabajo minucioso, sugerente y muy novedoso al tratar de identificar y sistematizar en nuestro Derecho la “dominicalidad”, cuya racionalización se construye en torno al concepto de mandato natural (v. pp. 55 ss).

³⁸ V. PAZ-ARES RODRÍGUEZ, José Cándido, *Identidad y diferencia del consejero dominical*, Colegio de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España, Madrid, 2019, pp. 59 y 142.

administradores o altos directivos de la sociedad matriz -el *dominus*- y administradores de la subsidiaria. Así, por un lado, comparten información y representan los intereses de la matriz, a quien deben lealtad, en el consejo de la subsidiaria. Y, por otro lado, como administradores de la subsidiaria, están sujetos a promover el interés social de esa sociedad filial y sujetos a deberes de lealtad ante la misma.

Asimismo, esta doble vinculación *de facto* se puede vislumbrar en relación con la sociedad controlada. Los dominicales de control son administradores de la sociedad, nombrados por la regla de la mayoría, y sujetos a la promoción del interés social. Al propio tiempo, tienen el encargo de impulsar los intereses del socio de control que los nombra a través de su *stake* mayoritario y quien también puede removerlos en cualquier momento. ¿Cómo si no, se puede “controlar” la sociedad? El problema aparece porque, como los dominicales y los ejecutivos suelen tener mayoría de votos en el consejo, está en su mano aprobar decisiones de inversión que pueden no coincidir o, incluso, contradecir, llegado el caso, los intereses de la sociedad o del resto de los socios. Así se sustancia, justamente, lo que se entiende por riesgo de expropiación: la extracción de beneficios privados por quien ostenta el control a costa del interés de los socios minoritarios³⁹.

En ocasiones, y en especial cuando el control se comparte entre varios socios, los consejeros dominicales son al propio tiempo administradores o directivos en la sociedad *dominus*. Pero muchas otras veces no, lo que no altera la naturaleza de la relación de agencia entre el dominical y su *sponsor*.

(b) ¿Es la relación dominical relevante para el Derecho? Cómo es fácil imaginar, la constatación de esta doble relación conduce a que los juristas debamos plantearnos e investigar cómo gestionan *de facto* los dominicales sus poderes discrecionales de decisión ante el insoslayable conflicto de lealtades: si lo hacen priorizando el interés del *dominus* o el interés de la sociedad. O, aún peor, si ni siquiera actúan como si existiera un conflicto de lealtades, y se limitan a complacer los deseos del *dominus*. A la postre, la máxima “no olvides quien te nombró y te puede cesar” disciplina -y mucho- la actuación del dominical y las posibles veleidades de subordinar el interés de aquel a quien debe el cargo y en cuyas manos se halla su continuidad⁴⁰.

Desde esta perspectiva, el cálculo de un consejero dominical que actúe racionalmente maximizando su propio interés personal parecería inclinarse con claridad a favor del servicio al socio que lo designa. El fundamento es claro: la estimación del riesgo de perder su puesto en el consejo (y acaso su carrera profesional) si el *dominus* no está satisfecho parece intuitivamente más elevado que la del riesgo de quedar expuesto a las responsabilidades jurídicamente exigibles por infracción de los deberes legales como administrador. Al menos, eso es lo que parece desprenderse del bajo escrutinio del comportamiento de los dominicales de control -que son los más paradigmáticos- en nuestra experiencia jurisprudencial⁴¹.

³⁹ V. nota 50.

⁴⁰ Sin embargo, buena parte de nuestra doctrina se muestra contraria a admitir la relación dominical, como muestra, v. por todos, LATORRE CHINER, Nuria, *El control de las operaciones vinculadas en la sociedad cotizada*, Marcial Pons, Madrid, 2020, p. 167 (“El nombramiento del administrador no puede servir para establecer el apriorismo legal de que el “nombrado” por los socios actúa en representación de ellos...”).

⁴¹ Esto es común a otros ordenamientos de Europa Continental, v. GUTIÉRREZ URTIAGA, María & SÁEZ LACAVE, Maribel, “Strong Shareholders, Weak Outside Investors”, *Journal of Corporate Law Studies*, 18(2), 2018, pp. 289-298.

Además, en último extremo, la falta de efectiva y comprobable reprobación jurídica y la ausencia de desprestigio reputacional en la práctica empresarial, conducen a que el comportamiento -en puridad jurídica- censurable no se perciba necesariamente como tal, y que por ello no sea tan costoso para quien lo comete. Más bien al contrario, acaso nos afanemos por encontrarle justificación y descargo.

Así mirado, no es dudoso que la relación dominical que liga al consejero de esta clase con su *dominus* importa al Derecho, con independencia de que no se garantice su cumplimiento a través de mecanismos jurídicamente exigibles. De hecho, estos mecanismos son en gran medida innecesarios, pues, aunque el servicio al *dominus* no pueda ser constreñido o reclamado por este, ni en forma específica ni por equivalente pecuniario, el consejero dominical, en la bien conocida lógica de los contratos relacionales y los incentivos basados en la reciprocidad, ya cumplirá, por la cuenta que le trae, las expectativas que el *dominus* ha depositado en su consejero dominical (v. *infra* 4.2). Si no lo hace, su futuro es corto y poco halagüeño.

Por tanto, por mucho que tratemos de pasar por alto -desde un discurso jurídico formalista- la relación y vinculación “especial” del dominical y el socio que lo nombra, lo cierto es que son administradores y su voto -influido por su *dominus*- tiene trascendencia en el resultado de las decisiones del órgano de administración y en la conducta de la sociedad.

4.2. Los incentivos para cumplir con el *dominus*

Las reflexiones anteriores nos conducen a la conclusión de que la doble relación de agencia en la que está inmerso el dominical -y el conflicto de lealtades que conlleva- es una palmaria realidad que no podemos desconocer o arrinconar. Al analizar esta doble vinculación, lo de menos, como ya se ha indicado, es que una relación (la del dominical con la sociedad) sea vinculante jurídicamente, sujeta a consecuencias jurídicas en caso de vulneración de las exigencias de conducta que la relación fundamenta y, en cambio, la otra (la del dominical y su *dominus*) esté huérfana de constricción por parte del Derecho. El hecho de que las instrucciones del *dominus* no sean ejecutables a través de mecanismos jurídicos y que el dominical no esté sujeto a deberes legales de lealtad frente al *dominus* es evidente. Sin embargo, salvo en una aproximación puramente formalista, esta constatación no aporta demasiado a la solución real y efectiva del dilema de fondo.

En cambio, sí cabe pensar que puede darse un avance significativo y en la buena dirección reconocer la existencia de hecho de la doble relación (la doble “lealtad”, aunque una no sea jurídicamente tal) y tratar de articularla en nuestro derecho de forma adecuada⁴². Con todo, lo más importante, a mi juicio, es desentrañar los mecanismos que hacen que la relación dominical funcione, porque sólo así podremos idear fórmulas para actuar sobre ellos y disciplinar sus consecuencias más indeseables.

⁴² En nuestra doctrina, destaca en este empeño PAZ-ARES RODRÍGUEZ, José Cándido, *Identidad y diferencia del consejero dominical*, Colegio de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España, Madrid, 2019, que trata de escrutar la idea de representación de intereses en la base de la relación dominical. El alcance de esa representación se argumenta en torno al concepto de mandato natural, poniendo el acento en las instrucciones imperativas y su incompatibilidad con el deber de independencia, v. pp. 109 ss.

El punto de partida ya ha quedado acreditado: la existencia de una doble vinculación fiduciaria nos debe llevar a reconocer lisa y llanamente que, a pesar de que la relación entre el dominical y su *dominus* no cuente con mecanismos jurídicos de cumplimiento o de *enforcement*, está diseñada de manera muy eficaz para que se cumpla lo que el *dominus* desea y espera. Si la relación fiduciaria del dominical con el *dominus* tiene efectos ciertos y verdaderos e impacta en la realidad, la preocupación del derecho debería encaminarse a discernir cómo proceder para que el dominical no sucumba ante los deseos de su *dominus* y para ello no basta proclamar que, con la ley en la mano, no tiene por qué -jurídicamente- hacerlo. Si, aunque no estén obligados en Derecho, los consejeros dominicales se limitan de modo predominante a servir a su *dominus*, no hemos ganado nada.

Es prioritario, por tanto, entender mejor esta relación de agencia entre el socio que propone el nombramiento y su dominical. La perspectiva económica suele ser útil para desentrañar la realidad de los fenómenos económicos -y el que aquí se plantea lo es-. *La relación fiduciaria entre el dominical y su dominus responde esencialmente a lo que los economistas llaman un contrato relacional*⁴³. El contrato relacional permite que el consejero dominical esté alineado con quien le promueve y lo nombra, de tal manera que el contrato se cumple voluntariamente por ambas partes porque funciona la reciprocidad: el *quid pro quo* informal pero poderoso, mueve la conducta de las partes. El contrato relacional, aunque no es un acuerdo de voluntades jurídicamente vinculante en el sentido de los arts. 1254 y siguientes del Código Civil, ni pueda recibir sanción jurídica alguna por los tribunales que induzca el cumplimiento de las conductas, se cumplirá porque en el interés egoísta de las partes está el cumplirlo. Las partes realizan un cálculo interesado coste-beneficio: se contrapesan las ganancias que les reportaría a corto plazo incumplir lo que la otra parte espera, frente a los beneficios a largo plazo que les brindaría cooperar y ajustar la conducta a las expectativas recíprocas. Desde esta óptica, es un típico contrato de auto-cumplimiento o de *self-enforcement*⁴⁴. En otras palabras, aunque la relación fiduciaria con el *dominus* no sea vinculante jurídicamente, es decir, aunque el *dominus* carezca de instrumentos legales, como el cumplimiento forzoso o las acciones de responsabilidad, para conminar a su cumplimiento, ello no libera al consejero dominical de incentivos muy poderosos -más, en la mayoría de los casos, que los jurídicos, pues estos son más azarosos en su puesta en marcha y en su alcance- para cumplir exactamente lo que el *dominus* espera. Es más, lo más frecuente es que el consejero dominical tenga más interés personal en cumplir con su *dominus* que con la sociedad de la que es administrador -acaso coyunturalmente, y mañana puede estar en otra sociedad promovido por el mismo *dominus*-

La razón la encontramos en los *incentivos informales o extrajurídicos* que, como veremos, en ocasiones son mecanismos mucho más poderosos para inducir a cumplir que los instrumentos obligacionales nacidos de relaciones contractuales de mandato al uso, como es el caso de los

⁴³ Los modelos de juegos repetidos permiten a los economistas un marco analítico idóneo de los "contratos relacionales", al tratarse de acuerdos informales y normas no escritas ni formalmente vinculantes de conducta que afectan poderosamente el comportamiento de las sociedades, tanto internamente como en el mercado, GIBBONS, Robert, "An Introduction to Applicable Game Theory", *Journal of Economic Perspectives* 11(1), 1997, pp. 127-49.

⁴⁴ BULL, Clive, "The Existence of Self-Enforcing Relational contracts," *Quarterly Journal of Economics*, 102, 1987, pp. 147-59; BLACK, Bernard/KRAAKMAN, Reinier, "A Self-Enforcing Model of Corporate Law", *Harvard Law Review*, 109, 1996, pp.1911-82. Los autores identifican a los dominicales minoritarios como mecanismos de *self-enforcement* para proteger a los inversores minoritarios en sociedades controladas. Más recientemente, v. LEVIN, Jonathan, "Relational Incentive Contracts", *The American Economic Review*, 93, 2003, p. 835.

deberes de lealtad⁴⁵. El *dominus*, para ejercer como tal, ha de tener poder para actuar sobre el bienestar del dominical, y la manera más elemental de hacerlo se la brinda la capacidad de nombrarle y de separarle a su conveniencia⁴⁶. El dominical entra en la sociedad de la mano del *dominus*, quien le promueve, y a quien debe el puesto. Adicionalmente, el *sponsor* tiene capacidad de recompensarle o de castigarle en función de si ha cooperado o no. Dado que el comportamiento del dominical es observable por el *dominus*, -a fin de cuentas, a pesar de la asimetría de información, se puede comprobar el sentido del voto en las actas del consejo- se facilita la rendición de cuentas. Así se consumará el premio o el castigo, en el bien entendido de que su permanencia en la sociedad, tanto en términos de cese como de renovación, dependerá de lo satisfecho que esté el *dominus* con los servicios prestados.

Estos incentivos son aún más poderosos cuando el dominical tiene una vinculación anterior con el *dominus*, es un empleado o un miembro de la familia. Entonces se refuerza el comportamiento relacional, y amplía la capacidad del *dominus* de compensar su “lealtad” con “premios”, como puestos o ascensos, incluso al margen de la sociedad.

En cualquier caso, lo relevante es que el *sponsor* deposita en el dominical su confianza para que haga valer sus intereses en la sociedad, a sabiendas de que cuenta con los incentivos para cumplir lo que se le ha encomendado y, por consiguiente, para evitar el riesgo de que el agente se aparte de lo que el principal quiere que haga. No es demasiado relevante que el *dominus* no pueda imponer jurídicamente el cumplimiento de las instrucciones si el dominical lo hace voluntariamente por mor de la reciprocidad que sostiene el contrato relacional⁴⁷. Esta es la esencia de la relación materialmente (que no jurídicamente) fiduciaria entre consejero dominical y *dominus*. De hecho, que en nuestro Derecho de sociedades cotizadas haya de reportarse su nombramiento como dominical revela a las claras que se presupone la alineación del consejero con su *sponsor*.

¿Queda desvirtuada la fuerza de los incentivos relacionales del consejero dominical para actuar en interés de su *dominus* en el desempeño del cargo de administrador de la sociedad por el riesgo de incurrir en responsabilidad frente a ésta si vulnera sus deberes fiduciarios en su favor sacrificando el interés social en el altar del interés del *dominus*? Hay varios motivos por los cuales es muy difícil

⁴⁵ WILLIAMSON, Oliver, “Calculativeness, Trust, and Economic Organization”, *The Journal of Law and Economics*, 36(1), 1993, pp. 453-486. Se pone en valor el razonamiento económico como el principal instrumento para definir y delimitar el concepto, un tanto esquivo, de confianza entre partes.

⁴⁶ La caracterización como contrato relacional acentúa la importancia de los incentivos al cumplimiento en relación con la iluminadora calificación como mandato natural que hace PAZ-ARES RODRÍGUEZ, José Cándido, *Identidad y diferencia del consejero dominical*, Colegio de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España, Madrid, 2019, pp. 55 y ss.. En ambos casos, el cumplimiento aparece como no constreñido jurídicamente. El contrato relacional enfatiza que, aun faltando ese ingrediente, existen fuerzas poderosas -probablemente más que las de raíz jurídica - a que el agente cumpla voluntariamente lo que el principal espera de él, pues de lo contrario la relación se cortará y se desvanecerán los rendimientos futuros para el agente de la preservación de la interacción en lo sucesivo. El contrato relacional es relevante a los ojos del derecho de sociedades porque impacta en la realidad, saca a la luz la fuerza auto-ejecutiva de la relación consejero dominical/*dominus* y nos permite conocer e incidir en los incentivos para evitar consecuencias no queridas de un excesivo alineamiento del dominical con su *dominus*.

⁴⁷ Que el contrato relacional sea *self-enforcing*, o auto-ejecutable en virtud de los incentivos, no excluye que en teoría se puedan emplear mecanismos contractuales adicionales para salvaguardar o afianzar el interés del *dominus* frente al dominical. PAZ-ARES RODRÍGUEZ, José Cándido, *Identidad y diferencia del consejero dominical*, Colegio de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España, Madrid, 2019 (pp. 112-121) los considera nulos por ilicitud de su causa. Esta nulidad, con todo, no parece suficiente para desvirtuar la potencia de la cooperación entre consejero dominical y *dominus* basada en los incentivos extrajurídicos de la reciprocidad en relaciones de larga duración.

imaginar esta desvirtuación. Primero, porque la contradicción con los deberes fiduciarios “formales” es difícil de verificar y de probar cumplidamente ante un tribunal. La discrepancia entre el interés particular del *dominus* y el general de la sociedad no es algo que, en la mayoría de los casos, sea sencillo de percibir y, no digamos ya de acreditar. Cual sea el mejor interés conjunto de los socios no es algo evidente, y el contraste con el interés particular del socio -sobre todo si es un socio mayoritario- será arduo de confirmar. Si *ex post* no fuera complicado apreciar el apartamiento del interés social, no observaríamos, en materia de deber de lealtad de los administradores, los mecanismos *ex ante* (abstención, prohibición de voto y de otras conductas) que se hallan en los artículos 228 y 229 LSC. Por otra parte, la observación del funcionamiento de los mecanismos de responsabilidad de administradores en Derecho español, tal vez con la excepción de la responsabilidad concursal y la responsabilidad por no disolución *ex* artículo 367.1 LSC, se pueden caracterizar de simplemente discretas en cuanto a su eficacia disuasoria de conductas de los administradores. Por último, en relación con los dominicales vinculados al socio de control, el riesgo de acciones de responsabilidad es notablemente más reducido, a pesar de la legitimación de la minoría de conformidad con el art. 239 LSC.

Tampoco parece que las restricciones a las “ventajas” que puede ofrecer el *dominus* que puedan derivarse de la prohibición de remuneraciones de terceros *ex* art. 229.1. e) LSC sean necesariamente efectivas. En primer lugar, porque estas restricciones solo son realmente relevantes para los *dominus* minoritarios, no para el *dominus* socio de control, que no necesita activar ventajas externas, sino que puede descansar en la retribución a través de la propia sociedad (por ejemplo, pueden asignarles asientos simultáneos en consejos de otras sociedades del grupo)⁴⁸. En segundo término, porque las ventajas pueden ser diferidas a la conclusión del cargo como administrador en esa concreta sociedad (por ejemplo, pueden darles cargos en la propia empresa tras terminar su mandato en el consejo).

En definitiva, no parece que las constricciones jurídicas a los incentivos de reciprocidad que sostienen el alineamiento de posiciones entre consejero dominical y *dominus* (particularmente, acaso, cuando el *dominus* es el socio de control) estén en condiciones de alterar la predicción del equilibrio de cooperación entre principal y agente en el contrato relacional.

⁴⁸ De hecho, existe evidencia de que los socios de control usan la remuneración para ganar la lealtad de los ejecutivos. KASTIEL, Kobi, “Executive Compensation in Controlled Companies”, *Indiana Law Journal*, 90(1), 2015, pp. 131-174, defiende que los socios de control pueden pagar en exceso a los ejecutivos para alinearlos con ellos y su interés, que no siempre es coincidente con el interés de la sociedad. Esta hipótesis ha sido analizada empíricamente en relación con diversos países con propiedad concentrada. HAMDANI Assaf/YAFEH Yishay, “Institutional Investors as Minority Shareholders”, *Review of Finance*, 17(2), 2013, pp. 691-725. En un estudio con datos de Israel, encuentran que los inversores institucionales suelen oponerse a las propuestas de retribución de los ejecutivos en sociedades controladas, lo que evidencia, según los autores, que la retribución no está bien resuelta y claramente supone una preocupación para los inversores en sociedades controladas. En la misma línea, BARONTINI, Roberto/BOZZI, Stefano, “Board Compensation and Ownership Structure: Empirical Evidence for Italian Listed Companies”, *Journal of Management and Governance*, 15(1), 2011, pp. 59-84, en un estudio con datos de sociedades italianas, concluyen que, para los ejecutivos que reciben mayores retribuciones en su muestra, el exceso de retribución respecto a la media está correlacionado negativamente con el rendimiento futuro de la sociedad. La explicación que ofrecen los autores es que el exceso de retribución sirve para comprar la lealtad de los ejecutivos hacia los socios de control y los lleva a apoyar operaciones que benefician a los socios de control, pero perjudican a los minoritarios y se reflejan en menores rendimientos de la sociedad.

4.3. ¿Es el grado de la sujeción del dominical a su *dominus* una función del sistema de nombramiento?

Una vez aclarado el funcionamiento del contrato relacional en este ámbito, se infiere con claridad que la dinámica del contrato relacional se basa en los incentivos no exigibles jurídicamente. Por eso, se desenvuelve de manera equivalente sean los dominicales minoritarios o de control.

Este razonamiento es clave para articular el alegato de este trabajo. El socio minoritario tiene poder de nombrar y separar a través del cauce del sistema de representación proporcional, al igual que el socio de control a través del sistema de elección mayoritaria. Una visión formalista de la cuestión podría llevar a pensar -erróneamente- que uno es más dominical que el otro. Se diría entonces que en un caso está avalado por el nombramiento colectivo -*ergo*, societario- de la elección por mayoría, mientras que, en el otro, por un nombramiento individual o de parte. O acaso permitir que se entienda que el nombramiento genera un vínculo genético y actúa como correa de transmisión de los conflictos de interés del *dominus* al dominical cuando se trata de un socio minoritario -y entonces, por ello, el dominical está necesariamente contaminado por el interés particular del *dominus*-, pero no cuando el socio es de control, ya que entonces la contaminación sería dudosa, o inexistente, dado el nombramiento mayoritario -detrás del cual se esconde, cuando hay un socio de control, la designación de éste-. En relación con estas ideas aun es más cuestionable la frecuentemente alegada la “mayorización de la minoría” cuando se receta la abstención del socio o su dominical en situaciones de conflicto de interés, y coincide que el socio conflictuado es un socio de control (v. infra 5.1)⁴⁹.

Conceptualmente, de manera más o menos capciosa, se ha instado entre nosotros un doble rasero. El hecho de que el socio de control esté avalado o legitimado por la regla de mayoría no hace que su dominical sea menos afín a los intereses de su *dominus* (que naturalmente, tiene el poder de removerlo a través de su control de la junta, como bien saben los dominicales). Tampoco que su verdadero *sponsor*, el socio de control, por el mero hecho de ser mayoritario, esté naturalmente alineado con el interés social, esto es, con la maximización del valor global de la sociedad. La experiencia evidencia que, más bien al contrario, tradicionalmente la capacidad del socio de control de manejar los resortes sociales a su conveniencia -como el sistema de elección-, le ha proporcionado una cobertura “institucional” de neutralidad para extraer de beneficios privados a costa de los socios externos⁵⁰. Estas cuestiones se atenderán con detenimiento en la segunda parte de este trabajo.

⁴⁹ IRÁCULIS ARREGUI, Nerea, Conflictos de interés del socio. Cese del administrador nombrado por accionista competidor, Marcial Pons, Madrid, 2013, pp. 160 ss.

⁵⁰ El término *tunneling*, que evoca la imagen del vaciamiento del patrimonio social desde dentro por parte de los socios de control, ha encontrado fortuna en la literatura internacional a partir del trabajo de JOHNSON, Simon et al., “Tunneling”, *American Economic Review*, 90(2), 2000, p. 22-27. La literatura sobre la materia es extensísima. Para una muestra, ATANASOV, Vladimir et al., “Law and Tunneling”, *The Journal of Corporation Law*, 37, 2011; DJANKOV, Simeon et al., “The Law and Economics of Self-Dealing”, *Journal of Financial Economics*, 88, 2008, p. 430. En relación con la literatura empírica, v. BARCLAY, Michael J./HOLDERNESS, Clifford G., “Private Benefits from Control of Public Corporations”, *Journal of Financial Economics*, 25, 1989, p. 371; DYCK, Alexander/ZINGALES, Luigi, “Private Benefits of Control: An International Comparison”, *Journal of Finance*, 59, 2004, p. 537.

5. ¿A quiénes sirven los dominicales?

En el plano normativo, el escollo que encontramos es cómo articular la relación de agencia nacida del contrato relacional con las exigencias de independencia y de lealtad a la sociedad que resultan de la caracterización jurídica de la relación fiduciaria del administrador con la sociedad. Parecería que servir a dos señores -la sociedad y el *dominus*- colocan al dominical en una situación imposible de satisfacer: o bien cumple con uno, o lo hace con el otro.

Para solucionar este dilema -al menos en el plano retórico- el sistema jurídico podría prohibir la propia existencia de relación de agencia entre *dominus* y dominical, o penalizar el nombramiento de dominicales. Sin embargo, la realidad es tozuda. Se antoja difícil ignorar que la presencia de los dominicales en los consejos es habitual y además cumple funciones deseables.

También se podría apostar por la senda opuesta, y favorecer la presencia de dominicales rebajando sus deberes de lealtad frente a la sociedad (o su *enforcement*), o las cautelas *ex ante* en caso de conflicto, pero de nuevo, el pulso empírico de la realidad avisa de que los conflictos de interés del *dominus* con la sociedad son frecuentes y destruyen valor social. Las soluciones extremas o de “esquina” -conservar una relación de agencia a costa de la otra- no resultan satisfactorias en tanto que el sistema legal busca funcionalmente afectar la realidad, y no solamente complacer el discurso retórico.

Conviene por ello repensar y reconsidera de manera unitaria la figura de los dominicales en nuestro derecho. En términos generales podríamos convenir en que el Derecho de sociedades tiene el cometido de facilitar la actuación eficiente de los dominicales en los consejos -en la medida en que la representación de los intereses de los socios contribuye a maximizar el valor de la sociedad-, a la par de trabar u obstaculizar las conductas ineficientes -en atención al riesgo de conflicto de interés entre socio *dominus* y sociedad y al de expropiación por parte del socio de control-. La dificultad -como con todo- viene a la hora de concretar y delimitar el cuándo y el cómo.

5.1. ¿Qué es el deber de independencia?

La reforma del derecho societario de 2014 -la ley 31/2014- introduce el deber de independencia de los administradores en el art. 228 d) LSC. Curiosamente, la independencia o imparcialidad no ha sido tradicionalmente un elemento central del análisis jurídico del cargo de administrador de las sociedades de capital. Simplemente, se daba por sentado. La visión imperante era que el administrador, por el hecho de su nombramiento, se comporta con imparcialidad y libertad de criterio⁵¹. Debía parecer un asunto trivial y anodino, porque basta abrir cualquier libro especializado en administradores para comprobar que la atención se fijaba en otras cuestiones que tenían más enjundia para el jurista, como los requisitos para ser nombrado administrador -que en ningún caso se referían a la independencia- o la duración del cargo⁵². Mi conjetura es que la consagración legal del deber de independencia entre los deberes de lealtad de los administradores

⁵¹ SALELLES CLIMENT, José Ramón, *El funcionamiento del consejo de administración*, Civitas, Madrid, 1995, se refiere al principio de independencia de la posición jurídica de los miembros del consejo (p. 185). Ahondando en este presupuesto, p. 123.

⁵² Como muestra, v. SÁNCHEZ CALERO, Fernando, *Los administradores en las sociedades de capital*, Civitas, Madrid, 2007.

no va a cambiar en el fondo esta inercia⁵³. Pero, si el deber de independencia no ha sido una preocupación en nuestro derecho, ¿de dónde procede?

a. *La independencia del consejo y el gobierno corporativo internacional*

La independencia de los administradores se pone en el centro del debate -no ya en el contexto nacional, sino en el internacional- cuando el funcionamiento del consejo de administración (naturalmente, de las sociedades cotizadas) se mira a través de las lentes más empíricas del análisis económico y del gobierno corporativo. La preocupación de fondo que late es la de que los consejos de administración puedan no estar bien diseñados para maximizar con sus decisiones el valor de la sociedad. La mirada se pone entonces en los conflictos de interés de los administradores -que hasta el momento habían pasado desapercibidos para el Derecho, justamente porque se les presumía independientes y desinteresados- y en su repercusión en el sistema de adopción de decisiones. *El objetivo es que el consejo desempeñe una función de supervisión, y que la composición del consejo pase de estar formado por insiders a estar integrado por consejeros independientes del control.* La necesidad de aumentar la supervisión interna del control societario, sea de los ejecutivos -en las sociedades de capital disperso- o de los socios de control -en las sociedades de capital concentrado-, hacía preciso incorporar a los consejos a personas sin vínculos con los ejecutivos o los socios de control, capaces por ello de supervisar y vetar las decisiones sociales ineficientes -que no maximicen el valor de la sociedad-, especialmente en situaciones de conflicto de interés.

La discusión internacional del gobierno corporativo sobre la independencia tiene dos vertientes o dimensiones que deben separarse -y que frecuentemente se confunden-: la cuestión del interés personal -el administrador interesado- y la cuestión de la parcialidad -el administrador capturado o influenciado-. Es conveniente por ello advertir que el desinterés del administrador en relación con un asunto no implica necesariamente que sea autónomo e imparcial⁵⁴.

La vertiente del interés pone el acento en que los administradores tienen intereses propios y particulares, que no siempre están en línea con los intereses de los socios. El problema estriba en que si los administradores priorizan sus intereses a la hora de tomar decisiones sociales sobre el objetivo de maximizar el valor global de la sociedad -que se supone es el interés de sus principales-, se corre el riesgo de que se adopten decisiones que destruyan valor social. Estos intereses de los administradores se han estudiado en profundidad y, más allá de la extracción de beneficios

⁵³ Esto no significa que carezca de impacto, sino que tradicionalmente se ha venido afirmando la independencia de los consejeros *per se* a pesar de ser dominicales, y no me parece observar que esta percepción de fondo vaya a cambiar. Pero sin duda, muchas personas siguen e internalizan normas y estándares, a pesar de que contradigan sus intereses particulares y tengan un *enforcement* bajo COOTER, Robert/EISENBERG, Melvin A., "Fairness, Character, and Efficiency in Firms", *University of Pennsylvania Law Review*, 149, 2001, p. 1723. Este comportamiento hacia el respeto a las normas también lo tienen muchos consejeros que quieren hacer lo correcto. ROCK, Edward B., "Saints and Sinners: How Does Delaware Corporate Law Work?", *UCLA Law Review*, 44, 1997, p. 1009.

⁵⁴ El caso paradigmático es el de los dominicales. Por eso me parece criticable que algunos ordenamientos opten por que sean administradores "desinteresados" en vez de "independientes" quienes toman las decisiones en caso de conflicto de interés, v. ENRIQUES, Luca et al., "Related party transactions", en KRAAKMAN, Reinier et al., *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, Oxford University Press, 2017, pp. 153 ss. Cuando hay un bloque de control, que se impida votar al dominical conflictuado tiene escaso impacto si se permite votar a los demás socios no conflictuados, ergo, desinteresados, pero que forman parte del grupo de control (hoy por ti, mañana por mí): GUTIÉRREZ URTIAGA, María & SÁEZ LACAVE, Maribel, "Strong Shareholders, Weak Outside Investors", *Journal of Corporate Law Studies*, 18(2), 2018, p. 307.

privados pecuniarios -que es dónde pone el ojo el jurista, y que es un riesgo más cercano a los socios de control que a los administradores, salvo en materia de remuneración-, tienen que ver sobre todo con su deseo de evitarse preocupaciones y llevar una vida tranquila⁵⁵, con las limitaciones para diversificar su capital humano, con el exceso de confianza o con la miopía del cortoplacismo que les lleva a buscar éxitos empresariales en el corto plazo a costa de beneficios en el largo plazo⁵⁶. Buena parte de los estudios de gobierno corporativo se han concentrado en diseñar mecanismos legales -principalmente deberes fiduciarios y medidas profilácticas *ex ante*- o extralegales -basadas, por ejemplo, en incentivos, como los ligados a la retribución, o en la supervisión del mercado- capaces de alinear los intereses de los administradores con los intereses de los socios⁵⁷.

La vertiente de la parcialidad pone el foco en la vinculación. Lo trascendental no son los intereses particulares de los administradores -el conflicto de intereses-, sino la objetividad y autonomía de criterio, es decir, la capacidad de influencia que personas interesadas pueden ejercer sobre ellos - el conflicto de deberes-. El propósito es que el estándar de independencia no sea sólo formal o cosmético -la ausencia de vínculos o de lazos familiares o empresariales del administrador con los *insiders* de las sociedades, los ejecutivos o los socios de control- sino que trascienda a domeñar los incentivos que impulsan al administrador a alinearse con el control y el riesgo de captura que ello supone⁵⁸. La aspiración de que los consejos sean funcionalmente supervisores del control ha llevado a que, en algunos mercados de valores, particularmente en los Estados Unidos, se recomiende que el consejo de administración esté compuesto en su mayoría por consejeros independientes (lo que se llama el *independent board*)⁵⁹.

b. *La independencia y el gobierno corporativo “a la española”*

Así pues, la cuestión de la independencia en su doble vertiente ha sido una de las líneas rectoras que se han explorado en el terreno internacional para mejorar el gobierno de las sociedades. Con todo, el debate internacional sobre gobierno corporativo ha sido y es, en buena medida, ajeno a

⁵⁵ BERTRAND, Marianne/MULLAINATHAN, Sendhil, “Corporate Governance and Executive Compensation: Evidence from Takeover Legislation”, *Princeton University*, 1999; BERTRAND, Marianne/MULLAINATHAN, Sendhil, “Enjoying the quiet life? Corporate governance and managerial preferences”, *Journal of Political Economy*, 111(5), 2003, pp. 1043-1075, explican como los administradores son propensos a seguir la inercia cuando toman decisiones difíciles para sustraerse de los costes que conllevan. En consecuencia, intentarán esquivar reducciones de costes, cambios de proveedores, rebajas salariales, seguimiento y supervisión de subordinados, etc.

⁵⁶ GERVAIS, Simon et al., “The Positive Role of Overconfidence and Optimism in Investment Policy”, *University of Pennsylvania*, 2002; MALMENDIER, Ulrike/TATE, Geoffrey, “CEO Overconfidence and Corporate Investment”, *The Journal of Finance*, 60(6), 2005, pp. 2661-2700.

⁵⁷ BECHT, Marco et al., “Corporate Governance and Control”, en *Handbook of the Economics of Finance*, CONSTANTINIDES, George M. et al. (eds.), Elsevier Science, 2003, pp. 1-109.

⁵⁸ RODRIGUES, Usha, “The Fetishization of Independence”, *The Journal of Corporation Law*, 33(2), 2008, pp. 464-484; LIN, Da, “Beyond Beholden”, *The Journal of Corporation Law*, 44(3), 2019, pp. 521-525; VELASCO, Julian, “Structural Bias and the Need for Substantive Review”, *Washington University Law Quarterly*, 82, 2004, p. 821.

⁵⁹ N.Y.S.E. Listed Company Manual, §§ 303A.01, 303A.04 (2009), 303A.05 (2103), 303A.06 (2009); NASDAQ Stock Mkt. LLC Rules §§ 5605(b)(1), 5605(c)(2), 5605(d)(2), 5605(e) (2019). NILI, Yaron/KASTIEL, Kobi, “The Corporate Governance Gap”, *Yale Law Journal* (en prensa), 131, 2021, SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3824857> (reportan que “within the S&P 1500, the percentage of independent directors has increased from 62% in 2000 to a peak of 86% in 2019”). Esta tendencia de crecimiento ha sido muy marcada, parte de un 20% en 1950 (GORDON, Jeffrey N., “The Rise of Independent Directors in the United States, 1950-2005: Of Shareholder Value and Stock Market Prices”, *Stanford Law Review*, 59, 2007, p. 1465).

nuestras verdaderas preocupaciones. La materia de la independencia de los administradores no es una excepción a este juicio pesimista.

Ha sido frecuente en España lo que he venido en llamar el gobierno corporativo “a la española”. Se adapta el vocabulario o la nomenclatura, y puede que incluso parte de la perspectiva, pero no se revisa ni se reemplaza el análisis de fondo que sigue supeditado y constreñido por la visión dogmática de la sociedad y la hermenéutica tradicional. Se obedece, acaso sin plena conciencia, al lema lampedusiano de que todo cambie para que todo siga igual. Como resultado, el alcance real del gobierno corporativo para aumentar la supervisión del control, queda matizado y desdibujado cuando se pasa por el filtro del sesgo pro mayoritario afincado entre nosotros. Esta dinámica también la podemos observar en relación con la independencia de los administradores. La aproximación de nuestra doctrina a la independencia se ha propiciado en relación con dos debates distintos: la naturaleza de los consejeros independientes, por un lado, y de los consejeros dominicales, por el otro.

(i) *El debate de la independencia de los consejeros independientes.* La primera discusión se suscita al hilo del *status* de los consejeros independientes. La doctrina recibió con escepticismo e incluso desdén esta nueva categoría de consejeros importada de Estados Unidos⁶⁰. En buena medida porque se consideraban superfluos y prescindibles en nuestro sistema de propiedad concentrada. Nada aportaban a los consejos en los que la independencia es consustancial a la naturaleza del cargo de administrador. Además, la presencia de dominicales de control ya procura la supervisión de los ejecutivos y sus dichos costes de agencia. Esta perspectiva, no insólita en otros países de nuestro entorno, condujo a que adoptáramos y diéramos por buenas dos líneas de actuación en relación con los independientes.

La primera nos llevó a abrazar un standard de independencia o de ausencia de vínculo meramente formal -los criterios objetivos de independencia *ex art. 529-duodecies. 4 LSC*- insuficiente a todas luces para asegurar la independencia verdadera o de fondo de los consejeros respecto de los socios de control que les proponen y nombran, pero suficientes para cumplir externamente con los estándares de buen gobierno y no repeler así la inversión internacional.

La otra línea de actuación tiene el propósito de vestir como independientes a dominicales para observar más cómodamente las recomendaciones cada vez más exigentes de buen gobierno, según iba aumentando el número de independientes requeridos en los consejos y en las comisiones (recomendaciones nº 17, 20 y 22 del Código de Buen Gobierno). Se trataría, en definitiva, de rebajar el estándar de ausencia de vinculación previsto para los consejeros independientes a mero desinterés formal del dominical minoritario (entendiendo como tal al accionista cuya participación no exceda el umbral del 10%) para que puedan cumplir las funciones que están reservadas por la ley a los independientes⁶¹.

Ya se ha advertido que en la experiencia comparada está bien acreditada la capacidad de supervisión de estos dominicales minoritarios en sociedades de capital disperso, por ser externos

⁶⁰ MARCOS, FRANCISCO/SÁNCHEZ GRAELLS, ALBERT, “Necesidad y sentido de los consejeros independientes. Dificultades para el trasplante al derecho de las sociedades cotizadas españolas”, *Revista de derecho mercantil*, 268, 2008, pp. 499-568.

⁶¹ Explica bien la cuestión, PAZ-ARES RODRÍGUEZ, JOSÉ CÁNDIDO, *Identidad y diferencia del consejero dominical*, Colegio de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España, Madrid, 2019, pp. 203 ss.

y disidentes del control⁶². Este es justamente el papel que están desempeñando los activistas, particularmente los *hedge funds*⁶³. Nótese, no obstante, que por ser excelentes supervisores y no tener vínculos con el control no se les considera por ello formalmente independientes, sino lo que son en verdad, dominicales (*constituency directors*)⁶⁴.

En cambio, en jurisdicciones con sociedades controladas, estos dominicales minoritarios suelen presentar otra fisonomía⁶⁵. Particularmente en las jurisdicciones, como la nuestra, en la que son frecuentes las alianzas y grupos de control -aun de carácter informal- entre socios significativos, estos dominicales minoritarios, elegidos con la connivencia del socio de control, despiertan fundados recelos por su cercanía al control y el riesgo de captura por el bloque controlante. Por eso, nada hace suponer que en términos generales vayan a comportarse como dedicados y eficientes supervisores, por muy loable que sea la actuación particular en casos individuales.

Abona este recelo la desconfianza que suscitan entre nosotros los consejeros minoritarios nombrados a través del sistema de representación proporcional, que se caracterizan por resultar incómodos para el control, tanto por su alta capacidad fiscalizadora como por no depender de los accionistas mayoritarios para acceder al consejo. A lo que hay que añadir el rechazo de los tribunales -con el beneplácito de la doctrina- a que se puedan nombrar consejeros independientes a través del sistema de representación proporcional, en cuyo caso la falta de vinculación del administrador con el control estaría acreditada⁶⁶.

Todas estas razones avalan la impresión de que la motivación detrás de esta medida no sea tanto reforzar la supervisión incorporando al consejo consejeros dominicales “vigilantes”, como dar la apariencia de que lo hacen sin por ello resultar incómodos al control. A pesar de todo, la presencia de estos mini-dominicales concita muchas simpatías, algunas bienintencionadas⁶⁷.

⁶² NILI, Yaron/KASTIEL, Kobi, “Captured Boards: The Rise of ‘Super Directors’ and the Case for a Board Suite”, *Wisconsin Law Review*, 19, 2017, p. 36 (“More importantly, the activist is truly independent of the current board and management. They are free agents of sorts, who do not need the good will of their fellow directors or management to retain their seats. As such, they can more easily speak their mind, request information, and confront management and other directors, asserting a position of power within the board room quickly”).

⁶³ V. por todos, el excelente repaso de la literatura EDMANS, Alex/HOLDERNESS, Clifford G., “Blockholders: A Survey of Theory and Evidence”, en HERMALIN Ben/WEISBACH, Mike (eds.), *The Handbook of the Economics of Corporate Governance*, Vol. I., Elsevier, 2017, pp. 541 ss.

⁶⁴ NILI, Yaron/KASTIEL, Kobi, “Captured Boards: The Rise of ‘Super Directors’ and the Case for a Board Suite”, *Wisconsin Law Review*, 19, 2017, pp. 41 ss.

⁶⁵ El modelo tradicional ha sido que estos minoritarios fueran *stakeholders*, como bancos. V. TRÖGER, Tobias, “Germany’s Reluctance to Regulate Related Party Transactions” en ENRIQUES, Luca/TRÖGER, Tobias (eds.), *The Law and Finance of Related Party Transactions*, Cambridge University Press, 2019, pp. 426 ss.

⁶⁶ Así lo acreditan los casos FCC/Acciona, y ACS/Iberdrola: Sentencias de la Audiencia Provincial de Barcelona (Sección 15ª), 522/2005, de 14 diciembre y 22/2012, de 20 enero, de la Audiencia Provincial de Vizcaya (Sección 4ª).

⁶⁷ También llamados microdominicales, v. DAVIS POLK & WARDWELL, GEORGESON, URÍA MENÉNDEZ, *Estudio relativo a los microdominicales. Aportando una visión jurídica y de mercado*, 2018, o minidominicales, v. CONTHE, Manuel, “Reflexiones dominicales”, *Expansión*, 7-10-2014. Por su parte, PAZ-ARES RODRÍGUEZ, José Cándido, *Identidad y diferencia del consejero dominical*, Colegio de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España, Madrid, 2019, pp. 208-210 aboga por mantener las categorías de dominical e independiente, pero permitiendo que estos dominicales (y el propio accionista) tengan idoneidad legal para desempeñar papeles hasta ahora reservados a los independientes.

Esta estrategia ha tenido más éxito en otros países de nuestro entorno, también de capital concentrado, que, a diferencia de nuestro ordenamiento, carecían de la categoría de dominicales en el catálogo de los administradores, acogiendo -un tanto tramposamente- a la distinción binaria entre internos o dependientes y externos o independientes, y colocando en el primer grupo a los ejecutivos y en el segundo a los dominicales⁶⁸.

Supongo que debería añadir “hasta ahora”, porque la reciente reforma de las operaciones vinculadas de la Ley 5/2021 puede dejar entrar por la ventana lo que antes salió por la puerta. Me refiero a la confusión entre la figura de los consejeros independientes y dominicales cuyo *stake* no exceda del 10%. En efecto, se presume que estos mini-dominicales son externos al control (no son “significativos”), y por ello, son “funcionalmente” asimilables a los independientes, es decir, capaces de cumplir las funciones reservadas por la ley a los consejeros independientes (composición de comisiones, coordinación de consejeros externos, etc). Es decir, son unos dominicales -por dentro- que sirven como independientes en los consejos -por fuera-. El problema “funcional” de este planteamiento es que implícitamente se infiere que la tenencia de una participación minoritaria dota al consejero dominical de los incentivos necesarios para supervisar, o lo que es lo mismo, para mostrarse críticos y discrepantes con el control, lo cual es mucho suponer en un sistema de propiedad de las sociedades cotizadas como el prevalente entre nosotros (más proclive a la reciprocidad que a la supervisión)⁶⁹. Promover la independencia de las personas que actúan como “independientes” es crucial porque el ordenamiento les encomienda en exclusiva decisiones de supervisión muy sensibles para los socios de control (por ejemplo, decisiones de la comisión de auditoría en relación con operaciones vinculadas). A mi juicio, se ahondaría en la mala dirección si se tratara de interpretar el término “significativo” del art. 529-duodécies. 4 LSC a la luz del nuevo art. 529.vicies.1 LSC (que eleva del 3% al 10% la participación del socio significativo a efectos de las operaciones vinculadas) para que cuenten y se comporten como independientes en el consejo⁷⁰. Como se puede ver, el compromiso con la independencia de los consejeros independientes no parece ser la seña de identidad del análisis doctrinal en España.

⁶⁸ La iniciativa española de identificar a los dominicales como representantes de intereses de socios o *stakeholders* es paradigmática y digna de alabanza porque nos colocaba en la vanguardia del gobierno corporativo europeo. Las reticencias de los países europeos continentales y, particularmente, de Alemania, para señalar a los representantes de los socios de control como dominicales, como recomendaba la Unión Europea, están bien acreditadas en DAVIES, Paul L./HOPT, Klaus J, “Corporate Boards in Europe—Accountability and Convergence”, *The American Journal of Comparative Law*, 61(2), 2013, pp. 301–75. Llama también la atención que se metieran a los representantes de los trabajadores -dominicales de libro- en el saco de los independientes. Entre nosotros se alinea con esta postura, GARCÍA DE ENTERRÍA, Javier, “La composición del consejo: la función de los consejeros ejecutivos y dominicales”, en RODRÍGUEZ ARTIGAS, Fernando et al. (dir.). *Junta General y Consejo de Administración de la Sociedad cotizada*, II, Aranzadi Thomson Reuters, 2016, pp. 946-947.

⁶⁹ Parece que seguimos la estela del Derecho alemán, que considera que una participación por debajo del 10% no es, en ningún caso, de control, y por tanto, se reputa independiente el consejero para nosotros “dominical”. PASCHOS, Nikolaos/GOSLAR, Sebastian, “Unabhängigkeit von Aufsichtsratsmitgliedern nach den neuesten Änderungen des Deutschen Corporate Governance Kodex”, *NZG*, 2012, p. 1363.

⁷⁰ LATORRE CHINER, Nuria, “Las operaciones vinculadas de la sociedad cotizada en la reforma de la Ley de Sociedades de Capital (Ley 5/2021, de 12 de abril)”, *Revista de derecho de sociedades*, 62, 2021, versión electrónica, pp. 7-8; PAZ-ARES RODRÍGUEZ, José Cándido/JORDANO LUNA, Martín, “El perímetro de la vinculación”, *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, 56, 2021, pp. 83-84, (“Aludimos al paso en que fija en el 10 % el umbral de participación relevante para presumir la influencia significativa de un socio... La solución ha madurado como fórmula transaccional entre la alternativa empíricamente infundada del 3 % propia de nuestra legislación histórica (recuérdese que estaba recogida en el viejo art. 529-ter.1 h LSC por referencia al concepto de “participación significativa” de la normativa del mercado de valores: v. art. 23 RD 1362/2007) y la alternativa más realista del 20 % prevista por las NIC”).

(ii) *El debate de la independencia de los consejeros dominicales*. El segundo debate -el de la independencia de los dominicales- tiene otra deriva, que discurre en paralelo con la anterior. Aquí no se trata de promover que los independientes sean efectivamente independientes -por dentro y por fuera-. Más bien toca analizar si se puede o no acompañar la relación dominical o de influencia entre el *dominus* y el consejero dominical -el contrato relacional caracterizado más arriba- con el deber de independencia que se tiene frente a la sociedad, es decir, el deber de imparcialidad y de objetividad de criterio que pesa sobre -todos- los administradores. A primera vista, el punto de partida del análisis debería ser el reproche fiduciario o de deslealtad de los consejeros dominicales: la capacidad de influencia del *dominus* -a través de los incentivos basados en la reciprocidad a largo plazo que sustentan el cumplimiento bilateral del contrato relacional- compromete el deber de independencia (y, por tanto, de lealtad) del dominical frente a la sociedad. Lo que llevaría a poner en cuarentena y recelar de los consejeros dominicales.

Pero no es esta la perspectiva que se ha abierto paso entre nosotros. O, al menos, no del todo. Como pasaba con los independientes, la categoría de consejero dominical no ha tenido en general buena aceptación entre nosotros, ni se ha entendido qué se ganaba con ella⁷¹. La dominicalidad o vinculación del administrador -el contrato relacional, en nuestros términos- se ha visto desdeñada en su importancia por buena parte de la doctrina⁷². La ausencia de vínculo jurídico entre *dominus* y consejero dominical justificaría, en apariencia, esta posición e, incluso si se admite la vinculación en el plano fáctico, esa ausencia permite formalmente desdibujar y relegar el riesgo de dependencia del dominical⁷³. En consecuencia, si formalmente el dominical puede ser neutral frente a las instrucciones de su *dominus*, porque se ignora el poder de los incentivos extrajurídicos que le llevan a cumplir voluntariamente con los deseos y expectativas de este, la independencia y la lealtad del dominical frente a la sociedad permanece incólume, ya que no hay vínculo jurídico que le obligue a satisfacer los deseos del *dominus*. Y si a pesar de no estar obligado jurídicamente a ello, el dominical siguiera las instrucciones del *dominus* y se causara un daño a la sociedad -continúa el argumento-, se expondría a responsabilidad personal por incumplir con los deberes de lealtad inherentes al cargo.

En otras palabras, se viene a decir que la fuerza del contrato relacional -que funda los incentivos efectivos, aunque informales, para que el dominical cumpla el compromiso de influencia y representación del *dominus* en la sociedad- queda postergada en la actuación del administrador por el mero hecho de que la ley proclama para todos los consejeros la obligación de actuar con independencia y libertad de criterio. Según esta línea de pensamiento, los incentivos del contrato

⁷¹ GARCÍA DE ENTERRÍA, Javier, “La composición del consejo: la función de los consejeros ejecutivos y dominicales”, en RODRÍGUEZ ARTIGAS, Fernando et al. (dir.). *Junta General y Consejo de Administración de la Sociedad cotizada*, II, Aranzadi Thomson Reuters, 2016, pp. 945 ss; MATEU DE ROS CEREZO, Rafael, “Consejeros dominicales: calificación, representación, nombramiento y otros problemas jurídicos derivados de su categoría”, en GONZÁLEZ FERNÁNDEZ, María Belén et al. (dir.), *Derecho de sociedades. Cuestiones sobre órganos sociales*, Tirant lo Blanc, 2019, pp. 473 ss.

⁷² LATORRE CHINER, Nuria, *El control de las operaciones vinculadas en la sociedad cotizada*, Marcial Pons, Madrid, 2020, p. 167.

⁷³ DEL VAL TALENS, Paula, “Los consejeros independientes ante el activismo accionarial”, *Revista de derecho bancario y bursátil*, 136, 2014, p. 242 (“... a efectos de la normativa societaria, la relación (fiduciaria) entre el consejero y el grupo accionarial al que representa carece de relevancia”), y las referencias bibliográficas que acompaña. PAZ-ARES RODRÍGUEZ, José Cándido, *Identidad y diferencia del consejero dominical*, Colegio de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España, Madrid, 2019, pp. 30-40 (dice en pp. 30-31, “Jurídicamente -formalmente, si se quiere-, el consejero dominical sólo está sujeto al *mandato colectivo* impartido por el conjunto de los accionistas y, como tal, su obligación es *actuar imparcialmente en el mejor interés de la colectividad de los socios*”).

relacional se desarmen y desvanecen por la mera la ineficacia jurídica de las instrucciones del *dominus* a efectos de la eventual responsabilidad del consejero dominical ante la sociedad y la amenaza de responsabilidad si se incumplen los deberes de lealtad⁷⁴. Que este riesgo de responsabilidad sea elevado en España resulta cuanto menos dudoso, al menos, en relación con los dominicales de control.

No tengo duda de que la representación por parte de los consejeros dominicales de intereses de los socios -que es para lo que cabalmente están y se les nombra; el negacionismo, en este como en otros debates, está fuera de los lindes del análisis- no les incapacita o inhabilita *ab initio* para actuar con lealtad e independencia, como cualquier otro administrador. No obstante, la sospecha que me suscita el análisis anterior es que al proclamarse y ponerse el acento en la supuesta independencia *ex ante* del dominical a toda costa, se rebaje -quizás- la percepción de la amenaza que entraña para la sociedad el contrato relacional con el *dominus* y los poderosos incentivos extrajurídicos a honrarlo. Se da pie, en definitiva, a desconsiderar o atemperar el riesgo de parcialidad del dominical por su vinculación con el *dominus* en situaciones de conflicto de interés, que es, precisamente, allí dónde se debería poner la lupa. Incluso iría más allá. Dadas las estrechas relaciones de intereses entre socios significativos en las sociedades controladas, sería deseable que la supervisión de los conflictos de interés de los socios se confiara a consejeros independientes, excluyendo a los consejeros (dominicales) desinteresados en la operación propiamente dicha, para evitar el juego de la reciprocidad (hoy por ti, mañana por mi)⁷⁵.

Pero no van por ahí los tiros. Más bien al contrario, si la independencia del dominical ya está ganada de entrada y protegida a buen recaudo (es un deber consagrado por la ley), es lógico que las medidas profilácticas conducentes a la abstención⁷⁶ (tanto del *dominus* como del consejero dominical), que son las habitualmente recomendadas para salvaguardar el interés de la sociedad en asuntos en los que el socio esté inmerso en un conflicto de interés, sean percibidas como excesivas e injustas⁷⁷. Y ello, aunque se descuenten y se coloquen en sus justos términos las alegaciones exageradas relativas al coste de la abstención del dominical en casos de conflicto de interés, porque, dicho sea de paso, en nada interfiere la abstención en materias de conflicto de interés con el ejercicio del control por parte de los socios mayoritarios para tomar con toda libertad y legitimidad las decisiones estratégicas sobre la marcha y el negocio de la sociedad y las de gestión de la empresa subyacente⁷⁸. Tengo la impresión de que ya se ha iniciado el descenso por esta

⁷⁴ Lo expresa con claridad EMPARANZA SOBEJANO, Alberto, “El deber de lealtad de los administradores y de evitar situaciones de conflicto”, en EMPARANZA SOBEJANO, Alberto (dir.), *Las nuevas obligaciones de los administradores en el gobierno corporativo de las sociedades de capital*, Marcial Pons, Madrid, 2016, p. 148, “Todo ello no quiere decir que el administrador no pueda recibir instrucciones, recomendaciones o asesoramiento de terceros en el desempeño de su labor profesional. Lo que se trata de subrayar es que la existencia de dichas propuestas, vengán de quien vengán, no exoneran de responsabilidad al administrador...por ser este el único responsable, como administrador, de las consecuencias que sus actuaciones puedan deparar”.

⁷⁵ Este es el modelo italiano, v. BIANCHI, Marcello et al., “Enforcing rules on related party transactions in Italy”, en ENRIQUES, Luca/TRÖGER, Tobias (eds.), *The Law and Finance of Related Party Transactions*, Cambridge University Press, 2019, pp. 477 ss.

⁷⁶ OECD, *Related party transactions and minority shareholders rights* (2012).

⁷⁷ V. nota 79.

⁷⁸ En contra de la abstención del dominical respecto del antiguo del art. 529 ter. 1. h) LSC porque alteran las reglas del poder societario. V. por todos LATORRE CHINER, Nuria, *El control de las operaciones vinculadas en la sociedad cotizada*, Marcial Pons, Madrid, 2020, p.152 (“...el procedimiento basado en la abstención del dominical es ineficiente por completo, porque, cómo es fácil de intuir, impide que el socio de control ejerza su poder de decisión

pendiente resbaladiza para sustituir y minimizar la regla *ex ante* de la abstención en favor de una regla *ex post* de inversión de la carga de la prueba análoga a la prevista en el art. 190.3 LSC, y el art. 231 bis LSC previsto para el supuesto de grupos de sociedades⁷⁹.

Dejando esta cuestión al margen, quizás lo más sorprendente es que el análisis antitético al desenvuelto hasta el momento en relación con los consejeros dominicales que representan al socio de control se aplica con toda naturalidad y con todo rigor respecto de los dominicales minoritarios

a través de los administradores que ha tenido ocasión de designar, deja la decisión en manos de la minoría y, además, resulta incoherente con la participación que el mismo socio probablemente sí tendría en la junta general que decidiera sobre la misma operación”). Este tipo de afirmaciones están guiadas por el convencimiento, diría que apriorístico y poco fundado, de la inferioridad e ineficiencia de la regla de la abstención frente a mecanismos de revisión judicial. El argumento es más apriorístico que analítico, y se resume en el mantra de la “mayorización de la minoría”, que presupone la idea de que el poder del socio mayoritario para adoptar decisiones es una suerte de derecho natural que no cabe ignorar ni, probablemente, sujetar a límites o condiciones más allá de los generales *ad extra*.

El dilema que suscitan la regulación de las operaciones vinculadas está tratado con enfoque analítico en la literatura internacional desde hace tiempo. La superioridad que ostenta el socio de control (no sólo en capacidad de decisión, sino también en información, dada su participación directa o indirecta en la gestión) conlleva el riesgo de expropiación de los minoritarios y dificulta la financiación de la sociedad en el mercado. Por otro lado, la prohibición de transacciones conflictivas puede resultar ineficiente. Sobre este debate, v. CLARK, Robert C., *Corporate Law*, Aspen Publishers, 1986, pp. 142-147; GOSHEN, Zohar, “The Efficiency of Controlling Corporate Self-Dealing: Theory Meets Reality”, *California Law Review*, 91, 2003, p. 393; DAMMANN, Jens, “Corporate Ostracism: Freezing Out Controlling Shareholders”, *Journal of Corporation Law*, 33, 2008, pp. 683-744; GILSON, Ronald J./GORDON, Jeffery N., “Controlling Controlling Shareholders”, 152 *University of Pennsylvania Law Review*, 152, 2003, p. 785; DJANKOV, Simeon et al., “The Law and Economics of Self-Dealing”, *Journal of Financial Economics*, 88, 2008, p. 430; GUTIÉRREZ URTIAGA, María & SÁEZ LACAVE, Maribel, “A Contractual Approach to Discipline Self-dealing by Controlling Shareholders”, *Journal of Law, Finance and Accounting*, 2(1), 2017, pp. 173-204.

⁷⁹ Las pendientes resbaladizas son indeseables porque producen efectos negativos o regresivos. En el debate interno no se acredita la superioridad o la mayor eficiencia de la regla *ex post*, su única defensa es de practicabilidad (sin valorar los problemas de *enforcement*, el riesgo de errores de decisión -tanto falsos positivos como falsos negativos- y la necesidad de contar con tribunales expertos en cuestiones societarias y financieras), lo que ya de por sí supone todo un reto; v. ENRIQUES, Luca, “Do Corporate Law Judges Matter? Some Evidence from Milan”, *European Business Organization Law Review*, 3, 2002, p. 765; MCCAHERY, Joseph A./VERMEULEN, Erik P.M., “Conflict Resolution and the Role of Courts: An Empirical Study”, en NEVILLE, Mette et al. (eds.), *Company Law and SMEs*, Karnov Group, 2010, p.207. Pero si se da por supuesto que ambas reglas son permutables en la protección de los minoritarios en el control de las operaciones vinculadas (lo cual es incierto), la preferencia en favor de la regla *ex post* no se deja esperar (en palabras de CAMPINS, A., “El nuevo régimen de operaciones vinculadas intragrupo en sociedades de capital no cotizadas. Derecho especial de grupos ma non troppo”, Estudio Homenaje a Ricardo Alonso Soto, (en prensa): “Lo que sí nos preguntamos es que sí, como parece, el legislador considera que la regla de la inversión de la carga de la prueba del artículo 190.3 de la Ley, además de ser una regla que favorece la economía de los grupos, ofrece una protección suficiente y adecuada de los intereses de los socios externos en cada una de los tres estructuras competenciales (junta, consejo o órganos delegados) en los que deben aprobarse las operaciones vinculadas intragrupo, por qué no ha adoptado la misma solución, con carácter general, para los consejeros dominicales de todas las sociedades de capital, formen parte o no de un grupo” la cursiva es nuestra). En el mismo sentido, v. LATORRE CHINER, Nuria, “Las operaciones vinculadas de la sociedad cotizada en la reforma de la Ley de Sociedades de Capital (Ley 5/2021, de 12 de abril)”, *Revista de derecho de sociedades*, 62, 2021, pp. 129 ss.

Adicionalmente, sustituir una regla de propiedad en el sentido de Calabresi y Melamed -el consentimiento de partes desinteresadas y bien informadas- por una regla de responsabilidad -la verificación *ex post* de que la transacción era justa o razonable- no parece ser la estrategia más acertada y prometedora cuando el Tribunal de Delaware -el inventor de la doctrina del *entire fairness standard* en que se inspira el art. 190.3 LSC- está transitando el camino inverso: la está retirando y sustituyéndola por la regla del consentimiento desinteresado e informado. V. HAMERMESH, Lawrence A./STRINE, Leo E. Jr., “Fiduciary Principles and Delaware Corporation Law: Searching for the Optimal Balance by Understanding that the World is Not”, en CRIDDLE, Evan J. et al (eds.), *The Oxford Handbook of Fiduciary Law*, Oxford University Press, 2019, pp. 871, 872; LICHT, Amir N., “Farewell to Fairness: Towards Retiring Delaware’s Entire Fairness Review”, *ECGI Law Working Paper N° 439/2019*, 2019, SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3331097>.

nombrados a través del sistema de representación proporcional. Estos administradores –a diferencia de los que dependen del socio o socios de control- son, para la doctrina y jurisprudencia mayoritarias, sin género de duda, esencialmente parciales y sometidos a la influencia de su *dominus*, hasta el punto de que deba negarse de raíz su independencia *qua* administrador de la sociedad. Y con la consecuencia de predicar no ya su abstención, sino nada menos que su destitución (v. infra 6.1).

Como se puede comprobar, asegurar la independencia e imparcialidad de los consejeros dominicales -que están, por naturaleza, conflictuados de alguna manera- tampoco parece ser una preocupación relevante para nuestra doctrina. A salvo, claro está, que sean dominicales que disienten del socio o bloque de control.

5.2. Los prejuicios intelectuales sobre independencia y dominicalidad

A estas alturas del análisis es fácil percatarse de que los dominicales son, por su propia naturaleza, administradores vinculados o dependientes. Están conceptualmente en las antípodas de lo que entendemos como un administrador independiente. De eso no hay duda. Tampoco es dudoso que los dominicales están sujetos a los deberes de lealtad estipulados por la ley para todos los administradores de la sociedad.

La cuestión que se plantea es cómo conjugar la figura del consejero dominical -es decir, la representación de intereses de los socios en el consejo- con el deber de lealtad e independencia en favor de la sociedad. Es interesante comprobar cómo distintos sistemas jurídicos han lidiado con este conflicto intentando salvaguardar en cada caso el *statu quo* de su sistema societario. Como se verá a continuación, unas jurisdicciones -que vienen a coincidir, en general, con las de capital concentrado- han optado por desentenderse del apuro que puede suponer para los socios de control y sus operaciones interesadas, y resolverlo en falso. En cambio, otras jurisdicciones -en las que el control está en manos de los administradores y los dominicales son relativamente infrecuentes- han resuelto demonizar a los dominicales minoritarios dentro de los consejos por su falta de independencia.

a. *El paradigma dogmático: la negación de la relación dominical como de dependencia*

Es habitual en las jurisdicciones dónde prevalece el modelo de sociedad controlada, desdeñar la vinculación entre *dominus* y consejero dominical. En estas jurisdicciones, el derecho positivo sólo reconoce la relación fiduciaria e imperativa del dominical con la sociedad, lo que explica que la figura del consejero dominical no haya atraído tradicionalmente la atención de los estudiosos del derecho de sociedades de los países de nuestro entorno. Es justamente la ausencia de vínculo jurídico en la relación entre el dominical y su *dominus* lo que explica que escape al radar de la dogmática al uso y, en definitiva, su desatención por parte de los derechos de los países continentales.

Como en otros ámbitos, el análisis jurídico-formal no se siente interpelado por la realidad: opta por cerrar los ojos ante el hecho incontestable del alineamiento entre consejero y socio en virtud del contrato relacional y aferrarse al análisis positivo y a la retórica habitual del derecho de sociedades de nuestra tradición. Su máxima bien podría ser: “no permitas que la realidad te arruine

una sólida construcción conceptual”⁸⁰. Para el análisis jurídico-formal, sobre todo el continental, el diagnóstico es claro: la relación entre el dominical y el *dominus* no tiene efectos obligatorios, luego es irrelevante para el derecho. En consecuencia, el dominical es un administrador de la sociedad como cualquier otro, sujeto al mismo estatus jurídico y deberes frente a la sociedad. Y, naturalmente, tan independiente e imparcial como el que más, porque el *dominus* no le puede llevar ante los tribunales si no hace lo que se espera de él. Que no haga falta recurrir a la sanción jurídica para que el consejero dominical sirva al *dominus* carecería, en este ejercicio de formalismo, de toda importancia. Parafraseando a Hegel, lo que es de una cierta manera en la ley, así es también en la realidad.

Llama la atención que ésta sea la forma prevalente de abordar la cuestión en las jurisdicciones en las que los grupos y socios de control son habituales e incluso, predominantes. A pesar de que la vinculación entre socios y consejeros dominicales es evidente y conocida (aunque no tenga traslación al mundo de las normas), no se ha suscitado debate alguno que en alguna medida pudiera cuestionar la lealtad e independencia de los consejeros dominicales frente a la sociedad (ni siquiera en grupos)⁸¹. La razón estriba en que el Derecho de sociedades en estas jurisdicciones ha estado tradicionalmente engrasado para facilitar el control del socio mayoritario, que se corresponde con el modelo de control dominante en estos entornos: la sociedad controlada por un socio o bloque de socios.

Los Derechos de sociedades de los países continentales europeos tienden a partir de dos presupuestos. Una primera premisa es la legitimidad del socio de control para defender sus intereses a través de los dominicales (aunque jurídicamente no se admita la relación dominical como creadora de obligaciones vinculantes), e incluso, para conformar el interés social⁸². El otro sustento del análisis jurídico tradicional es la minusvaloración de los riesgos o los costes del control de los socios mayoritarios, particularmente, los conflictos de interés de los socios de control con el interés del conjunto de socios. Y, aunque se reconociera el problema, su detección y

⁸⁰ Sobre esta metodología, v. SÁEZ LACAVE, Maribel & GUTIÉRREZ URTIAGA, María, “The Law and Economics of Comparative Corporate Law”, en AFSHARIPOUR, Afra/GELTER Martin (eds.), *Research Handbook on Comparative Corporate Governance*, Edward Elgar Publishing, 2021, pp. 56 y ss.

⁸¹ El caso alemán es paradigmático. M. Habersack, *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz* 5. Auflage 2019, III. Grundprinzipien der §§ 95 ff, Rdn 14 (Gleiche Berechtigung und Verantwortung aller Aufsichtsratsmitglieder). El derecho alemán se ha resistido a admitir que los administradores propuestos para representar los intereses de los socios, y en particular, al socio de control, no puedan considerarse consejeros independientes. Tradicionalmente venía sosteniendo que el sistema de administración dualista ya preservaba la independencia de los miembros del *Aufsichtsracht* del control v. HOFFMANN-BECKING, Michael, “Unabhängigkeit im Aufsichtsrat”, 21 *NZG*, 2014, pp. 801, 805. Según esta doctrina, el consejo supervisor es una suerte de cámara de representación de los socios de acuerdo a su participación (v. MüKoAktG/Habersack, §100, Rn. 83). El vigente Código de buen gobierno alemán admite unos supuestos en los que se podría cuestionar la independencia de los representantes de los socios, (recomendación B. 8). Curiosamente, los representantes de los trabajadores son considerados consejeros independientes (recomendación B. 7), v. HOPT, Klaus J./LEYENS, Patrick C., “Der Deutsche Corporate Governance Kodex 2020”, *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht*, 48(6), 2019, pp. 929-995.

⁸² Esta posición es común entre nosotros. Sirva como muestra, el esfuerzo por reivindicar la figura de los socios de control y de sus dominicales por parte de LATORRE CHINER, Nuria, *El control de las operaciones vinculadas en la sociedad cotizada*, Marcial Pons, Madrid, 2020, pp. 166-167 (“La presunción legal de que el administrador dominical está en conflicto con la sociedad por causa de la RTP celebrada con el socio tiene consecuencias graves. Implica admitir que hay administradores “de los socios” que no están en condiciones de velar por el interés social...Implica desconocer que los accionistas ejercen su poder en la sociedad a través de los administradores que han tenido la capacidad de designar”).

corrección se caracteriza por ser más retórica y convincente sobre el papel (*law in the books*) que real y efectiva (*law in action*).

Sobre estas bases se legitima un sistema de control societario por socios mayoritarios, cuya clave de bóveda es el dominio de la junta para designar y nombrar administradores, señaladamente consejeros dominicales afines en el órgano de administración.

La doctrina ha hecho suyo este paradigma. Incluso lo ha bendecido y convertido en presupuesto incuestionable del Derecho de sociedades. La dogmática -esa manera tan particular que domina el pensamiento jurídico en ciertos sistemas- se las ha ingeniado para suscitar argumentaciones y expedientes conceptuales que santifican este sistema de control societario, asumiendo que facilitar su operativa incuestionada protege las bases de nuestra economía de mercado. Las ineficiencias o los riesgos de los socios de control para el gobierno de las sociedades se han venido ignorado o minimizado, en la creencia, quizás, de que ya contamos con mecanismos eficaces (al menos, sobre el papel) para proteger a la sociedad y a los minoritarios, no fuera que se abriera una brecha en la línea de flotación y se fuera a pique todo el engranaje⁸³. El caso de los grupos es paradigmático en este sentido. Bien mirado, no es de extrañar que las contradicciones de los consejeros dominicales no reclamaran el interés de los estudiosos del derecho de sociedades. Esta es, en esencia, la médula del sesgo “pro-mayoritario” prevalente entre nosotros y que condiciona los debates y las reformas de gobierno corporativo.

b. El paradigma realista: la aceptación de la relación dominical como de dependencia

En cambio, en otras jurisdicciones, cuyas sociedades más comunes se caracterizan por mayor dispersión del capital, como es el caso de los países anglosajones, los dominicales han corrido peor suerte. Se trata de sociedades en las que los administradores concentran mayor poder de control, y la presencia de socios significativos -naturalmente, minoritarios, que es el modelo de *blockholder*- en los consejos a través de sus dominicales es más infrecuente (e indeseada por parte de los *controllers*). No es extraño, por ello, que en estas jurisdicciones se reconozca sin ambages la estructura fiduciaria basada en incentivos informales en la relación entre el *dominus* y los consejeros dominicales que designa, aunque no haya un deber de lealtad propiamente dicho. Los incentivos extrajurídicos pueden -y lo harán, con elevada probabilidad- llevar a los administradores dominicales a priorizar el interés del *dominus* y por tanto a que se susciten conflictos de interés con el general de todos los socios. En consecuencia, la aplicación del estatus jurídico estándar del administrador societario -que se basa en el arquetipo del independiente- a los dominicales lleva a que su permanencia en los consejos se vea muy comprometida.

Y, sin embargo, es justamente en este entorno en el que se han levantado voces reivindicando la relevancia de los dominicales en el gobierno de las sociedades (y, en particular, de los dominicales minoritarios como supervisores eficaces del control). Esta visión más empírica y pragmática, más atenta a la realidad de los hechos que se pueden medir y documentar y menos a las categorizaciones

⁸³ Esta encrucijada de la doctrina tradicional está bien ilustrada respecto al derecho alemán: LANGENBUCHER, Katja, “Do We Need a Law of Corporate Groups?” en FLEISCHER, Holger et al. (eds.), *German and Asian Perspectives on Company Law*, Mohr Siebeck, 2016, pp. 353, 359 ff; TRÖGER, Tobias, “Germany’s Reluctance to Regulate Related Party Transactions” en ENRIQUES, Luca/TRÖGER, Tobias (eds.), *The Law and Finance of Related Party Transactions*, Cambridge University Press, 2019; ENGERT, M., “Wozu Konzerne?” Festschrift für Theodor Baums zum siebzigsten Geburtstag. Ed. Helmut Siekmann, in Gemeinschaft mit Andreas CAHN, Tim FLORSTEDT, Katja LANGENBUCHER, Julia REDENIUS-HÖVERMANN, Tobias TRÖGER u. Ulrich SEGNA, (2017), pp. 385 ss.

conceptuales apriorísticas y, con frecuencia, evanescentes, entiende que el Derecho de sociedades es un instrumento al servicio del buen funcionamiento de las sociedades en la economía y la sociedad y que, como tal, ha de revisarse y corregirse cuando el resultado no sea el deseable y óptimo.

Así, en estos entornos se pone en cuestión que el paradigma tradicional relativo al consejo y a los administradores sirva para explicar y lidiar con la realidad de funcionamiento de los consejos en la actualidad. El escollo que advierten es eminentemente práctico, y tiene que ver con el extenso desarrollo jurisprudencial de los deberes de lealtad, sobre todo en jurisdicciones cuyo sistema de litigación y de revisión *ex post* es muy exigente, como sucede en los Estados Unidos. Buena parte de la doctrina norteamericana advierte que la efectividad del sistema recibido en relación con los consejeros y su responsabilidad expondría a los dominicales a un riesgo alto de incurrir en responsabilidad por infracción de los deberes fiduciarios habituales. No debemos olvidar que en jurisdicciones en las que la estructura de propiedad prevalente de las sociedades es dispersa, y que además coincide con jurisdicciones de *Common Law*, han desarrollado doctrinas jurisprudenciales para alinear el interés de los administradores -los agentes- con el conjunto de los accionistas como clase -el principal-⁸⁴. Por eso, cuando se dice que el deber de lealtad de los administradores hacia la sociedad y sus socios debe ser pleno -“*undivided*”⁸⁵-, se está pensando en el supuesto paradigmático de las relaciones verticales, la protección de los accionistas frente a los riesgos de que el administrador actúe en su propio beneficio dada la discrecionalidad y la asimetría de información de la relación fiduciaria.

Justamente, lo que aquí importa resaltar es que tales doctrinas casan mal con el propósito de alinear los intereses de los administradores con el interés de la sociedad cuando los administradores son dominicales y defienden visiones alternativas de los socios para concretar y perseguir el interés social⁸⁶. Desde esta óptica, el contrato relacional trastoca el modelo fiduciario al uso, diseñado con el propósito de subordinar los intereses privados de los administradores no dominicales, es decir, de los administradores como agentes de los accionistas como clase. Lo que pasa entonces es que el estándar de lealtad e independencia al uso contradice la propia existencia del consejero dominical como alguien de cuya conducta esperamos que sirva al *dominus* que lo designa.

Así, si al dominical se le considera por parte de los tribunales -como se viene haciendo- incapaz de tener libertad de criterio e independencia de juicio, se expone muy seriamente a ser declarado

⁸⁴ Entre nosotros, es un lugar común referirse al interés social como un concepto abstracto e inalterable, como si su concreción estuviera predefinida. La orientación contraria -y más contractualista- se sigue en el derecho norteamericano, que parte del interés de los socios -es a los socios a quienes los administradores deben lealtad- como un proxy para definir el interés de la sociedad, CHEN, Ronald/HANSON, Jon, “The Illusion of Law: The Legitimizing Schemas of Modern Policy and Corporate Law”, *Michigan Law Review*, 103(1), 2004, p. 46-52.

⁸⁵ La formulación clásica del deber de lealtad proviene de la sentencia *Guth v. Loft, Inc.*, 5 A.2d 503, 510 (Del. 1939) (“[t]he rule that requires an undivided and unselfish loyalty to the corporation demands that there shall be no conflict between duty and self-interest.”). En el mismo sentido, la ABA SECTION OF BUS. LAW, CORPORATE DIRECTOR’S GUIDEBOOK (2d ed. 1994), (“A director should exercise independent judgment for the overall benefit of the corporation and all of its shareholders, even if elected at the request of a controlling shareholder, a union, a creditor, or an institutional shareholder or pursuant to contractual rights.”).

⁸⁶ RAUTERBERG, Gabriel/TALLEY, Eric L., “Contracting Out of the Fiduciary Duty of Loyalty: An Empirical Analysis of Corporate Opportunity Waivers”, *Columbia Law Review*, 117, 2017, p. 1093 (“Any time a fiduciary’s duties extended to multiple affiliated entities (as was increasingly frequent), she faced an unwinnable Kobayashi-Maruru scenario of carving up what was judicially indivisible: her loyalty”).

responsable por infracción del deber de lealtad⁸⁷. El problema es que estas decisiones producen serios efectos *ex ante*, incidiendo en las decisiones de inversión: la aplicación por los tribunales de los deberes de lealtad al uso conduciría a que los dominicales se retiraran de los consejos por la amenaza de responsabilidad, poniendo en riesgo la financiación de la sociedad y la contratación entre los inversores. La doctrina norteamericana más atenta coincide en este diagnóstico. A tal fin, parte de la doctrina aboga por soluciones drásticas, incluso por el abandono de los deberes fiduciarios de los administradores, pero la mayor parte de la doctrina se inclina por indagar fórmulas operativas y reinterpretar los estándares de conducta para ajustarlos al caso de los consejeros dominicales⁸⁸.

5.3. El punto de partida: la negociación Coasiana

En los apartados anteriores hemos visto como a los dominicales se les ensalza o demoniza, en función del *status quo*, esto es, del sistema de propiedad y control de la jurisdicción en cuestión. Pues bien, en este punto me gustaría ofrecer algunas ideas que sirvan para repensar la materia en nuestro Derecho. El punto de partida, ya lo he avanzado, es el reconocimiento de esta doble relación de agencia, que más allá de sus consecuencias jurídicas, incide sobre la conducta de los administradores dominicales y la actuación de los consejos. No cabe otra, no podemos seguir cobijándonos en arquetipos o preconcepciones jurídicas para cerrar los ojos a la realidad. Un consejero dominical tiene fuertes incentivos para cumplir con los deseos de su *dominus*: su carrera profesional en la sociedad y, con frecuencia, fuera de ella, depende de que resulte complacido. Y justamente por eso, los Derechos de sociedades más actualizados establecen cautelas para las situaciones típicas de conflicto de interés (por ende, cuando el interés particular del *dominus* representado por el dominical tensiona el deber de lealtad de este para con la sociedad).

A la par, un consejero dominical puede aportar valor a la sociedad trasladando la visión que su *dominus* tiene sobre el mejor interés de la sociedad, tarea en la que tendrá que ajustarse respetando sus obligaciones fiduciarias hacia la sociedad, que le comprometen con el propósito de maximización del interés global de la sociedad.

En consecuencia, el análisis que propongo se construye a partir de esta visión funcional y busca cómo articular la convivencia del contrato relacional entre el consejero dominical y el *dominus* con los deberes de independencia y de lealtad de los dominicales hacia la sociedad. Como hemos visto, los dominicales adquieren peso y relevancia en los consejos en aquellos entornos en los que hay inversores fuertes que buscan proteger sus inversiones en la sociedad más allá de las salvaguardas

⁸⁷ Este riesgo ha aumentado considerablemente tras la sentencia *Trados* [*In re Trados Inc.* 73 A.3d 17, 40-41 (Del. Ch 2013)], que ha hecho saltar todas las alarmas. La sentencia lo deja muy claro: “a lack of independence can be shown by pleading facts that support a reasonable inference that the director is beholden to a controlling person or ‘so under their influence that their discretion would be sterilized’”. La conducta del dominical se sujeta al estándar más estricto del “entire fairness test”, en lugar del que se venía aplicando, el “business judgment test”. No es lugar éste para explicar los entresijos de los estándares de revisión norteamericanos, que son bien distintos de sus homólogos españoles, pero baste apuntar que va mucho más allá de la inversión procedimental de la carga de la prueba.

⁸⁸ Desde el análisis teórico, v. SEPE, Simone, “Intruders in the Boardroom: The Case of Constituency Directors”, 91 *Washington University Law Review*, 91, 2013, p. 309 (the “choice of [which corporate constituency] benefits from the residual control rights of directors should be left to party autonomy”). Desde el análisis más práctico, están los trabajos de jueces y abogados, que tratan de plasmar su experiencia sobre el terreno en guías de actuación o best practices o incluso pautas para contratar la relación, MOSCOW, Cyril, “The Representative Director Problem”, *Insights*, 16, 2002; LASTER, Travis/ZEBERKIEWICZ, John Mark, “The Rights and Duties of Blockholder Directors”, *Business Lawyer*, 70, 2015, pp. 49-50.

establecidas por el Derecho de sociedades. La presencia de dominicales se concibe entonces como un mecanismo para forzar la renegociación y lidiar así con los problemas de la contratación incompleta que sufren los inversores. Proteger su inversión es una razón básica por la que los socios adquieren el control y por la que los socios con capacidad de contratación negocian en los pactos de socios su representación a través de consejeros dominicales. Y esto es así, hasta el punto de que, si no alcanzaran el objetivo de contar con dominicales en el consejo, probablemente no invertirían en la sociedad. El dominical tiene capacidad de decisión o discrecionalidad para supervisar que no se redistribuya en perjuicio de su *dominus* la inversión de este en la sociedad y que se cumplan los pactos alcanzados sobre el gobierno y marcha de la sociedad. Como veremos, la implicación de los socios a través de los dominicales en la gestión de la sociedad obliga a poner el foco del gobierno corporativo en el papel del consejo de administración, en tanto el *locus* natural para que los inversores negocien sobre la estrategia del negocio y la dirección futura de la empresa⁸⁹.

En efecto, la presencia de dominicales en los consejos lleva a repensar el consejo como mecanismo de ajuste y recontractación de los socios en la sociedad en el largo plazo. Desde esta óptica, la figura de los dominicales facilita que los socios significativos puedan retener los derechos de control residuales, que serán decisivos en la medida en que necesiten renegociar sus relaciones con el paso del tiempo y articular respuestas adaptadas a situaciones novedosas y no anticipadas⁹⁰.

Esta visión del consejo tiene buen engarce en nuestro derecho positivo. En efecto, el consejo desempeña un papel central en el diseño de la estrategia empresarial de la sociedad (artículos 249 bis y 529.ter LSC). Por eso mismo, constituye el medio natural en el que los inversores significativos negocian -a través de sus representantes en el consejo en pleno- las vías de actuación de la sociedad en el futuro. También responde a esta lógica el sistema de elección de consejeros consagrado por la ley, que se sustenta en que los socios puedan elegir a los representantes más afines de cara a defender sus visiones e intereses en el consejo. Es más, como ante la presencia de socios de control la regla de la mayoría se desvirtúa *de facto* como mecanismo para agregar las preferencias comunes de los socios en su conjunto -pues simplemente traslada las preferencias del socio mayoritario-, el ordenamiento articula mecanismos complementarios de elección -el sistema de representación proporcional- para dar voz en el consejo a los socios externos al control. Desde esta óptica, los dominicales minoritarios suponen un instrumento crucial de gobierno corporativo para reducir los costes de agencia verticales, esto es, para supervisar la acción de los ejecutivos y, en el caso de la sociedad controlada, de los consejeros dominicales dependientes de los socios de control. Pero también, y muy especialmente, para reducir los costes de agencia horizontales que se generan entre socios con distintos intereses de inversión.

En este punto, es conveniente realizar dos observaciones. La primera es que la presencia de socios significativos con voluntad de influir en la gestión a través de consejeros dominicales problematiza la teoría de agencia estándar en sociedades con socios fuertes. En efecto, la presencia de dominicales cuestiona el modelo imperante o estándar de gobierno societario, que presupone que el consejo debe ser independiente del *management* para así actuar en interés de sus principales, los

⁸⁹ PAZ-ARES RODRÍGUEZ, José Cándido, *Identidad y diferencia del consejero dominical*, Colegio de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España, Madrid, 2019, pp. 102-105.

⁹⁰ BARTLETT, Robert P., "Shareholder Wealth Maximization as Means to an End", *Seattle University Law Review*, 38, 2015, pp. 262 ss.

socios como clase o como colectivo⁹¹. La segunda es que también pone en tela de juicio el modelo de consejo al uso entre nosotros, como un órgano decisorio imparcial o no sesgado, y neutral a los intereses particulares de los socios, a pesar de que este poblado de dominicales. Llama la atención especialmente que esta visión idealizada del consejo sea la imperante en jurisdicciones en que predominan las sociedades con socios fuertes, como son los socios de control.

Realizadas las salvedades anteriores, y siguiendo con el argumento, la presencia de dominicales, que anticipan los intereses “partidistas” de sus mandantes, permite que se entable en el seno del consejo una negociación “coasiana” -una “renegociación” de sus posiciones contractuales guiada por el principio de eficiencia y de maximización del valor global de la sociedad- sobre si la sociedad debe seguir una u otra vía de acción⁹².

Desde esta perspectiva, es necesario poner de relieve el papel que juegan los deberes fiduciarios en el proceso de negociación que sustancian las interacciones dentro del consejo. A mi juicio, el deber de independencia de los administradores y los deberes de lealtad frente a la sociedad cobran sentido en el seno de las negociaciones de consejo, dado que tienen el cometido funcional de promover que la sociedad adopte decisiones óptimas, que maximicen el valor global de la compañía. Bien mirado, *los deberes de lealtad buscarían poner un límite a las conductas de equilibrio que prevalecen en el contrato relacional entre consejero y dominus, de modo que los dominicales hayan de alinearse con el interés social y se repriman los riesgos de hold-up y oportunismo en el proceso negociador entre consejeros*. En esencia, la convivencia entre consejeros dominicales y deberes de lealtad pasa por que se reconozcan los incentivos del consejero dominical para servir a su *dominus* por obra del contrato relacional que los une. Ello supone admitir sin ambages que los consejeros dominicales avanzan las preferencias de su *dominus* en las deliberaciones del consejo. Ahora bien, lo hacen con la salvaguarda de que la sujeción de los administradores a los deberes de lealtad hacia la sociedad -cuyo cumplimiento se hace efectivo a través de los mecanismos de responsabilidad- les obliga a facilitar una negociación “coasiana” en el seno del consejo.

5.4. ¿A qué obliga el deber de independencia del art. 228 d) LSC?

Con esta idea en mente, podemos recoser la figura del consejero dominical -sin falsas imágenes o dando la espalda a la realidad de las cosas- con las exigencias del derecho positivo. El art. 227.1 LSC establece el estándar de conducta del administrador, destinado a dirigir el comportamiento de un decisor autónomo. La exigencia de independencia o de autonomía se explicita en el art. 228 d) LSC, al disponer que los administradores deben desempeñar sus funciones “con libertad de criterio o juicio e independencia respecto a instrucciones y vinculaciones de terceros”. La independencia respecto a las instrucciones de parte presenta dos aspectos. Por un lado, un aspecto objetivo que obliga al administrador a abstenerse de incurrir en comportamientos oportunistas destinados a favorecer indebidamente a una parte o proporcionarle ventajas. Por otro lado, alude a un estado

⁹¹ BLAIR, Margaret M./STOUT, Lynn A., “A Team Production Theory of Corporate Law”, *Virginia Law Review*, 85, 1999, p.290.

⁹² El Teorema de Coase permite que las partes que se enfrenten a un resultado ineficiente tengan incentivos a renegociar sus propios derechos y titularidades para alcanzar una mejora de Pareto que maximice el valor, COASE, Ronald H., “The Problem of Social Cost”, *The Journal of Law and Economics*, 3, 1960, p. 1. Esta visión engarza con la teoría de los property rights de la empresa, v. HART, Oliver/MOORE, John, “Property Rights and the Nature of the Firm”, *Journal of Political Economy*, 98(6), 1990, 1119-58. Entre nosotros, sin embargo, prospera la visión de que si un administrador promueve los intereses del socio que lo ha nombrado, su comportamiento generaría una “externalidad” sobre los demás socios.

subjetivo de honestidad, que normalmente se caracteriza como buena fe⁹³. La definición más elemental del deber de lealtad es actuar con buena fe para perseguir el mejor interés de la sociedad y de sus socios. Se trataría de un estado mental “leal” del administrador, es decir, la intención subjetiva de cumplir fielmente con sus deberes como administrador, entre ellos, la de actuar con autonomía de criterio⁹⁴. La retórica jurídica asociada a los conceptos de buena fe o de lealtad apela a altos e inflexibles estándares morales⁹⁵. Desde un análisis más funcional, tales deberes son instrumentos para alinear la discrecionalidad de juicio del administrador con el interés común -y contractual- de los socios cuando los contratos son incompletos (el juicio o la negociación hipotética de lo que hubieran querido los socios *ex ante*)⁹⁶.

Los deberes de lealtad sirven, en definitiva, al propósito de minimizar los costes de agencia y, por lo tanto, de maximizar el valor global de la sociedad. Es decir, los deberes de lealtad – y el de independencia en particular- no sólo amonestan sobre lo que no se debe hacer -prohíben actuaciones y comportamientos no deseables y repudiados por el Derecho-, sino que, en el plano afirmativo o proactivo, ordenan lo que se debe hacer -obligan a los administradores a esforzarse de buena fe para perseguir el mejor interés de la sociedad-⁹⁷. Así, el concepto de buena fe es relevante en términos prácticos para discernir aquellos casos que impliquen falta de conducta consciente, es decir, inacción frente a un deber de actuar o proceder por parte de los administradores.

Esta última reflexión nos conecta con el otro pilar que sustenta la exigencia de independencia, además de la actuación no vinculada o autónoma en el plano subjetivo: la actuación informada. En

⁹³ Desde esta óptica, se ha dicho entre nosotros que “la obligación de independencia puede contemplarse como un corolario de la exigencia de buena fe” (PAZ-ARES RODRÍGUEZ, José Cándido, *Identidad y diferencia del consejero dominical*, Colegio de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España, Madrid, 2019, p. 46).

⁹⁴ EISENBERG, Melvin A., “The Duty of Good Faith in Corporate Law”, *Delaware Journal of Corporate Law*, 31, 2006, p. 11.

⁹⁵ Es paradigmática la clásica caracterización del deber de lealtad del juez Cardozo en la sentencia *Meinhard v. Salmon*: “[a] trustee is held to something stricter than the morals of the marketplace. Not honesty alone, but the punctilio of an honor the most sensitive, is then the standard of behavior.” *Meinhard v. Salmon*, 164 N.E. 545, 546 (N.Y. 1928)

⁹⁶ HART, Oliver, “An Economist View of Fiduciary Duty”, *University of Toronto Law Journal*, 43, 1993, p. 299 (“[I]t is only possible to make sense of fiduciary duty in a world where the initial contract is incomplete for some reason”). La literatura de *law and economics* entiende que tanto la buena fe como los deberes de lealtad son estándares de conducta que cumplen la misma función en tanto mecanismos para completar los contratos incompletos, pero que se sitúan en distintos puntos de un mismo continuum, v. EASTERBROOK, Frank H./FISCHEL, Daniel R., “Contract and Fiduciary Duty”, *The Journal of Law and Economics*, 36, 1993, p. 438. La buena fe es el canon de interpretación de los contratos ordinarios. En cambio, los altos costes de supervisión y de especificación del contrato de sociedad y de la relación fiduciaria articulan los deberes de lealtad. La obligación de actuar conforme a la buena fe a la hora de ejecutar un contrato no es exactamente lo mismo que el deber de actuar con lealtad, que obliga a los administradores a no ser oportunistas a la hora de tomar decisiones sociales. Las partes contractuales no han de subordinar sus intereses particulares para actuar con buena fe en el cumplimiento del contrato. Sin embargo, los administradores han de anteponer los intereses de los socios y de la sociedad a los suyos propios (incluido su interés de satisfacer los deseos de su *dominus*).

⁹⁷ La jurisprudencia y doctrina americana han expandido los confines de la lealtad más allá de los límites de las transacciones conflictivas, v, por todos, BRUNER, Christopher M., “Good Faith, State of Mind, and the Outer Boundaries of Director Liability in Corporate Law”, *Wake Forest Law Review*, 41, 2006, p. 1131; HAMERMESH, Lawrence A./STRINE, Leo E. Jr., “Fiduciary Principles and Delaware Corporation Law: Searching for the Optimal Balance by Understanding that the World is Not”, en CRIDDLE, Evan J. et al (eds.), *The Oxford Handbook of Fiduciary Law*, Oxford University Press, 2019; STRINE, Leo et al., “Loyalty’s Core Demand: The Defining Role of Good Faith in Corporation Law”, *Georgetown Law Journal*, 93, 2010, p. 629.

particular, lo que se pide a los administradores es que combatan activamente el riesgo de captura por parte del *dominus*, y se esfuercen por informarse adecuadamente -más allá de la información suministrada por su *dominus*- para identificar la opción que maximiza el valor de la sociedad⁹⁸. La buena fe no supone simplemente que el administrador actúe subjetivamente -según su leal entender- en el mejor interés de la sociedad.⁹⁹ Y esto es así porque la relación del consejero dominical con su mandante le conduce con naturalidad a un sesgo psicológico de confiar “excesivamente” en la información y explicaciones suministradas por su *dominus* (incluyendo informes de expertos ligados al *dominus*, y también por la sociedad, si el *dominus* es un socio de control), y dar por buenos para la sociedad los intereses del *dominus* (tenga o no el control). Por eso la diligencia le ha de obligar a preocuparse de que su juicio o criterio sea informado en manera no sesgada: está obligado a investigar y a procesar cualquier otra información relevante a su alcance¹⁰⁰.

Esta es también la clave de la *business judgment rule*: los riesgos “manejables” de la discrecionalidad -a fin de cuentas, el deber de diligencia es procedimental y no sustantivo respecto de la decisión que se adopta- son la falta de independencia (o el riesgo de decisiones interesadas) y, sobre todo, la desidia o la indolencia en informarse adecuadamente sobre las consecuencias y las alternativas de actuación (el riesgo de las decisiones desinformadas)¹⁰¹. Como la buena fe como mero estado subjetivo podría justificar la ignorancia o la falta de búsqueda de otros elementos o fuentes de información, el sistema jurídico “invita” al consejero a tomar precauciones a fin de sobreponerse a los incentivos a permanecer en relativa ignorancia. En otras palabras, el Derecho no puede amparar la buena fe del administrador como mero estado psicológico - su honesto saber y entender-, y debe conminarle a que sea diligente en procurarse la información pertinente en relación con la decisión en ciernes, desentrañarla y aplicarla.

Así pues, el estándar de conducta de los administradores que consagra nuestra ley requiere que perseveren -de buena fe y de manera informada- en el propósito de maximizar el valor global de la

⁹⁸ Sobre la captura informacional de los dominicales, v. FAIRFAX, Lisa M., “The Uneasy Case for the Inside Director”, *Iowa Law Review*, 96, 2010, pp. 161-67; SHARPE, Nicola Fiaith, “Informational Autonomy in the Boardroom”, 2013 *University of Illinois Law Review*, 2013, p. 1119.

⁹⁹ HILL, Claire A./MCDONNELL, Brett H., “Disney, Good Faith, and Structural Bias”, *Journal of Corporate Law*, 32, 2007, p. 833.

¹⁰⁰ NILI, Yaron/KASTIEL, Kobi, “Captured Boards: The Rise of ‘Super Directors’ and the Case for a Board Suite”, *Wisconsin Law Review*, 19, 2017, p. 66 (“Boards may also, and should, face risk of a breach of duty of care when solely relying on management for their information as part of a breach of the “reasonableness” and “good faith” standards”).

¹⁰¹ Un ejemplo muy ilustrativo es el Derecho de sociedades de Delaware, que, a fin de cuentas, es donde se inventó la regla. Lo que se busca es incentivar un sistema efectivo de toma de decisiones y, por ello, tanto el procedimiento en sí, como la información que subyace, se articulan como un requisito previo para la protección del administrador frente a la eventual infracción del deber de diligencia. Los tribunales de Delaware han subrayado que la información es crítica y constituye pieza básica del sistema de protección de la discrecionalidad empresarial. El *leading case* es *Smith v. Van Gorkom*, 488 A.2d 858, 874, 878, 893 (Del. 1985), en el que el tribunal sostuvo que el consejo de Trans Union infringió su deber de diligencia cuando los administradores acordaron vender la sociedad a Marmon Group basándose en que fallaron en “inform themselves of all information reasonably available to them”). En otro caso, *In re Citigroup Inc. S'holder Derivative Litig.*, 964 A.2d 106, 122 (Del. Ch. 2009), el tribunal sostuvo que para recibir la protección de la *business judgment rule*, los administradores debían haberse informado de “all material information reasonably available to them”. Igualmente, *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.*, 634 A.2d 345, 367 (Del.1993) (“Directors ‘have a duty to inform themselves, prior to making a business decision, of all material information reasonably available to them. Having become so informed, they must then act with requisite care in the discharge of their duties’”).

sociedad. A esto hay que añadir que los tribunales han de evaluar *a posteriori*, en cada caso y de manera contextualizada, que el consejero dominical haya actuado con independencia de criterio, ergo, desempeñando sus deberes de lealtad. El juicio de lealtad exige un estándar de escrutinio escrupuloso y minucioso. En este sentido, el juez ha de calibrar la actuación independiente del administrador de manera exigente y rigurosa, examinando circunstancias o sucesos relativos al consejero dominical o a su proceder que permitan ponerla en duda o cuestionarla (por ejemplo, que, a sabiendas de cuál era el interés del *dominus* en la operación, se abstuviera de incorporar información independiente que pudiera cuestionar la compatibilidad de tal interés con el de todos los socios).

5.5. Negociación y lealtad

Es momento de concretar cómo los deberes fiduciarios de los administradores frente a la sociedad cobran sentido en un entorno de negociación en el seno del consejo. Desde esta óptica, se vislumbra con claridad que la función que desempeñan los deberes fiduciarios es la de encaminar la actuación de los administradores -especialmente, en el caso de los dominicales- a la decisión óptima en la negociación que enfrenta intereses o visiones dispares sobre lo que ha de hacer la sociedad.

(i) Por un lado, los deberes fiduciarios favorecen que se revele información privada. Los dominicales han de esforzarse por convencer al resto del consejo de que su opción, no sólo es la mejor para su *dominus*, sino también para la sociedad en su conjunto. Pero como los dominicales han de integrar cómo maximizar el valor global de la sociedad en cualquier renegociación posterior, los otros administradores deben esforzarse por difundir informaciones sobre el rango entero de opciones para la empresa. Desde esta óptica, el problema que presentan las sociedades controladas es que, con frecuencia, por efecto del sistema de elección de administradores, el consejo en su totalidad está alineado con el socio de control. Por eso, la entrada de dominicales minoritarios en el consejo contribuye a mejorar el *monitoring* interno, pero también la negociación informada en torno a alternativas de inversión y actuación de la sociedad.

(ii) Por otro lado, los deberes fiduciarios reducen comportamientos oportunistas o estratégicos. El juego del contrato relacional fuerza al dominical a considerar el valor de la sociedad desde la perspectiva del interés económico de su *dominus* y a negociar en su favor. Pero, al propio tiempo, los deberes de lealtad funcionan a modo de freno o de salvaguarda para evitar que se privilegie un interés de parte frente al cometido primordial de maximizar el valor global de la sociedad.

En atención a todo lo dicho, la formulación de los deberes de lealtad de los consejeros dominicales se podría resumir diciendo que los socios significativos y otros inversores de la sociedad pueden valerse legítimamente de los dominicales para obtener influencia en la gestión de la sociedad y promover sus intereses, siempre y cuando los consejeros dominicales participen de buena fe y correctamente informados en la negociación de buena fe con los demás administradores con la vista puesta en maximizar el valor global de la sociedad (que entiendo es lo que se debe razonar al considerar el interés de la sociedad)¹⁰². Naturalmente, como se ha apuntado, esta conducta ha de

¹⁰² La literatura sobre venture capital es la que ha afrontado con mayor profundidad los problemas de los deberes fiduciarios en relación con consejeros dominicales, v. FRIED, Jesse M./GANOR, Mira, "Agency Costs of Venture Capitalist Control in Startups", *New York University Law Review*, 8, 2006, pp. 967, 993; BARTLETT, Robert P., "Shareholder Wealth Maximization as Means to an End", *Seattle University Law Review*, 38, 2015, pp. 255 ss. En un

ser revisable por los tribunales. Se infringirían los deberes de lealtad si la revisión *ex post* de las actuaciones que ha seguido el consejo es incompatible con la conclusión de que los administradores han negociado con honestidad en el interés de la sociedad.

Las reflexiones anteriores nos abocan a una conclusión importante. Los consejeros dominicales - también los nombrados a través del sistema de representación proporcional- pueden defender en el consejo una visión interesada o de parte, es decir, aquella que maximiza los beneficios -públicos o privados- de su *dominus*, siempre que, al propio tiempo, pueda defenderse como la mejor opción -de entre todas las alternativas puestas sobre la mesa- para la sociedad. Esto es justamente lo que se pide a los tribunales que enjuicien *ex post*: que estimen el valor de la empresa en relación con un hipotético abanico de acciones o iniciativas alternativas y que se privilegie la opción óptima para maximizar el valor global de la sociedad, más allá de la mera conformidad con el interés social -entendido como una regla mayoritaria-, que suele ser el estándar cuando los socios de control dominan el consejo¹⁰³.

Nótese que esto puede suponer que haya “perdedores”, esto es, que la opción que maximiza el interés global de la empresa se tome a costa de los intereses privados de otros accionistas (esto es justamente lo que temen los socios de control que pueda suceder con la entrada de los dominicales disidentes en los consejos dominados por ellos). Con todo, esta regla es eficiente en el sentido de Kaldor-Hicks y, por ello, el resultado alcanzado probablemente coincidiría con el resultado que los accionistas -unos y otros- hubieran preferido *ex ante* sin saber si estarían del lado de los ganadores o de los perdedores, pues la diferencia entre el valor creado y el coste generado es superior a la que resulta de las alternativas disponibles.

Para cerrar este apartado sobre los consejeros dominicales, es oportuno hacer una reflexión final, que nos conecta con la materia que se explora en el siguiente apartado. En clave de gobierno corporativo, y a la vista de las conclusiones alcanzadas en este apartado, es oportuno reivindicar no sólo la figura de los consejeros dominicales, sino muy especialmente, el papel de los dominicales disidentes o no alineados con el control en el gobierno corporativo de las sociedades. Los dominicales minoritarios, y particularmente los fondos activistas, pueden resultar muy beneficiosos para el gobierno de las sociedades¹⁰⁴. Como se ha explicado con anterioridad, la entrada de dominicales minoritarios en las sociedades favorece el *monitoring* del *management* y del resto de administradores alineados con el bloque o socio de control y facilita el cumplimiento de los acuerdos contractuales y su renegociación.

entorno de negociación, el interés social es una función de la negociación leal de los derechos residuales de control de los inversores en el consejo, en vez de ser entendido como una función de un mandato inmutable para satisfacer el interés de la mayoría.

¹⁰³ FRIED, Jesse M./GANOR, Mira, “Agency Costs of Venture Capitalist Control in Startups”, *New York University Law Review*, 8, 2006, pp.1022 ss, para facilitar su *enforcement*, propone que las partes puedan contratar y concretar este estándar en los estatutos.

¹⁰⁴ BRAV, Alon et al., “Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance”, *The Journal of Finance*, 63, 2008, pp. 1734-36; para una discusión sobre el rango de cambios operacionales o financieros que promueven, v., pp. 1741-45; KAHAN, Marcel/ROCK, Edward B., “Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control”, *University of Pennsylvania Law Review*, 155, 2007, p. 1021; Lucian BEBCHUK, Lucian A. et al., “Dancing with Activists”, *Journal of Financial Economics*, 137, 2020, pp.1-41 (explican de manera analítica la participación de los activistas en las sociedades y los acuerdos que alcanzan a tal fin).

Adicionalmente, y a diferencia de los dominicales de control, los dominicales minoritarios no cuentan de su lado con los votos necesarios para dominar las decisiones del consejo. Esto significa que no tienen capacidad para imponer sus políticas o visiones de la sociedad a los otros socios: han de aplicarse a fondo para convencer a los demás consejeros de las bondades de la opción que defienden para maximizar el interés de la sociedad si quieren contar con su apoyo. Por eso no es sorprendente que las tendencias del gobierno corporativo internacional apoyen el empoderamiento de los accionistas externos y articular los mecanismos para darles voz en el consejo¹⁰⁵. En el caso de las sociedades controladas, se trataría de aumentar la supervisión a través de independientes y de dominicales no alineados con el control¹⁰⁶.

Sin embargo, como se analizará en detalle a continuación, nuestro ordenamiento ha emprendido la senda opuesta -el gobierno corporativo “a la española”-, obstaculizado activamente la entrada de estos dominicales a través de la doctrina del competidor, inicialmente jurisprudencial y luego bendecida por el legislador. A la doctrina del competidor y sus inconsistencias se dedican las páginas que restan.

6. El prejuicio contra el dominical (disidente) y la doctrina del competidor

Hemos de empezar este apartado constatando una situación que no debe sorprender al lector avezado, y es que ha arraigado entre nosotros un estado de opinión receloso de los dominicales minoritarios¹⁰⁷. A fin de cuentas, los dominicales disidentes se han convertido en una amenaza al *statu quo* de los consejos de las cotizadas y, a la vista de la sentencia del TS en el caso Duro Felguera, parece que ahora también de las sociedades cerradas atadas con pactos de socios. Los ejecutivos y los socios de control utilizan todos los resortes a su disposición para combatirlos.

En otros países es también habitual que las sociedades pergeñen estrategias de defensa frente a la entrada de consejeros no gratos para el control¹⁰⁸. Lo que resulta llamativo del caso español es que

¹⁰⁵ TONELLO, Matteo, “Board-Shareholder Engagement Practices”, *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 30-12-2019, <https://corpgov.law.harvard.edu/2019/12/30/board-shareholder-engagement-practices/>; FAIRFAX, Lisa M., “Mandating Board-Shareholder Engagement?”, *University of Illinois Law Review*, 3, 2013, pp. 825-827; GORANOVA, Maria/VERSTEGEN RYAN, Lori, “Shareholder Activism: A Multidisciplinary Review”, *Journal of Management*, 40(5), 2014, p. 1230.

¹⁰⁶ KASTIEL, Kobi, “Against All Odds: Hedge Fund Activism in Controlled Companies”, *Colombian Business Law Review*, 16, 2016, pp. 149-54 (explica que en las sociedades contraladas hay menos activismo accionarial debido a la presencia del socio de control). De ahí que se deba legislar para facilitar que los minoritarios puedan tener voz a la hora de nombrar independientes o dominicales minoritarios, v. BEBCHUK, Lucian A./HAMDANI, Assaf, “Independent Directors and Controlling Shareholders”, *University of Pennsylvania Law Review*, 165(6), 2017, p. 1271.

¹⁰⁷ El juez Lester lo expresa con suma claridad, LASTER, Travis/ZEBERKIEWICZ, John Mark, “The Rights and Duties of Blockholder Directors”, *Business Lawyer*, 70, 2015, p. 39: “Blockholder directors with large ownership stakes often have more “skin in the game” than traditional outside directors and hence have a greater economic motivation to monitor management. If blockholder directors have been elected by or appointed at the behest of insurgents, then they may join the board with a platform for change that includes fixing perceived oversight failures. Blockholder directors thus frequently have different views about matters like the type and degree of information that management should provide, the timeliness of management’s responsiveness, and what issues should be vetted with the board. One person’s monitoring is another’s harassment”.

¹⁰⁸ El juez Lester revisa las conductas anti-dominicales más habituales. Quizás la más evidente es negarle información, o dársela tarde y sesgada, para evitar así que la comparta con su *dominus*. Esta estrategia fue rechazada por el Court of Chancery of Delaware en el caso Kalisman v. Friedman (No. 8447-VLC, 2013 WL 1668205, en *17 (Del. Ch. Apr. 17, 2013). “[w]hen a director serves as the designee of a stockholder on the board, and when it is

doctrina y jurisprudencia se hayan alineado de manera contundente y entregada con los intereses de los *insiders*. La doctrina del competidor es un traje a medida -confeccionado por la jurisprudencial y adaptada por la ley en la reforma de 2014- para permitir la revocación de los dominicales minoritarios [art. 228 e) en conexión con el art. 229. 1 f) LSC y art. 224. 2 LSC]. Así mientras que en otros países los ejecutivos y socios de control tratan de aislar a los dominicales disidentes en el consejo, aquí se ha ideado una fórmula -avalada repetidamente por los tribunales- para que los socios mayoritarios puedan cesar sistemáticamente a los dominicales nombrados por el sistema de representación proporcional alegando que tienen intereses estructurales y opuestos a la sociedad, y prohibiéndoles nombrar sustitutos.

En las siguientes páginas argumentaré que se trata de una vía indirecta o soterrada de inhabilitar los nombramientos de consejeros a través del sistema de representación proporcional, neutralizando y vaciando de contenido el mecanismo legal. El resultado evidente es que se veta la entrada de dominicales que no cuenten con el beneplácito del socio de control, evitando así la supervisión concienzuda que pueden llevar a cabo los dominicales disidentes.

Esta estrategia de veto o prohibición encubierta a los dominicales minoritarios nombrados a través del sistema de representación proporcional presenta inconsistencias argumentativas de las que me ocuparé más adelante. Pero también incoherencias internas del sistema societario y falta de paralelismo en los sistemas jurídicos más destacados, algo que nos debería preocupar.

(i) *Las inconsistencias sistemáticas de la doctrina del competidor*. El análisis sistemático de la ley pone de manifiesto que se discrimina el tratamiento jurídico que dispensa el derecho de sociedades a los dominicales en función de que el socio que los nombre sea o no de control. Mano dura, durísima, para los dominicales minoritarios, y mano blanda, blandísima, para los dominicales de control. Parece ya asentado en nuestro derecho que los conflictos de interés del socio contaminan al consejero dominical (arg. ex. art. 231.1. e) y 529.vicies. 1 LSC). La diferencia de trato entre dominicales minoritarios y dominicales de control se sustancia en que los conflictos de interés del *dominus* se apuntalan como causa justa para el cese -incluso preventivo y sin posibilidad de sustitución- del dominical minoritario (arts. 229.1 f) y 224.2 LSC)¹⁰⁹. En cambio, si el socio conflictuado es de control, se aplica la regla de la abstención ex. art. 228 c) LSC. Y ello, además, con la sombra de que la abstención se reputa por muchos como excesiva en estos casos y se alega la conveniencia de que la regla de la abstención sea sustituida por una regla de inversión de la carga de la prueba análoga a la prevista en el art. 190.3 LSC, y el art. 231 bis LSC previsto para el supuesto de grupos de sociedades¹¹⁰.

A mi juicio, no resulta oportuno ni lo uno, ni la deriva que parece estar experimentando lo otro. El tratamiento dispar de nuestro ordenamiento a unos y a otros no parece justificable. En el fondo, se discrimina la capacidad de los socios de nombrar dominicales usando distintas varas de medir. Se prejuzga que la presencia de los dominicales en el consejo puede ser perjudicial en función de la

understood that the director acts as the stockholder's representative, then the stockholder is generally entitled to the same information as the director".

¹⁰⁹ Sobre la adecuación del cese del dominical minoritario, v, por todos, IRÁCULIS ARREGUI, Nerea, *Conflictos de interés del socio. Cese del administrador nombrado por accionista competidor*, Marcial Pons, Madrid, 2013, pp. 160-164.

¹¹⁰ V. por ejemplo, MEGÍAS LÓPEZ, Javier, "Las nuevas personas vinculadas a los administradores y el régimen de las operaciones intragrupo tras la Ley 5/2021, de 12 de abril (arts. 231 y 231 bis LSC)", *La Ley mercantil*, 82, 2021. Ver notas 56 y 57.

naturaleza de sus conflictos de interés, en lugar de por su capacidad de influencia en la sociedad. A fin de cuentas, los dominicales minoritarios, a diferencia de los dominicales de control, no tienen por sí mismos capacidad decisoria en el consejo. Con todo, esta contradicción se ha instalado -de manera irreflexiva, diría- en el acervo societario español: los dominicales minoritarios representan intereses particulares de socios que tienen intereses opuestos a los de la sociedad, y los dominicales de control tienen un mandato colectivo (¿societario?) y representan a socios con intereses alineados con los de la sociedad.

(ii) *La excepción española en derecho comprado*. La otra preocupación tiene que ver con la comparativa internacional. El recurso a la revocación de los dominicales minoritarios por parte de la mayoría por los conflictos de interés del socio que los propone no tiene parangón en otros ordenamientos, ni siquiera del entorno de países europeos con presencia notable de sociedades controladas. Al amparo de la doctrina del competidor se ha vedado en la práctica el acceso al consejo a través del sistema de representación proporcional virtualmente a cualquier dominical disidente del control. Nuestro ordenamiento se ha convertido en una excepción destacada y muy poco honrosa en el tratamiento hostil que dispensa a los dominicales minoritarios. Esta deriva de nuestro derecho casa mal -como vengo repitiendo- con las recomendaciones de buen gobierno corporativo tendentes a articular mecanismos eficaces para incrementar el poder de influencia de los socios minoritarios, especialmente en las sociedades controladas¹¹¹.

No se trata de algo menor: la calidad del gobierno corporativo atrae financiación e inversores a nuestro mercado y permite el crecimiento de las empresas, a pesar de que el interés del socio de control en retener el control, incluso, a costa del crecimiento, choque de bruces con el interés de los inversores de mercado¹¹². Desde esta óptica, la consecuencia no se hace esperar: sería más oportuno -en la línea de otros ordenamientos- buscar alternativas menos agresivas y gravosas que la revocación de los dominicales para lidiar con los conflictos de interés de sus *dominus*. O, al menos, realizar una interpretación restrictiva de la doctrina que permita hacerla compatible con el derecho de los socios minoritarios de nombrar consejeros a través del sistema de representación proporcional, esto es, limitando su aplicación a casos excepcionales y de extrema gravedad.

Declaradas las intenciones, me propongo, en las próximas páginas, revisar críticamente la ofensiva desarrollada entre nosotros para desacreditar a los dominicales minoritarios y rebajar sus posibilidades de formar parte del consejo. En esencia, la doctrina del competidor se asienta en un inconfesado sesgo pro-mayoritario, y en su virtud se sentencia que el ejercicio del control es una prerrogativa indiscutible de los socios mayoritarios que ni cabe compartir ni cabe supervisar. Esta perspectiva sobre el control permite legitimar la puesta en marcha de medidas defensivas contundentes de los socios mayoritarios frente lo que se interpreta como un ataque o una amenaza por parte de rivales o adversarios. Pues bien, más allá de las inconsistencias sistemáticas o de derecho comparado que se han señalado, la articulación jurídica del mecanismo de cese del dominical minoritario despierta serias dudas que deben ser analizadas. El razonamiento al uso está consagrado en la conocida “doctrina del competidor”, que se articula en cuatro pasos.

¹¹¹ V. nota 1.

¹¹² ZINGALES, Luigi/BEBCHUK, Lucian, “Ownership Structures and the Decision to Go Public”, en MORCK, Randall K. (ed.), *Concentrated Corporate Ownership*, The University of Chicago Press, 2000, pp. 55-80.

- El punto de partida reside en lo que podemos denominar el prejuicio de la dependencia genética. Este prejuicio se sustenta en la consideración de que el sistema de nombramiento proporcional imposibilita desde el origen que el dominical minoritario pueda tener imparcialidad e independencia de criterio, y lo relega a conducirse como una mera correa de transmisión de su *dominus*.
- El segundo estadio se traba desarrollando el prejuicio del conflicto permanente. Según este recelo, la naturaleza de los intereses opuestos y estructurales del *dominus* conduce a la asunción de que el conflicto permanente del consejero dominical frente a la sociedad es indomeñable o controlable mediante el uso de los deberes de lealtad de los administradores.
- El siguiente eslabón de la doctrina del competidor se expresa a través del prejuicio del comportamiento desleal del dominical minoritario en el consejo. Lo que se viene a decir es que la desconfianza que suscita la presencia del dominical en el consejo -al sospechar que está destinada a servir a los intereses “extrasociales” de su *dominus*-, conduce inexorablemente a que se rompa el principio de colegialidad y deliberación que preside el consejo.
- La pieza de cierre del razonamiento se basa en la creencia de que la comunicación del conflicto permanente del *dominus* a su dominical minoritario a través del expediente del conflicto por cuenta ajena motiva su destitución por justa causa. La argumentación conduce al resultado de que la única vía para proteger el interés social es dotar a la mayoría de un instrumento que le permita revocar a un dominical que no designó, y a cualesquiera otros que puedan venir a reemplazarlo.

A continuación, se analizarán con detenimiento cada uno de los eslabones de esta cadena argumental que tiene como resultado para el dominical minoritario -pero no para el dominical de control- una condena sin juicio ni posibilidad de redención. La aplicación mecánica de la doctrina del competidor -tal y como se viene haciendo por los tribunales- no deja escapatoria a los dominicales minoritarios nombrados a través del sistema de representación proporcional que no gocen del beneplácito de los socios de control. Con todo, la argumentación estándar adolece de excesos y generalizaciones, que se desarman al revisarse a través de un escrutinio más analítico.

6.1. El prejuicio de la dependencia (genética)

Este prejuicio revisa la relación dominical entre el socio minoritario y el dominical nombrado a través del sistema de representación proporcional en términos de sujeción y dependencia. El razonamiento nos devuelve al análisis de la doble relación de agencia en la que están inmersos los consejeros dominicales, que evoca la existencia de un conflicto de lealtades o fidelidades. Por un lado, la relación de agencia del administrador con la sociedad le obliga a actuar con imparcialidad para maximizar el interés global de la sociedad. Por otro, la relación de agencia del administrador con el socio que propone o efectúa su nombramiento le incentiva a representar o promover sus intereses y su visión del interés social. En el apartado anterior se ha puesto el acento en el deber de independencia, es decir, si la relación dominical sustentada por el contrato relacional deja o no espacio para que el administrador tenga independencia de criterio y actúe lealmente frente a la sociedad.

En este apartado corresponde situar la mirada en otro aspecto de la doble relación de agencia: el sistema de nombramiento del consejero dominical. Se trata de indagar si la dependencia o independencia de los consejeros respecto a determinados socios es una función del sistema de nombramiento minoritario o mayoritario. Dos cuestiones merecen nuestra atención. Por un lado, las suspicacias infundadas que se han instalado entre nosotros respecto al sistema de representación proporcional. Por el otro, el recelo respecto de la aptitud o adecuación del sistema de proporcional para nombrar a consejeros independientes.

a. El sistema de representación proporcional como mandato particular (y no colectivo)

Está muy difundido entre nosotros el prejuicio de que el dominical minoritario nombrado a través del sistema de representación proporcional es naturalmente dependiente de su *dominus*¹¹³. Según este apriorismo, la sujeción del dominical a su *dominus* a través del art. 243 LSC se produce a causa del sistema de nombramiento, que les vincula irremediabilmente desde el origen y le imposibilita al dominical tener independencia de criterio *ex. art. 228 LSC*.

El sistema de nombramiento se configura así como una suerte de pecado original, una vinculación que contamina todo y de la que le es imposible sustraerse al dominical. La sentencia de la Audiencia Provincial de Barcelona en el caso FCC/Acciona lo expresa con claridad: "...pues en el caso presente (refiriéndose al vínculo reconocible entre el accionista que nombra por el sistema de representación proporcional y el consejero nombrado) subsiste la facultad del mandante de revocar el nombramiento y el consejero así designado, *que no lo es por mayoría*, ejercita los poderes del cargo por cuenta y en interés de quien lo nombra. Este nombramiento genera un vínculo más o menos perceptible, *consustancial y genético* por más que los nombrados se comprometan, "como no podía ser de otra forma", a actuar con independencia y sin ajustarse a instrucciones de la persona a la que deben el nombramiento y que puede, en cualquier momento, destituirlos".

Es fácil constatar que esta argumentación se sustenta en dos ideas. La primera hace referencia a la dependencia o sujeción propia de la relación dominical o de influencia que se sustenta a través del contrato relacional (aunque no se emplea esta terminología ni se conocen, claro, las condiciones para el equilibrio cooperativo en la relación). Curiosamente, cuando el que nombra al consejero es un socio minoritario se reconoce sin ambages la relación dominical, y se da por bueno y probado que la lealtad hacia el *dominus* es contradictoria -incompatible, en puridad- con la lealtad hacia la sociedad. Cuando el que nombra al consejero dominical es el socio de control, que naturalmente no necesita acudir al sistema de representación proporcional, pues domina la elección por el mecanismo mayoritario, entonces este reconocimiento no existe: ni doble lealtad ni contradicción con el servicio a la sociedad -que lo es a todos los socios, no solo al de control-.

¹¹³ V. a modo de muestra o ejemplo, MARTÍNEZ-GIJÓN MACHUCA, P., "El derecho de representación proporcional en las sociedades de capital. Cuestiones prácticas", *Revista de derecho de sociedades*, 37, 2011, p. 51 ("Cuando se pone en marcha el procedimiento de designación de consejeros por el sistema de representación proporcional el nombramiento no lo realiza propiamente la junta general sino los accionistas agrupados"); IRÁCULIS ARREGUI, Nerea, *Conflictos de interés del socio. Cese del administrador nombrado por accionista competidor*, Marcial Pons, Madrid, 2013, p. 168 ("La designación del consejero tiene lugar de forma directa, sin que la junta tenga intervención alguna, al realizarse en el momento de la celebración de la junta pero no por la junta"); PORTELLANO DIÉZ, Pedro, *El deber de los administradores de evitar situaciones de conflicto de interés*, Civitas, Madrid, 2016, p. 155 ("El origen del problema es, pues, la fuente del nombramiento como consejero: directamente por un accionista competidor a través del sistema de representación proporcional". Y añade, "Los otros consejeros son -y esto es lo relevante- elegidos por la junta, no por un socio o una agrupación de socios").

La segunda idea es complementaria de la anterior, y apunta a que el sistema de nombramiento proporcional predetermina una posición estructural de dependencia “inhabilitante” del dominical para el ejercicio de sus deberes como administrador de la sociedad -lo caracteriza de mera correa de transmisión-. En definitiva, se desliza la idea de que la relación dominical compromete en distinto grado la independencia del dominical en función del sistema de nombramiento. Ahí es nada.

Esta manera de razonar es peligrosa porque viene en realidad a cuestionar la legitimidad del sistema de representación proporcional ex. art. 243 LSC para nombrar administradores. A este respecto, es preciso subrayar dos aseveraciones. La primera es fácil de apreciar, y es que tan administrador de la sociedad es el nombrado a través del sistema mayoritario, como el nombrado a través del sistema de representación proporcional. Las reglas de las sociedades de capital -que son las que colectivamente los socios han aceptado para arbitrar su relación social y su gobierno- no dejan dudas al respecto¹¹⁴. Una vez nombrados, a través de las reglas oportunas para ello, son administradores “de todos los socios” y han de velar por la maximización del interés global de la sociedad a través de la sujeción de los deberes fiduciarios.

La segunda parte de la argumentación es aún más peliaguda. Se traduce en que la relación dominical o de influencia es impermeable al sistema de nombramiento. Los socios de control nombran dominicales a través del sistema mayoritario, porque tienen la mayoría para hacerlo, mientras que los minoritarios lo hacen, bien a través del sistema mayoritario con la connivencia del socio de control, bien “a la fuerza” a través del sistema de representación proporcional. *El sistema de nombramiento afecta a la constatación o expresión de la relación dominical, pero no a su naturaleza*. Tan dominical es el administrador nombrado a través del sistema mayoritario como el nombrado a través del sistema de representación proporcional. Se me antoja aventurado suponer que la relación dominical entre el socio minoritario y su dominical es más intensa o grave que la relación dominical entre el socio de control y su dominical: los incentivos del contrato relacional funcionan de igual manera en ambos casos. Tanto el nombramiento como la revocación del dominical están en manos del *dominus*¹¹⁵. O dar por supuesto -como se hace sin evidencia empírica- que los intereses de unos socios -los de control- están necesariamente más alineados con la maximización del valor global de la sociedad que los de los intereses de otros socios -los minoritarios-.

En cambio, lo que sí se puede verificar es que (i) la capacidad de influencia de los socios de control a través de sus dominicales en las decisiones del consejo es cualitativamente mucho mayor que la que puedan desplegar los socios minoritarios, lo que nos debería poner en guardia, y (ii) la relación dominical del administrador nombrado a través del sistema de representación proporcional queda

¹¹⁴ Ver las reflexiones en SÁEZ LACAVE, Maribel, “Nombramiento y cese de los consejeros minoritarios”, *InDret*, 3, 2012, pp. 20 y ss.

¹¹⁵ La lógica más elemental indica que ha de existir una correspondencia entre la capacidad de nombrar administradores y la de revocarlos. En consecuencia, la decisión de separación *ad nutum* atañe a la mayoría -que se corresponde con la capacidad de decisión del socio de control en sociedades controladas- si fue nombrado por la mayoría, y al socio minoritario, si fue nombrado a través del sistema de representación proporcional. De otra manera, el derecho de nombrar dominicales de la minoría sería inconsistente y defectuoso si la mayoría pudiera acto seguido separarlos. Justamente por eso se acude al expediente del conflicto permanente como justa causa para separarlos ex. art. 224 LSC. V. las reflexiones en SÁEZ LACAVE, Maribel, “Nombramiento y cese de los consejeros minoritarios”, *InDret*, 3, 2012, p. 21. También GIMENO RIBES, Miguel, “Consejeros de la minoría, conflicto permanente y pacto omnilateral”, *Revista de Derecho de Sociedades*, 61, 2021, versión electrónica, p. 5.

más expuesta y es más transparente que la del dominical nombrado a través del sistema mayoritario (salvo que se fuerce a reportarlo o declararlo, como sucede en las sociedades cotizadas). Lo que nos debería llevar a pensar que el problema no es la transparencia o la nitidez con la que se identifica al dominical minoritario, sino, más bien al contrario, que haya dominicales “tapados” o no declarados.

b. Sistema de representación proporcional y consejeros independientes

Sentado lo anterior, el otro aspecto que merece reflexión es si el sistema de representación proporcional es adecuado para nombrar consejeros independientes. La cuestión ya se suscitó en la sentencia de la Audiencia de Barcelona en el caso de FCC/Acciona. En palabras del tribunal: “En tal tesitura no cabe considerar el nombramiento de los consejeros con independencia del origen subjetivo de su nombramiento; el dato relevante en este caso no es tanto la actitud y cualidades personales de los nombrados, o las mayores o menores garantía de independencia que personalmente ofrezcan, sino la fuente u origen de su nombramiento”. Esta tesis ha encontrado reconocimiento en nuestra doctrina¹¹⁶. Esta línea de razonamiento no es baladí, porque refleja gráficamente los prejuicios de nuestro sistema frente a la capacidad o al empoderamiento de los socios minoritarios para nombrar administradores.

Las diferencias entre los consejeros dominicales y los consejeros independientes se muestran a las claras. El consejero dominical tiene un vínculo de carácter fiduciario con el socio que lo nombra, y representa los intereses del *dominus* en el consejo. En cambio, el consejero independiente se caracteriza por carecer de vínculos con la sociedad o con quienes ejercen el control -*management* y socios de control-: las condiciones objetivas de independencia están recogidas en el art. 529-duodeceis.4 LSC.

Pues bien, el razonamiento parece sostener que, en las sociedades controladas por socios mayoritarios, no atenta contra la independencia de los consejeros independientes que sean nombrados por los socios de control a través de la regla de mayoría, pero sí que lo hagan los socios minoritarios a través del art. 243 LSC. Los tribunales han negado la posibilidad de que los socios minoritarios nombren consejeros independientes, alegando que el consejero designado a través del sistema de representación proporcional es, siempre y por necesidad, dominical.

Esto, bien mirado, no parece tener mucho sentido. Si nos creemos que la independencia de los consejeros es una cualidad objetiva -como parece ser la visión imperante¹¹⁷-, y no se ve afectada por el peso de uno u otro socio en su nombramiento, debiera ser posible nombrarlos tanto a través de la regla de mayoría como a través del sistema de representación proporcional. Al menos, si pensamos en las sociedades controladas, la situación parece simétrica: nombramiento por el socio de control en virtud de su mayoría, en un caso; nombramiento por el socio significativo minoritario, en virtud del sistema de representación proporcional consagrado en la ley, en el otro.

¹¹⁶ IRÁCULIS ARREGUI, Nerea, Conflictos de interés del socio. Cese del administrador nombrado por accionista competidor, Marcial Pons, Madrid, 2013, pp. 158-164.

¹¹⁷ PAZ-ARES RODRÍGUEZ, José Cándido, *Identidad y diferencia del consejero dominical*, Colegio de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España, Madrid, 2019, pp. 53-54. MEGÍAS LÓPEZ, Javier, “El deber de independencia en el consejo de administración: conflictos de interés, dispensa y business judgment rule”, *Revista de derecho de sociedades*, 52, 2018, p. 16. PORTELLANO DIÉZ, Pedro, *El deber de los administradores de evitar situaciones de conflicto de interés*, Civitas, Madrid, 2016, p. 76.

Si, en cambio, aceptamos que hay un riesgo de “dominicalización” del consejero independiente en virtud de la influencia del socio en el sistema de nombramiento, tal riesgo ha de pervertir tanto el sistema de representación proporcional como el mayoritario, si hay socios de control. A mi juicio, esta es posiblemente la proposición correcta. Lo que nos debería llevar, si nos tomamos en serio su función y aportación de valor de los independientes en los consejos, a repensar y revisar el sistema de nombramiento de estos consejeros para fortalecer su independencia respecto de quien los nombra, que, entre nosotros, en las sociedades controladas, es el socio de control a través del sistema mayoritario¹¹⁸.

6.2. El prejuicio del conflicto permanente

En el apartado anterior hemos analizado el prejuicio de la dependencia genética del dominical minoritario, según el cual, los dominicales minoritarios no son independientes *ex art.* 228.d) LSC, ni lo pueden llegar a ser porque su nombramiento es particular y no colectivo: el nombramiento a través del sistema de representación proporcional prejuzga su independencia como administradores y les convierte necesariamente en meras correas de transmisión de los deseos de sus *dominus*. En este apartado corresponde desplegar la pieza central de la argumentación de la doctrina del competidor contra los dominicales minoritarios: el prejuicio o descrédito contra los dominicales minoritarios se vincula a la prosecución de intereses perjudiciales y dañinos para la sociedad de manera estructural o permanente.

La existencia de un conflicto permanente constituye el núcleo de la doctrina del competidor, que se ubica en el art. 229.1.f) en conexión con el art. 224.2 LSC. En esencia se establece que cuando los intereses de los dominicales sean opuestos estructuralmente a los de la sociedad, la mayoría puede revocar al dominical minoritario por infringir sus deberes de lealtad por conflicto de interés por cuenta ajena, incluso de manera preventiva y sin posibilidad de sustitución.

El mecanismo de la revocación se activa con la mera acreditación de un potencial conflicto permanente entre el socio minoritario -que nombra al dominical a través del sistema de representación proporcional- y la sociedad. Al final, que el dominical sea o no susceptible de ser cesado se fía a demostrar que el socio es, desde la perspectiva material, un competidor¹¹⁹. Así pues, la piedra angular que sustenta todo el proceso de revocación del dominical minoritario es el concepto del conflicto permanente.

a. ¿Por qué tenemos el conflicto permanente tipificado entre los deberes fiduciarios de los administradores?

Lo primero que llama la atención de la naturaleza del conflicto permanente es su efecto insuperable, incapacitante o inhabilitante, que recuerda más a las prohibiciones para ser administrador de la órbita del art. 213 LSC que al deber de evitar situaciones de conflicto de interés

¹¹⁸ En esta línea, v. por todos, BEBCHUK, Lucian A./HAMDANI, Assaf, “Independent Directors and Controlling Shareholders”, *University of Pennsylvania Law Review*, 165(6), 2017, p. 1271.

¹¹⁹ JUSTE MENCÍA, Javier, “Artículo 229. Deber de evitar situaciones de conflicto de interés”, en JUSTE MENCÍA, Javier et al. (coord.), *Comentario de la reforma del régimen de las sociedades de capital en materia de gobierno corporativo*, Thomson Reuters-Civitas, 2015 p. 407; PORTELLANO DIÉZ, Pedro, *El deber de los administradores de evitar situaciones de conflicto de interés*, Civitas, Madrid, 2016, p. 150.

de la órbita del art. 229 LSC. La caracterización de este conflicto por parte de la doctrina y la jurisprudencia así parece entenderlo¹²⁰. Las notas que lo definen son: (i) La existencia de un conflicto permanente del *dominus* contamina al dominical hasta el punto de que le impide desempeñar el cargo de administrador, y (ii) no constituye un riesgo para el valor de la sociedad que puedan dominar los administradores a través de la sujeción a los deberes de lealtad. Es, más bien, un peligro ajeno e insuperable para el administrador, inmune a las medidas profilácticas dispuestas para lidiar con los conflictos de interés, como son la comunicación del conflicto y la abstención¹²¹.

Bien mirado, la descripción al uso recuerda inexorablemente a un conflicto que inhabilita *ab initio* al dominical minoritario para ejercer como administrador, una suerte de inhabilitación para ser administrador por cuenta ajena. En otras palabras, una prohibición -de la órbita del art. 213 LSC- al socio minoritario para administrar directamente o a través de persona interpuesta. Si se mira desde esta perspectiva, recobraría sistemáticamente pleno sentido la revocación que a continuación impone el art. 224 LSC. Piénsese que la destitución de manera inmediata a petición de cualquier accionista es el remedio que establece la ley en relación con los administradores que incurran en incapacidad o se encuentren sometidos a alguna prohibición. Pues bien, abona la idea de la naturaleza incapacitante del conflicto permanente que, a renglón seguido, en el siguiente apartado, se disponga la misma vía de cese para “los administradores y las personas que bajo cualquier forma tengan intereses opuestos a los de la sociedad”. Es más, la doctrina ha hecho hincapié en el “carácter preventivo” del cese de los administradores por esta vía¹²², lo cual recuerda a la calificación tradicional de las prohibiciones del art. 213 LSC como “medidas de seguridad”. Es verdad que el cese por parte de la junta en el caso de las prohibiciones *ex art.* 213 LSC es forzoso, mientras que en el caso del conflicto permanente es discrecional. Pero no cabe duda de que al ser la propia junta la que decide sobre la existencia del conflicto permanente y la destitución del administrador, el socio minoritario está a expensas de la “discrecionalidad” de los socios de control¹²³.

Esta es la conclusión de fondo que alcanza de manera generalizada la doctrina y la jurisprudencia en España. Lo que no se dice es que una inhabilitación civil o societaria -que además no trae su

¹²⁰ IRÁCULIS ARREGUI, Nerea, *Conflictos de interés del socio. Cese del administrador nombrado por accionista competidor*, Marcial Pons, Madrid, 2013, p. 163, “...por lo que está totalmente justificado tomar en consideración el carácter de competidor de un socio a los efectos de impedirle acudir al mecanismo que la ley ha puesto a su disposición para la tutela de sus intereses como socio minoritario, o de colocarle en una *situación de imposibilidad absoluta para designar consejeros*, aunque estos reúnan las condiciones de independencia adecuadas”. Y añade, p. 268 (“...cabe defender que la existencia de un conflicto de intereses estructural o permanente opera *ex ante* como prohibición o imposibilidad de realizar el nombramiento ...”).

¹²¹ En el caso Duro Felguera, el TS confirma la irrelevancia de los deberes de lealtad a efectos del conflicto permanente, por cuanto estaba acreditado que los dominicales minoritarios se habían abstenido en las votaciones relativas a transacciones conflictuadas entre la sociedad y el *dominus*. V. GIMENO RIBES, Miguel, “Consejeros de la minoría, conflicto permanente y pacto omnilateral”, *Revista de Derecho de Sociedades*, 61, 2021, versión electrónica, p. 8.

¹²² IRÁCULIS ARREGUI, Nerea, *Conflictos de interés del socio. Cese del administrador nombrado por accionista competidor*, Marcial Pons, Madrid, 2013, pp. 164, 189.

¹²³ JUSTE MENCÍA, Javier, “Artículo 229. Deber de evitar situaciones de conflicto de interés”, en JUSTE MENCÍA, Javier et al. (coord.), *Comentario de la reforma del régimen de las sociedades de capital en materia de gobierno corporativo*, Thomson Reuters-Civitas, 2015, p. 409, (“Dada la dificultad de determinar el concepto mismo de interés social, existe un riesgo cierto del incremento de la litigiosidad en el momento en que las actividades del administrador sean incómodas o contrarias al interés de la mayoría o de la minoría”).

causa de una condena penal- representa una intromisión muy grave en el derecho a ejercer una determinada profesión¹²⁴. Quizás por eso, la doctrina del competidor se ha desarrollado, primero por parte de la jurisprudencia, y luego con el espaldarazo del legislador en la reforma de 2014, al cobijo de la prohibición de competencia. Con todo, la prohibición del conflicto permanente, al funcionar como una inhabilitación encubierta, encaja mal con los deberes de lealtad y el elenco de conductas que los administradores deben evitar. Aunque, *a priori*, se podría pensar que la regla del art. 229.1.f) LSC recoge la prohibición de competencia tradicional de nuestro derecho (el antiguo 230 LSC), reformulada como conflicto de interés permanente, hay varias razones que nos disuaden acerca de su encaje entre los deberes de lealtad de la ley.

(i) *El primer motivo es de técnica jurídica*. El avance del conocimiento en relación con los costes de agencia y una mayor sofisticación de la técnica jurídica han ayudado a calibrar el tratamiento legal de los deberes de lealtad de los administradores. Así, la definición misma de tales deberes ha evolucionado desde la formulación de un riesgo genérico, abstracto y focalizado en la actividad empresarial del administrador al margen de la sociedad a la que debe lealtad (el antiguo 230 LSC, que representaba el prototipo de la deslealtad) hacia una identificación más atinada y con base empírica de los conflictos de interés de los administradores en relación con la sociedad a la que sirven, que exceden el conflicto competitivo propiamente dicho. De esta manera, la ley recoge las conductas desleales de naturaleza competitiva más características, aquéllas en las que el administrador se aprovecha de su posición dentro de la sociedad para explotar privadamente información y oportunidades de negocio de la sociedad (art. 229.1 c) y d) LSC).

Visto desde este ángulo, se revela con claridad que la prohibición genérica de competencia tradicional de nuestro derecho de sociedades y la técnica más depurada de tipificación de conflictos de interés son aproximaciones distintas al deber de lealtad, y hasta cierto punto, incompatibles entre sí¹²⁵.

Curiosamente, el art. 229 LSC sigue muy de cerca el modelo de la *Section 175* de la *Companies Act* inglesa, pero en la letra f) el legislador español mete de rondón la regla tradicional de prohibición de competencia, que es desconocida para el derecho inglés¹²⁶. Esta regla es disruptiva en relación con la técnica jurídica adoptada y no aporta nada. O quizás sí. Porque sin duda sirve para dar

¹²⁴ PAZ-ARES RODRÍGUEZ, José Cándido, “Mínima de malis eligenda: cinco tesis sobre el artículo 213.1 de la Ley de Sociedades de Capital”, *Revista de derecho mercantil*, 310, 2018, versión electrónica, pp. 1-5.

¹²⁵ Hay dos modelos regulatorios: la doctrina de las oportunidades de negocio, que hunde sus raíces en los sistemas de *Common Law* (v. KERSHAW, David, *The Foundations of Anglo-American Corporate Fiduciary Law*, Cambridge University Press, 2018, pp. 430-435), y la obligación de no competencia, que se origina en los países de Europa continental (y que persiste, v. por ejemplo, en el § 88 AktG, *Wettbewerbsverbot*). Ambas aproximaciones buscan prevenir la extracción de beneficios privados, que es, en definitiva, el propósito de los deberes de lealtad (v. SITKOFF, Robert H., “The Economic Structure of Fiduciary Law”, *Boston University Law Review*, 91, 2011, pp. 1039, 1043). Pero la perspectiva es distinta en cada caso. La doctrina de las oportunidades de negocio se funda en dos principios de *Common Law* –“no conflict” y “no profit”– y pone el acento en la pertenencia a la sociedad de la oportunidad de negocio, mientras que la prohibición de competencia pone el acento en la actividad externa del administrador, y el riesgo de competencia con la sociedad.

¹²⁶ El deber de los administradores de no competir, separado de la doctrina de las oportunidades de negocio, es desconocido para el derecho inglés. Está asentado en la doctrina y jurisprudencia según la cual no se infringen los deberes de lealtad cuando un administrador compite con la Sociedad, (In *London and Mashonaland Exploration Co Ltd v New Mashonaland Exploration Co Ltd.*), v. DAVIES, Paul, *Gower’s Principles of Modern Company Law*, 6th ed., Sweet & Maxwell, 1997, p. 622; FARRAR, John/HANNIGAN, Brenda, *Farrar’s Company Law*, 4th ed., Butterworths, London, 1998, p. 414; PENNINGTON, Robert R., *Company Law*, 8th ed., Butterworths, London, 2001, p. 714.

amparo legal a la noción de conflicto permanente como justa causa de revocación, cuya construcción doctrinal y jurisprudencial carecía de fuertes asideros en el texto legal¹²⁷. Curiosamente, aunque se tipifique entre los conflictos de interés de los administradores, no señala un conflicto competitivo típico del administrador, sino del socio que nombra al dominical a través del sistema de representación proporcional. Y aunque se extiende al administrador, está fuera de la órbita de los conflictos transaccionales que puedan gobernarse a través de las medidas profilácticas. La única persona que puede evitar el conflicto permanente es el socio minoritario, renunciando a nombrar dominicales sin el beneplácito del socio de control.

(ii) *La segunda razón se refiere a la ratio de la regla.* El art. 229.1 f) LSC contempla dos supuestos: la “competencia efectiva” refiriéndose a la actividad competitiva del administrador por cuenta propia y el “conflicto permanente” que hace referencia al carácter de competidor del socio minoritario, y que extiende el riesgo competitivo al dominical a través del expediente del conflicto por cuenta ajena. Ambos supuestos son muy discutibles.

La racionalidad de la competencia efectiva rescata la lógica tradicional o histórica de la prohibición de competencia, que en la actualidad está, en gran medida, empíricamente desfasada, al menos en las sociedades de cierta envergadura. La prohibición de competencia efectiva o propia del administrador tenía lógica en el hábitat empresarial e histórico de las sociedades personalistas (art. 137 CCom) y, si cabe, en sus herederas funcionales en el tiempo, las sociedades cerradas, específicamente las sociedades de responsabilidad limitada. En este contexto, el riesgo de que un administrador (que, debido a la falta de especialización, solía ser al propio tiempo socio) replicara el modelo de negocio por su cuenta a través de otra sociedad podía ser letal para la supervivencia de la sociedad (en mercados estrechos ambas sociedades perseguirían los mismos clientes, proveedores, y oportunidades de negocio). Por eso el ordenamiento desincentivaba de raíz tales tentaciones oportunistas.

En cambio, en el contexto económico y empresarial actual, -y qué decir de las sociedades más evolucionadas, grandes y complejas, cuyo paradigma son las cotizadas, con administradores y socios mucho más especializados, unos en gestión, otros como proveedores de capital-, el paradigma de la actuación desleal del administrador es necesariamente otro. Quizás por ello la ley ha optado por desechar una prohibición de competencia genérica y superlativa -al estilo de las sociedades de personas o del factor *ex art. 288 CCom*- para pasar en buena medida a desdoblarse en conductas conflictivas más específicas y particularizadas, que atinan mejor con los riesgos efectivos para la sociedad -utilizar en su provecho oportunidades de negocio (art. 229. 1 c) o información de la sociedad (art. 229. 1 d)- siguiendo el modelo societario de la *Companies Act* inglesa. Nótese, además, que la prohibición de competencia tradicional, que es por cuenta propia -el administrador desarrolla operaciones competitivas-, puede ser contraproducente en los tiempos actuales porque lleva a obstaculizar la actividad empresarial¹²⁸. Si esto es así, la economía en su conjunto resultaría perjudicada por una prohibición de competencia estricta.

¹²⁷ IRÁCULIS ARREGUI, Nerea, *Conflictos de interés del socio. Cese del administrador nombrado por accionista competidor*, Marcial Pons, Madrid, 2013, p. 187, “Hasta el momento, la respuesta positiva la encontramos en los tribunales, y, a nuestro entender, existe una buena razón que aconseja una suerte de causa no inscrita de incompatibilidad”.

¹²⁸ KERSHAW, David, *The Foundations of Anglo-American Corporate Fiduciary Law*, Cambridge University Press, 2018, pp. 439-440, ilustra de manera soberbia la distinta perspectiva de los tribunales americanos e ingleses. En EEUU, la doctrina de las oportunidades de negocio ha sido más permisiva (relajando la regla no profit), buscando un equilibrio entre la libertad de actuación empresarial de los administradores y los deberes de lealtad hacia la sociedad. Una

Las reflexiones anteriores nos llevan a concluir que la prohibición de competencia en abstracto ha perdido sentido y racionalidad en los tiempos que corren como paradigma de la actuación desleal, y se solapa con las otras conductas tipificadas en el art. 229.1 LSC. Todo apunta a que es innecesaria, y sólo se explica su presencia como antesala del llamado “conflicto permanente”.

Aquí reside la clave. En efecto, junto a la prohibición tradicional de competencia, el legislador español introduce la noción de “conflicto permanente” como paradigma del conflicto de interés por cuenta ajena. El legislador rescata el conflicto genérico de competencia del administrador para contextualizar y poner el foco en el socio minoritario que nombra un administrador a través del sistema de representación proporcional y dar así, en definitiva, cobertura legal a la doctrina jurisprudencial del competidor. A primera vista, podría parecer sugerente la idea de impedir que las empresas competidoras que invierten en una sociedad puedan nombrar dominicales. A fin de cuentas, encaja con nuestra manera atávica de pensar sobre estas cuestiones. Pero es dudoso que esta perspectiva tenga la razón de su parte.

Para empezar, se trata de una visión desenfocada desde una perspectiva netamente jurídica. Entre nosotros, el conflicto permanente por cuenta ajena pone el foco en el socio competidor que designa un dominical en el consejo, mientras que, en otras jurisdicciones, el caso paradigmático de actuaciones competitivas en el entorno de las sociedades de capital concierne al administrador que es a su vez administrador de otra sociedad competidora¹²⁹. La doctrina suele contemplar este supuesto también en nuestro derecho, al menos de manera tangencial (el caso estrella del llamado conflicto permanente es el dominical minoritario designado por un socio competidor)¹³⁰. Resulta llamativo, cuando menos porque es frecuente en nuestra práctica empresarial que los administradores intercambien puestos en los consejos de administración entre sociedades - muchas de ellas competidoras- a efectos de control (los llamados *interlocking directors*). Con todo, la presencia de administradores en los consejos que son a su vez ejecutivos de sociedades competidoras ha sido pacífica en el pasado -y, previsiblemente, también lo será en el futuro gracias al puerto seguro de la dispensa-. Ni se les ha vetado su entrada a los consejos, ni se han visto

aplicación muy estricta de los deberes de lealtad conduciría a que se descartaran como administradores a personas con altas capacidades empresariales, si se les prohíbe de raíz desarrollar actividades mercantiles al margen de la sociedad. De hecho, la crítica más acusada del sistema inglés es la rigidez: penaliza cualquier oportunidad de negocio, incluso aquellas que no sólo no dañen a la sociedad, sino que incluso le sea beneficiosa. Lo que conduce a que la única manera segura para el administrador de operar al margen de la sociedad sea la dispensa de la sociedad.

¹²⁹ El derecho inglés no contempla en la ley una prohibición de competencia (v. nota 126). Sin embargo, la doctrina y alguna jurisprudencia se plantean los riesgos del caso del administrador que lo es también de una sociedad competidora como el caso paradigmático de prohibición de competencia en el ámbito de las sociedades de capital. DAVIS, Paul/WORTHINGTON, S., *Gower's Principles of Modern Company Law*, 11th ed., Sweet & Maxwell, 2021, p. 622, “It is generally stated that ... a director cannot be restrained for acting as a director of a rival company. And it has been said that “What he could do for a rival company he could, of course, do for himself”. This view is becoming increasingly more difficult to support”. Por su parte el Derecho alemán, que sólo contempla legalmente la prohibición de competencia, mientras que la doctrina de las oportunidades de negocio ha tenido un desarrollo jurisprudencial, establece en el § 88 (1) AktG que un consejero ejecutivo no lo puede ser de otra sociedad de capital. Nótese que la regla alemana está restringida a los ejecutivos, excluyéndose los conflictos indirectos o por cuenta ajena relativos a los dominicales (ergo, los administradores del consejo de vigilancia nombrados por los socios o los trabajadores). De hecho, el conflicto de competencia indirecto o por cuenta ajena no sólo no incluye al socio al que representa, sino que opera solamente cuando el administrador es socio único de la de la sociedad competidora o además de socio, es administrador ejecutivo, v. SPINDLER, Gerald et al. (eds), *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*, C.H. Beck, 2019, § 88 Parágrafos 20, 21.

¹³⁰ Sobre este supuesto, v. OTEGUI JÁUREGUI, Kattalin, *Los conflictos permanentes de interés entre el administrador y la sociedad*, Marcial Pons, Madrid, 2018, pp. 145 ss (y las referencias que se incluyen).

abogados al cese por encontrarse en un conflicto permanente (como sí ocurre -y seguirá sucediendo- en el caso de los dominicales minoritarios).

Por otro lado, también es una visión desencaminada desde una perspectiva económica. Llama la atención que otras jurisdicciones más experimentadas que la nuestra en estas lides, mantengan otra postura bien distinta frente a los “conflictos permanentes”. El razonamiento que allí se sostiene apunta a que evitar tales conflictos puede traer más perjuicio que beneficio para el interés de la sociedad si se disuade a socios clave de cooperar e invertir en proyectos valiosos. Esto es muy relevante en relación con las estrategias de financiación modernas, en las que socios significativos con representación en el consejo pueden verse envueltos en conflictos de manera recurrente. Por eso, han resuelto facilitar la contratación entre socios en relación con tales deberes para proteger formas de financiación de la sociedad más innovadoras¹⁵¹.

(iii) En tercer lugar, *no se sostiene desde la óptica de la operativa de los deberes de lealtad*. El plan legal respecto de la nueva redacción de los deberes de lealtad de los administradores busca desincentivar conductas de los administradores que, persiguiendo sus intereses privados, reduzcan el valor de la sociedad. Para eso se despliegan las medidas profilácticas o de prevención del riesgo: se identifican las conductas típicas, se establece la obligación de abstenerse de actuar para evitar que nazca el conflicto, y, llegado el caso, se imponen obligaciones de comunicación y de abstención.

Pero el art 229.1 f) LSC, y en particular, la alusión al conflicto permanente no encaja en absoluto con dicho plan de actuación. El mecanismo genérico de la prohibición de competencia transmuta en el concepto de conflicto permanente para guardar cierta semejanza -al menos terminológica- con los demás conflictos recogidos en el art. 229 LSC, dando a entender que su racionalidad y manera de proceder por parte del administrador es idéntica. Lo que pasa es que por cambiar el nombre de las cosas no se altera su sustancia. En este caso, y a diferencia de los otros, el carácter de competidor del socio designante, a modo de pecado original, emponzoña irremediabilmente al dominical, que nada puede hacer para evitar el conflicto. No está en su mano, por mucha probidad que demuestre. A diferencia del resto de las conductas desleales tipificadas, evitar el conflicto permanente recae en el socio, no en el dominical: o renuncia al nombramiento del dominical, o se arriesga a que, con toda probabilidad, sea destituido por la mayoría -en las controladas, por el socio o bloque de control, en la realidad¹⁵²-.

¹⁵¹ En el año 2000 se modificó la *Delaware General Corporation Law*, y se introdujo el par. 122 (7), que permite a las sociedades contratar las oportunidades de negocio. Esta iniciativa fue posteriormente imitada por otros estados y por la American Bar Association en el *Model Business Corporation Act*. Las empresas americanas han utilizado ampliamente los COWs, *corporate opportunity waivers*, como lo ponen de relieve empíricamente, RAUTERBERG, Gabriel/TALLEY, Eric L., “Contracting Out of the Fiduciary Duty of Loyalty: An Empirical Analysis of Corporate Opportunity Waivers”, *Columbia Law Review*, 117, 2017, p. 1075. El argumento es que una definición imperativa y rígida de los deberes de lealtad dificulta la financiación de las empresas (“This claim was based in part on the recognition that many then emerging sources of capital, such as private equity, venture capital, or spin-off transactions, may subject their financial sponsors to fiduciary duties in profound conflict with either their larger business plans or with fiduciary obligations they owe to other business entities. Absent the contractual ability to clarify ownership rights regarding new business opportunities, it is difficult to see how such capital structures could stably persist within the standard corporate arrangement”, p. 1080).

¹⁵² PORTELLANO DIÉZ, Pedro, *El deber de los administradores de evitar situaciones de conflicto de interés*, Civitas, Madrid, 2016, p. 156, trata de encajarlo en la mecánica del deber de comunicación del conflicto del administrador ex. art. 229.3 LSC. El socio que vaya a designar al dominical a través del sistema de representación proporcional deberá indicar que es competidor, para que la junta dominada por el socio de control, cómodamente, le pueda dispensar o

La regla del conflicto permanente no trata de aproximar el estándar de conducta deseable a los administradores, porque ni el dominical inicialmente nombrado, ni su sustituto pueden sustraerse del conflicto. A pesar de que está entre el catálogo de los conflictos que deben evitar los administradores, parecería más bien que la regla impone al socio minoritario el deber (¿de lealtad?) de renunciar a nombrar dominicales.

El análisis anterior nos conduce a pensar que la regla del conflicto permanente se ha metido a presión entre los deberes de lealtad de los administradores, y que recuerda más a la lógica de las incapacidades y prohibiciones que a la propia de los deberes de lealtad. A fin de cuentas, la norma viene a establecer, pura y llanamente, que los socios que sean caracterizados como potenciales competidores *ex ante* o que estén inmersos en un conflicto permanente con la sociedad -sea lo que sea que quiera significar-, están *de facto* inhabilitados para administrar por cuenta propia o ajena -en definitiva, para nombrar dominicales-, y que, si lo hacen, podrán ser destituidos por la mayoría de socios (cuyo criterio prevalece incluso sobre lo manifestado en un pacto parasocial).

Su ubicación entre los deberes de lealtad es chocante, si no fuera -y aquí está la clave- porque su inclusión entre las prohibiciones del art. 213 LSC despertaría lógicas suspicacias. La limitación del derecho de los socios de administrar y nombrar dominicales bajo la sospecha de que no es persona apropiada u honorable para la actividad empresarial, difícilmente superaría un test de proporcionalidad¹³³. En cambio, la construcción jurisprudencial de la doctrina del competidor en torno a la prohibición de competencia de los administradores, encajada entre los deberes de lealtad de los administradores, permite vestir una causa de inhabilitación de los administradores -de los socios minoritarios, en realidad- como justa causa de revocación del administrador, al resguardo de miradas inquisidoras. A fin de cuentas, las incapacidades y prohibiciones ex art. 213 LSC tienen una carga sancionadora y limitativa de derechos que no parece predicarse o extenderse a la revocación del dominical con un conflicto permanente por cuenta ajena. Y eso a pesar de los agravios que entraña la regla del 229.1.f) LSC y su aplicación jurisprudencial, que permite que el conflicto pueda ser meramente potencial y aplicable a cualquier persona llamada a sustituir al dominical revocado, aun cuando concitara las condiciones objetivas de independencia de los consejeros independientes.

cesar ex. art. 230. 3 LSC. Naturalmente, la impugnación del acuerdo de cese, en estas condiciones, se hace aún más cuesta arriba para el socio minoritario.

¹³³ V. las reflexiones sobre el test de proporcionalidad de PAZ-ARES RODRÍGUEZ, José Cándido, “Minima de malis eligenda: cinco tesis sobre el artículo 213.1 de la Ley de Sociedades de Capital”, *Revista de derecho mercantil*, 310, 2018, pp. 13 y ss. La sospecha de que la peligrosidad especial del *dominus* minoritario -por el mero hecho de ser competidor- y su dominical -nombrado a través del sistema de representación proporcional- para poner en riesgo la integridad empresarial, sorprende. En palabras de la Audiencia Provincial de Vizcaya, en el caso Iberdrola/ACS, se dice “Digamos que el consejero nombrado al amparo del art. 137 de la LSA de “representación proporcional” da pie a la concepción de una representación indirecta que implica el ejercicio del cargo por cuenta y en interés de otro, el accionista que les nombra, *pudiéndose sacrificar su interés como socio en la sociedad que ha designado consejero frente al mayor interés que obtendría en la sociedad competidora*”. También parece desproporcionado en palabras de IRÁCULIS ARREGUI, Nerea, *Conflictos de interés del socio. Cese del administrador nombrado por accionista competidor*, Marcial Pons, Madrid, 2013 p. 178, (“La tutela preventiva del interés social, sin necesidad del que el conflicto se materialice concretamente en el ejercicio del cargo, ni de que efectivamente se llegue a infringir el deber de lealtad por parte del administrador, es el fundamento jurídico de la sujeción del ejercicio del derecho de representación proporcional al requisito sustancial de que el accionista minoritario no está afecto por una situación de conflicto de intereses estructural o de competencia”).

En otro orden de valoración, una regla que permite el veto de los mayoritarios a los nombramientos de dominicales por parte de los minoritarios inmersos en un conflicto permanente constituye un freno y obstáculo de manual al activismo accionarial en las sociedades cotizadas por parte de nuestro ordenamiento. Por eso, no conviene sacar pecho respecto a una regla que cercena y rebaja el estándar del gobierno corporativo generalizado internacionalmente, y que, además, no tiene parangón en otros sistemas jurídicos. Escondida entre los deberes de lealtad de los administradores -que parece dispuesta a impulsar un mejor gobierno- tiene menos visibilidad y no despierta tan abiertamente los recelos de los inversores internacionales.

La conclusión que se podría extraer de las reflexiones anteriores es que existen buenas razones que animan a la contención y a promover una interpretación restrictiva de la norma e, incluso, una reducción teleológica. En particular, en la valoración del conflicto permanente que motive la revocación del dominical. La severidad de la doctrina del competidor aconseja reservarla para casos extraordinariamente graves de amenaza patente al interés del conjunto de los socios, y, en todo caso, como último remedio¹³⁴.

b. Desmontando el conflicto permanente

La doctrina jurisprudencial del competidor pergeña la noción de conflicto permanente al interpretar el alcance de la prohibición de competencia que finalmente ha tenido refrendo legal en el art. 229.1 f) LSC. La STS de 12 de junio de 2008 lo precisa con claridad: “la normativa legal se inspira en el daño que pueda sufrir la sociedad, el cual ha de tratarse de un riesgo serio y consistente que puede ser actual o potencial y no exige la demostración de un beneficio efectivo en otras empresas o en otras personas”.

No cuesta mucho percatarse de que se trata de un concepto sesgado, cargado de prejuicios y fabricado a la medida para combatir la entrada de los dominicales minoritarios. A la luz de la jurisprudencia que se sigue sucediendo, quizás lo que más llama la atención es su mecanicidad: poco parece pesar el contexto o las circunstancias específicas o particulares de cada caso a la hora de evaluar su procedencia. Se aplica con la precisión de un reloj suizo y la contundencia de un martillo. Conviene, por ello, desentrañar los elementos o los criterios que hacen que un conflicto de interés se pueda calificar como permanente.

(i) *La primera característica del conflicto permanente es que se refiere a un riesgo “serio”*. Se podría pensar que el propósito del legislador al incluir la prohibición de competencia entre los deberes típicos de la lista del art. 229 1. LSC fuera identificar y advertir respecto a una conducta que entraña

¹³⁴ Hay otras voces que defienden una interpretación expansiva, tanto del ámbito de los conflictos permanentes más allá del conflicto competitivo, como de la oportunidad de la revocación para dominar tales conflictos, v. OTEGUI JÁUREGUI, Kattalin, *Los conflictos permanentes de interés entre el administrador y la sociedad*, Marcial Pons, Madrid, 2018. Comparto sin duda la visión de que los conflictos permanentes no son propios o exclusivos de los dominicales minoritarios, y que no sólo son de naturaleza competitiva. El problema no es tanto el reconocimiento de la existencia de tales conflictos, sino el pensar que, por ser permanentes, necesariamente precisan de una solución drástica o definitiva. Esta perspectiva, en aras a la coherencia, amplifica el problema y pone en jaque a los dominicales. A mi juicio, por muy permanentes o estructurales que sean han de tratarse de arbitrar y dominar -sea a través de las reglas de abstención o de dispensa- en lugar de someterlos -prima facie- a la revocación (que, además, está en manos de la mayoría).

una peligrosidad acentuada para el interés de la sociedad¹³⁵. Desde esta óptica, la mera presencia de competidores en el consejo pondría a la sociedad en riesgo, y por eso establecen mecanismos para cesarlos. Sin embargo, no parece que éste sea el caso. Conviene hacer dos reflexiones.

La primera reflexión nos advierte que la ley no veta la presencia de competidores *per se* en el consejo. En efecto, no es difícil encontrar la presencia de dominicales de socios competidores en los consejos de nuestras sociedades. La ley no veta su nombramiento, ni impone su revocación, simplemente obliga al dominical a, llegado el caso de una transacción conflictiva, declarar el conflicto de interés y abstenerse de votar.

Es más, la junta puede dispensar al competidor “amigo” a través de la previsión del art. 230.3 LSC “en el supuesto de que no quepa esperar daño para la sociedad o el que quepa esperar se vea compensado por los beneficios que prevén obtenerse de la dispensa”¹³⁶. Este será el modo de proceder en relación con aquellos consejeros dominicales, cuyos mandantes son socios minoritarios y competidores materiales, pero se hallan en connivencia con el socio de control y han sido -es de esperar- elegidos a través del sistema mayoritario. La ley hace depender la dispensa de la junta de un test coste-beneficio, por lo que se argumentará que los costes de la situación fáctica de competencia son inexistentes o compensados con los beneficios de la cooperación (a fin de cuentas, administradores y socios de control cuentan con superioridad informacional en relación con los socios externos al control).

Naturalmente, la mayoría puede cesar *ad nutum* y revocar la dispensa a estos dominicales competidores, del mismo modo que a cualquier otro administrador que haya perdido el favor de la mayoría que lo nombró -del socio o bloque de control, en realidad, si lo hay-. El cese *ad causam* del 230. 3 II LSC, a mi manera de entender, cumpliría otra función: se trataría de un mecanismo de control para asegurar o prevenir que el administrador no compite con la sociedad sin autorización, o habiéndola, que será lo habitual, la actividad competitiva ha dejado de estar cubierta por el test coste-beneficio que legitima la dispensa. De hecho, esta era justamente la función tradicional de la regla de cese ex art. 224.2 LSC: presionar a la mayoría para que decida la separación de un administrador, por ella nominado y sostenido, que hace competencia a la sociedad (y no para cesar a los administradores nombrados a través del sistema de representación proporcional, como se viene haciendo últimamente).

Con todo, debería ser una medida extrema o de *ultima ratio*, dado que su infracción desencadena un proceso de destitución del administrador en lugar de las acciones de responsabilidad ex. art 132

¹³⁵ PORTELLANO DIÉZ, Pedro, *El deber de los administradores de evitar situaciones de conflicto de interés*, Civitas, Madrid, 2016, p. 146 (“el administrador obtendría decisivos ahorros de costes, podría explotar en su beneficio las relaciones que ha logrado con otros agentes económicos gracias a su relación con la sociedad e, incluso, desde el interior de la sociedad proceder a su aniquilamiento”).

¹³⁶ En puridad, la dispensa de un conflicto permanente, entiendo, que ha de ser también permanente. Porque si no, si los conflictos se pueden aislar y las conductas individualizar, el concepto de conflicto permanente sobra. Lo que pasa que entonces se agranda la desproporción-y la arbitrariedad de la mayoría- entre las decisiones de cesar al administrador o dispensarle. La doctrina se debate en este dilema, a favor de una autorización genérica, v. JUSTE MENCÍA, Javier, “Artículo 230. Régimen de imperatividad y dispensa”, en JUSTE MENCÍA, Javier et al. (coord.), *Comentario de la reforma del régimen de las sociedades de capital en materia de gobierno corporativo*, Thomson Reuters-Civitas, 2015, pp. 422 ss. En contra, v. PORTELLANO DIÉZ, Pedro, *El deber de los administradores de evitar situaciones de conflicto de interés*, Civitas, Madrid, 2016, pp. 33-35, y 160-161; OTEGUI JAUREGUI, Kattalin, *Los conflictos permanentes de interés entre el administrador y la sociedad*, Marcial Pons, Madrid, 2018, pp. 219 ss, en especial, 226 ss.

LSC, como es el caso habitual de la infracción de los deberes de lealtad. Pero también redundante si el socio de control no tiene voluntad de separarlo, más allá de que se fuerce la votación de la junta, una vez esgrimidas las razones por las que debe permanecer en su puesto. Es verdad que el acuerdo que mantiene al administrador en su cargo y evita su cese es impugnabile (como lo es también el que le concede la dispensa), y entonces el juez tendrá que revisar si es conforme o no con el test coste-beneficio. Pero, nótese que, a pesar de la mecanicidad del precepto, la revisión judicial es costosa e incierta: tanto la determinación del perjuicio -que motiva la revocación- como del beneficio -que motiva la dispensa- son criterios maleables y que, dada la información asimétrica ente los internos y externos al control, están al albur de la mayoría -de nuevo, del socio de control si lo hay-. Mirado desde esta óptica, parecería que el conflicto permanente como causa de revocación serviría primordialmente como excusa para cesar dominicales minoritarios que no gozan del favor del socio de control ex. art. 224. 2 LSC -que por esa falta de favor han sido nombrados a través del sistema de representación proporcional-, más que para lidiar de manera eficaz y resolutive con los conflictos de interés especialmente “serios” y perjudiciales que pueda suscitar el *dominus*.

Adicionalmente, la segunda reflexión tiene que ver con este último razonamiento, que engancha con la motivación que se presupone al competidor en función del sistema de nombramiento. En nuestra experiencia, basta acreditar la condición de competidor material, actual o potencial, con la sociedad para motivar la revocación. Se presupone que el socio -y su dominical- es, por definición, estructural e íntegramente desleal respecto de la sociedad.

Dicho de otro modo, los nombramientos del *dominus* competidor a través del sistema de representación proporcional se reputan dolosos -tienen el propósito de dañar seriamente a la sociedad- mientras que los nombrados a través del sistema mayoritario no (y por ello se pueden tolerar o dispensar). Más racional y oportuno sería partir del presupuesto contrario: que el socio -por muy competidor que sea- lo que busca es maximizar su inversión en la sociedad, y que nombrar a un dominical responde a esa lógica.

Para terminar, y para poner las cosas en sus justos términos, es conveniente abrir el foco del debate. El objetivo es advertir que la manera de razonar de la jurisprudencia y de la doctrina mayoritaria a la que nos tienen acostumbrados está anticuada, y no se compadece con la realidad económica en la que vivimos, más globalizada y tecnológica. En los países con más experiencia en el desarrollo y aplicación de los deberes de lealtad, como es Estados Unidos, se ha abierto un debate sobre su impacto económico en la actividad empresarial¹³⁷. Lo que, quizás, nos debería llevar a revisar los prejuicios atávicos respecto a los competidores y el propio concepto de conflicto permanente.

En efecto, no es extraño que personas o sociedades con intereses distintos cooperen buscando un interés común, incluso siendo competidores. Ocurre a menudo en sociedades cotizadas, porque las sociedades están muy diversificadas, y en un mercado relativamente estrecho como el nuestro, los *players* son pocos. En sociedades cerradas es muy habitual que competidores interactúen y cooperen -el caso de Duro Felguera es especialmente elocuente a este respecto-. Esta es la norma en entornos en los que hay mucha innovación, como es el caso de las empresas tecnológicas: tu competidor puede convertirse en tu único proveedor en proyectos rodeados de mucha

¹³⁷ V. CORRADI, Marco, *Corporate Opportunities. A Law and Economic Analysis*, Hart Publishing, 2021. Un ámbito en el que es más claro es la industria del venture capital, pp. 192 ss.

incertidumbre¹³⁸. Las estructuras de red o *networking* parecen ser habituales en este tipo de industrias. Pero a su vez, la innovación tecnológica se caracteriza a su vez por ser una fuente de conflictos de interés permanentes. En este entorno, el dilema que se suscita es que las reglas del derecho de sociedades pueden llevar a reducir los incentivos al emprendimiento y la invención, dado que los deberes de lealtad impiden la movilidad de los emprendedores (no pueden crear una empresa competidora o indagar nuevas líneas de negocios al margen de la sociedad)¹³⁹.

(ii) *La segunda característica del conflicto permanente es que se trate de un riesgo consistente.* La doctrina distingue los conflictos del *dominus* que contaminan al dominical entre esporádicos o coyunturales, por un lado, y potencialmente permanentes o estructurales, por el otro¹⁴⁰. Los primeros se presumen de baja intensidad para el interés de la sociedad y se conducirían por el régimen general -comunicación del conflicto y abstención-. En cambio, los segundos se consideran de alta intensidad -son contrarios y opuestos al interés de la sociedad-, y se rigen por el régimen de la revocación. El problema de esta distinción es que es simplista y está sesgada en contra del minoritario, porque la propia distinción entre conflictos coyunturales y permanentes se apoya en la presunción de que el conflicto permanente le es ajeno al socio de control. El conflicto permanente es un concepto demasiado abstracto y manipulable, se puede moldear a conveniencia, y a la par, yerra el tiro, pierde de vista la raíz del problema.

(ii.i) El concepto de conflicto permanente peca por exceso, porque es difícil que inversores significativos, pero minoritarios, y en particular en el ámbito de las sociedades cotizadas, escapen de tal categorización legal. En efecto, los socios minoritarios con suficiente poder para nombrar dominicales a través del sistema de representación proporcional están, casi por definición, sujetos a intereses extrasociales estructurales o permanentes porque se trata de otras empresas o fondos cuya actividad principal es otra a la desarrollada por la sociedad.

Esto lleva a confundir y meter en el mismo saco la existencia de intereses extrasociales o particulares de los socios, y la existencia de intereses sociales distintos, que se manifiestan en su visión del interés social y que puedan dar lugar a estrategias distintas para maximizar el valor global de la sociedad. Desde la perspectiva del conflicto permanente, la discrepancia del socio minoritario frente a las visiones de los ejecutivos y socios de control se interpreta en términos de sujeción del interés social al interés extrasocial estructural¹⁴¹.

¹³⁸ GILSON, Ronald J. et al., “Contracting for Innovation: Vertical Disintegration and Interfirm Collaboration”, *Columbia Law Review*, 109(3), 2009, pp. 431-502.

¹³⁹ CORRADI, Marco, *Corporate Opportunities. A Law and Economic Analysis*, Hart Publishing, 2021, pp. 140 ss.

¹⁴⁰ V. por todos, JUSTE MENCÍA, Javier, “Artículo 230. Régimen de imperatividad y dispensa”, en JUSTE MENCÍA, Javier et al. (coord.), *Comentario de la reforma del régimen de las sociedades de capital en materia de gobierno corporativo*, Thomson Reuters-Civitas, 2015, p. 409; PORTELLANO DIÉZ, Pedro, *El deber de los administradores de evitar situaciones de conflicto de interés*, Civitas, Madrid, 2016, pp. 146-147 y 155-156.

¹⁴¹ Esta confusión parece estar en el fondo de la valoración del conflicto permanente en el caso de Duro Felguera. En la sentencia se acredita que EIA XXI y Duro Felguera no compiten en el mercado por los mismos clientes, sino que Duro Felguera subcontrata parte de las obras de ingeniería que contrata con terceros, por lo que su relación es de complementariedad, no de competencia. De hecho, la Audiencia Provincial negó que existiera un conflicto permanente de intereses, sino más bien disputas en la relación contratación-subcontratación entre prestación de servicios y precios. Este conflicto es típico en las relaciones entre matriz y filiales, a fin de cuentas, aunque Duro Felguera no tenga una posición mayoritaria en EIA XXI, es claro que aporta el negocio del grupo. Pero como la matriz del grupo, Duro Felguera, no tiene una posición de mayoría, sino de minoría, aunque compensado en términos de gobierno con un pacto parasocial, a los ojos de nuestro derecho no hay un grupo (arg. ex. art. 42 CCom). La ironía es que, si la “matriz” hubiera tenido una posición de minoría sino de mayoría, el conflicto no se hubiera resuelto con

Si pensamos en sociedades cotizadas, tales socios no son inversores particulares, sino fondos o sociedades con sus propios negocios y fines que, además, pueden estar muy diversificadas en inversiones en otras empresas, acaso competidoras. Y dada la interpretación amplia y difusa que se viene haciendo del conflicto permanente, se les va a poder colgar, con toda probabilidad, el sambenito de ser estructuralmente portadoras de intereses particulares. Con los mimbres legales, es fácil para los socios de control montar una causa de deslealtad contra cualquier minoritario que ose atreverse a nombrar un dominical sin contar con su beneplácito.

Piénsese por ejemplo en un *hedge fund*, una empresa de inversiones americana, que compre un 10% de una cotizada española y que, a su vez, tenga una inversión en una empresa competidora en Canadá. Naturalmente, es previsible que los socios de control vayan a usar todos los medios a su alcance para boicotear el nombramiento de dominicales y evitar así que se fiscalice y supervise la gestión que hacen de la empresa. Y, por suerte para ellos, el derecho español les dota a los mayoritarios de un mecanismo de revocación de dominicales incómodos que no tiene parangón en otros ordenamientos.

Ahora bien, proteger los intereses de los socios de control del activismo accionarial a costa de cercenar los derechos de los minoritarios tiene un coste. La otra cara de la moneda es que si se limitan los instrumentos de voz de los minoritarios a conveniencia del socio de control -como hace la doctrina del competidor- se reducirán la financiación en el mercado. Para eso justamente está el buen gobierno corporativo, para atraer las inversiones a las sociedades bien gobernadas.

Con todo, es de imaginar que, llegado el caso, y ante la escasez de capital, los socios de control se vean en ocasiones forzados a avalar el nombramiento de dominicales por parte de socios incómodos para el control, renunciando contractualmente a perseguir su revocación mediante el expediente del conflicto permanente para recibir financiación. Está pasando en otras jurisdicciones¹⁴² y, previsiblemente, pasará también entre nosotros. Al final, nos guste o no, el mercado es poderoso y las defensas legales o estatutarias para preservar el control de influencias de minoritarios incómodos se desarman.

(ii.ii) Adicionalmente, la distinción entre conflicto permanente y conflicto coyuntural como base para legitimar el mecanismo de la revocación frente a la abstención también peca por defecto, porque pasa por alto un elemento esencial a la hora de valorar la trascendencia de un conflicto de interés, cual es la capacidad de influencia del socio conflictuado. Por muy permanente y estructural que sea el conflicto del socio minoritario, la amenaza del conflicto para el interés social queda atenuado por la escasa capacidad de influencia del socio en la sociedad. Por muy interesado que esté el socio en obtener ventajas o beneficios privados a través de estrategias empresariales u operaciones de la sociedad, si es minoritario, carece de la capacidad de decisión dentro de la sociedad para llevarlas a cabo. Tendrá necesariamente que persuadir y convencer a los otros consejeros de la bondad de las transacciones que promociona. Por eso, el riesgo real que entrañan los conflictos de interés de un *dominus* frente a la sociedad está en función del poder de decisión del socio dentro de la sociedad (especialmente el control del consejo a través de los dominicales),

la revocación de los consejeros de Duro Felguera, sino a través de la regla bien distinta de la inversión de la carga de la prueba.

¹⁴² V. nota 11. En relación con Europa, v. *Activist Insight (in association with Schulte Roth & Zabel), Shareholder Activism in 2019*, 6, 10 (January 2020).

y no de otras variables como el carácter permanente del conflicto¹⁴³. La capacidad de los dominicales minoritarios de promover decisiones que dañen a la sociedad son más que reducidas, por muy competidor que sea ese *dominus*.

Las reflexiones anteriores nos llevan a la conclusión de que el conflicto permanente está diseñado para que su objetivo -su diana- sea el *dominus* minoritario¹⁴⁴. El socio de control -a pesar de ostentar el poder de decisión en la sociedad - no se postula a los ojos de la ley como candidato a tener un conflicto permanente con la sociedad. Se presume implícitamente, en el esquema de pensamiento habitual entre nosotros, que el socio de control, por el mero hecho de tener el control, tiene sus intereses alineados con los de la sociedad. Sus conflictos de interés, de haberlos, se figuran esporádicos o coyunturales, en ningún caso estructurales o permanentes porque ello sería un contrasentido.

Este prejuicio sigue muy asentado entre nosotros. La experiencia empírica nos ayuda a desmontar esta presunción. El *tunneling* (la expropiación practicada en perjuicio de los minoritarios y persistente en el tiempo) es un riesgo característico de los socios de control, porque tienen capacidad de decisión en la sociedad. No es un riesgo de los socios minoritarios, que carecen de poder de decisión. Lo que pone de manifiesto que los intereses privados de los socios de control pueden ser persistentes y oponerse estructuralmente a los de la sociedad, como lo acreditan casos bien documentados como el asunto Parmalat en Italia¹⁴⁵.

(iii) *La tercera característica del conflicto permanente es que puede ser meramente potencial*. No precisa acreditarse la lesión efectiva del interés social, sino que la revocación del dominical se aplica de manera preventiva¹⁴⁶. Este era, quizás, uno de los puntos más débiles de la doctrina del competidor elaborada por la jurisprudencia y que la reforma ha venido a amparar. Basta acreditar una situación de competencia material y efectiva en abstracto para motivar la revocación por parte de la mayoría¹⁴⁷. El recelo que suscita este planteamiento es que el hecho de que el socio sea

¹⁴³ FRIED, Jesse M./GANOR, Mira, “Agency Costs of Venture Capitalist Control in Startups”, *New York University Law Review*, 8, 2006, pone de manifiesto el problema estructural del control del consejo cuando hay socios con intereses confrontados: quién controle el consejo tiene incentivos para tomar decisiones en su propio interés, p. 1020 (“This dual class structure inevitably gives rise to agency problems. Whichever class controls the board has an incentive to favor its own interests at the expense of the other”).

¹⁴⁴ PORTELLANO DIÉZ, Pedro, *El deber de los administradores de evitar situaciones de conflicto de interés*, Civitas, Madrid, 2016, pp. 155-156 (“A la vista de estos antecedentes, queda claro que la referencia a “de cualquier otro modo, le sitúen en un conflicto permanente con los intereses de la sociedad” está diseñada para supuestos en los que un socio habitual o constantemente entra en competencia con la sociedad de la que es socios y pretende designar miembros en el consejo de administración por el derecho de representación proporcional...”).

¹⁴⁵ POMELLI, Alessandrio, “Related-Party Transactions and the Intricacies of Ex Post Judicial Review: The Parmalat/Lactalis Case”, *European Company and Financial Law Review*, 13(1), 2016, pp. 73-105.

¹⁴⁶ PORTELLANO DIÉZ, Pedro, *El deber de los administradores de evitar situaciones de conflicto de interés*, Civitas, Madrid, 2016, pp. 151-153; JUSTE MENCÍA, Javier, “Artículo 230. Régimen de imperatividad y dispensa”, en JUSTE MENCÍA, Javier et al. (coord.), *Comentario de la reforma del régimen de las sociedades de capital en materia de gobierno corporativo*, Thomson Reuters-Civitas, 2015, p. 408-409.

¹⁴⁷ Jesús Alfaro, DERECHO MERCANTIL: El caso Acciona-FCC sigue vivo y coleando (derechomercantiles.ana.blogspot.com) SJM de Bilbao de 19 de noviembre de 2020, “Las pruebas practicadas en el juicio han demostrado que Globalvía e Itínere son competidoras en el mercado de las autovías. En la actualidad ambas compañías intervienen en este mercado relevante gestionando sus propias concesiones y en el futuro es razonable pensar que competirán por las que salgan al mercado (en la licitación de la radiales o en el sistema de explotación de las autovías cuya concesión finaliza próximamente). De esta situación de concurrencia se deriva la existencia de un conflicto de

materialmente un competidor no significa que la relación -actual o futura- con la sociedad sea de competencia¹⁴⁸.

Además, si ni siquiera se precisa acreditar el daño, se eleva el riesgo de oportunismo de la mayoría para deshacerse de los dominicales minoritarios incómodos.

A modo de conclusión de este apartado, baste señalar que el análisis realizado de la noción de conflicto permanente, que sustenta la motivación o la causa de la revocación del dominical, muestra, creo, su fragilidad y falta de consistencia. Más allá de la fuerza plástica de la imagen del competidor como una amenaza a la sociedad, cuya percepción hunde sus raíces en nuestra tradición societaria y sigue bien afianzada en el acervo colectivo, lo cierto es que no es convincente y no supera el filtro de una consideración menos emocional y más analítica.

No convence la finalidad declarada -a la vista de que las jurisdicciones más modernas priorizan facilitar la cooperación y la financiación frente a la prohibición de competencia-, ni la sistemática -dado que tanto la dispensa como la revocación son dos soluciones esquina fácilmente manipulables por el socio de control según su conveniencia-, ni la conceptual -porque el socio minoritario carece de influencia dentro de la sociedad para tomar decisiones que beneficien sus intereses extrasociales en perjuicio de la sociedad-. La sospecha es que el expediente del conflicto permanente opera como un mecanismo para combatir el activismo accionarial en el consejo, una suerte de protección *anti-raiders*, disuasoria de posibles asaltantes al consejo. Su único cometido sería permitir al socio de control deshacerse de los dominicales que le resultan incómodos y molestos.

6.3. El prejuicio de la cohesión del consejo

Junto a la noción más objetivable del conflicto permanente, se extiende la percepción de que los dominicales minoritarios representan una suerte de fuerza desestabilizada de los consejos de administración. Es una idea más difícil de aprehender, y que evoca riesgos difusos para el interés de la sociedad, que están en la trastienda del concepto de competidor como intruso o saboteador.

Puede presentar múltiples manifestaciones. Es un lugar común que se trate de desprestigiar a los dominicales minoritarios -particularmente si no están alineados con los *insiders*- tachándolos de gobierno en la sombra -cuando, por ejemplo, son *hedge funds* que quieren influir en la estrategia de la sociedad-, o de meros extractores de información interna¹⁴⁹ [v. *infra* a.]. La otra línea de recelo

intereses estructural y permanente que justifica que la junta general de Itinere, en interés de la sociedad, niegue a su socia competidora la entrada en el consejo de administración, a lo que tendría derecho si no existiese este conflicto, por lo que la impugnación que hace Globalvía de esta decisión de la junta general de Itinere tiene que ser desestimada". El profesor Alfaro explica "que aunque se admita que son competidores potenciales respecto de nuevas concesiones, el conflicto correspondiente no puede calificarse de "estructural y permanente". Más bien es "ocasional", esto es, sólo se actualizará cuando salga una nueva autopista a concesión".

¹⁴⁸ Según la STS en el caso Duro Felguera es elocuente porque el socio minoritario no fuerza la entrada de su dominical a través del sistema de representación proporcional (esto es, sin la aquiescencia del socio de control), sino que lo hace a través de un pacto de socios. Y en dicho pacto las dos sociedades potencialmente o nominalmente competidoras se ponían de acuerdo para cooperar, no para competir.

¹⁴⁹ IRÁCULIS ARREGUI, Nerea, *Conflictos de interés del socio. Cese del administrador nombrado por accionista competidor*, Marcial Pons, Madrid, 2013, pp. 187-188, "...máxime cuando el riesgo a combatir es información reservada que aventajaría deslealmente al accionista en perjuicio de la sociedad".

tiene que ver con la colegialidad del consejo, y el temor de que la entrada de consejeros díscolos pueda perturbar o entorpecer las tareas de administración que tiene encomendadas [v. *infra* b.].

a. *La extracción de información como excusa*

Como los dominicales minoritarios tienen escaso margen de influencia en las decisiones sociales para fundamentar de manera creíble un riesgo para el interés de la sociedad, se desliza la idea de que la razón principal por la que quieren entrar en el consejo es la de acceder a información no pública de la sociedad con fines aviesos. La mera idea de que la motivación rectora del socio “competidor” para adquirir un paquete significativo de acciones en una sociedad -y qué decir de una cotizada- sea para acceder al consejo y espiarla desde dentro se antoja un tanto fantasmagórica (amén de cara).

En cualquier caso, parece difícil de concebir que, de existir tal riesgo, no se pueda sujetar adecuadamente a través de los deberes de lealtad, como sucede en otros ordenamientos¹⁵⁰. En efecto, entre los deberes de lealtad de los administradores se cuenta un deber de secreto o de confidencialidad [art. 228 b)], que, como cualquier otro, se hace efectivo por los tribunales, y que, además, suele ser práctica habitual que se especifique y se plasme en un contrato¹⁵¹. Por todo ello, no parece que esté justificado acudir a remedios tan drásticos como el cese del dominical (minoritario), incluso antes de que éste haya puesto un pie en el consejo, para preservar el secreto.

Con todo, la gestión de la información confidencial o reservada en el caso del dominical merece un apunte. El tratamiento tradicional del deber de secreto de los administradores -en tanto que obliga a no desvelar las deliberaciones del consejo y a mantener reservada la información- ha propiciado en otras jurisdicciones que se deniegue información a los dominicales y se les arrincone en los consejos¹⁵². Esta manera de proceder ha quedado deslegitimada en las jurisdicciones más atentas: los administradores tienen derecho a acceder a la información, sin distinción. Lo que nos lleva a admitir que el dominical -mayoritario o minoritario- puede compartir información con el *dominus* -a fin de cuentas, el intercambio de información está en la base de la relación dominical ex art. 529-*duodecies*.3 LSC-. No cabe desconocer que la racionalidad de que determinados socios -entre ellos, los que ejercen el control- puedan nominar consejeros para influir en el consejo se sustenta en la comunicación fluida entre ambos.

¹⁵⁰ OTEGUI JÁUREGUI, Kattalin, *Los conflictos permanentes de interés entre el administrador y la sociedad*, Marcial Pons, Madrid, 2018, p. 267, para evitar que el competidor pueda hacer uso de información sensible, entiende que la única solución “consistiría en la separación del órgano de administración y, en su caso, en la exclusión de la sociedad (art. 350 LSC)”.

¹⁵¹ Al tratarse de inversores sofisticados, los “confidentiality agreements” son rutinarios entre los activistas y la Sociedad, v. KATZ, David A. et al., “Boardroom Confidentiality Under Focus”, *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 23-01-2014, <https://corpgov.law.harvard.edu/2014/01/23/boardroom-confidentiality-under-focus/>. Entre nosotros, v. Paz-Ares Rodríguez, José Cándido, *Identidad y diferencia del consejero dominical*, Colegio de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España, Madrid, 2019, pp. 153 ss.

¹⁵² Esta cuestión es evidente en aquellas jurisdicciones con más experiencia en la materia. El *leading case* en la jurisprudencia americana es *Henshaw v. Am. Cement Corp.*, 252 A.2d 125 (Del. Ch. 1969). Al respect, v. Lester, p. 10 (“The court explained that fear that a director “may abuse his position as a director and make information available to persons hostile to the corporation or otherwise not entitled to it” does not provide grounds for the corporation to refuse to provide the information. If the director “does violate his fiduciary duty in this regard, then the Corporation has its remedy in the courts”).

Cuestión distinta es que el flujo de información legitime al *dominus* para usar tal información como le convenga¹⁵³. El tratamiento de la información sensible ha de compatibilizar la reserva con la operatividad, y por ello queda confinada a silos o sistemas estancos de almacenamiento para evitar fugas: la capacidad del consejero de compartir información dentro del silo (al dominical, abogados o asesores), no le habilita -ni al dominical ni al *dominus*- a comunicarla fuera del silo. El deber de confidencialidad -cuyo propósito es evitar filtraciones de información no pública que perjudiquen a la sociedad o a (algunos de) sus socios- entonces alcanza necesariamente al accionista significativo, sea a través del expediente del administrador oculto o cualquier otro que se tenga a bien articular¹⁵⁴. El supuesto más elocuente es el *insider trading*, que es justamente la razón por la que los fondos especializados en operaciones de mercado rechazan entrar en los consejos. Si una vez transmitida, el *dominus* la usa en su provecho, dañando a la sociedad o a otros socios, el accionista significativo -y no el administrador- será en buena lógica entonces responsable de su divulgación o de su uso indebido¹⁵⁵.

b. *El entorpecimiento del funcionamiento del consejo*

Otra línea de desprestigio se sustenta en la presunción de que los dominicales minoritarios rompen la colegialidad y buena sintonía entre los consejeros. Es una línea de defensa sobradamente ensayada por parte de los socios de control frente a los dominicales minoritarios, sobre todo si su presencia no ha contado con el parabién de los que ya estaban o, con el tiempo, se han convertido en socios incómodos para los socios de control¹⁵⁶. Esta línea de argumentación, aunque se ha mostrado muy efectiva a la hora de persuadir a la doctrina y a los tribunales, no parece tener la razón de su parte.

Las desavenencias en el consejo no pueden fundamentar por sí solas una vulneración de los deberes de lealtad¹⁵⁷, ni tampoco apuntalar la idea del conflicto permanente ex art. 229.1 f) LSA cuando el conflicto es entre socios (no con la sociedad, por mucho que se quiera identificar el interés de la sociedad con el interés del socio de control). Esta, y no otra, parece ser la naturaleza del conflicto entre socios denominado “permanente” en la Sentencia del Tribunal Supremo en el caso de Duro Felguera, a la vista de que los socios cooperan y desarrollan actividades complementarias entre sí, como por otra parte, queda acreditado en la sentencia. Es muy revelador el párrafo que se transcribe a continuación.

¹⁵³ Kalisman v. Friedman, C.A. No. 8447-VCL, 2013 WL 1668205, at *3 (Del. Ch. Apr. 17, 2013) (“A director’s right to information is essentially unfettered in nature”).

¹⁵⁴ El derecho americano extiende los deberes de lealtad de los administradores a los socios de control. En este caso, trata como “insider” al dominical que recibe la información, y le hace extensible el deber de confidencialidad, v. LASTER, Travis/ZEBERKIEWICZ, John Mark, “The Rights and Duties of Blockholder Directors”, *Business Lawyer*, 70, 2015, pp. 11-12. Entre nosotros, se sugieren otros mecanismos de imputación, PAZ-ARES RODRÍGUEZ, José Cándido, “Minima de malis eligenda: cinco tesis sobre el artículo 213.1 de la Ley de Sociedades de Capital”, *Revista de derecho mercantil*, 310, 2018, p. 164.

¹⁵⁵ Coincido plenamente con PAZ-ARES RODRÍGUEZ, José Cándido, *Identidad y diferencia del consejero dominical*, Colegio de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España, Madrid, 2019, pp. 164-170.

¹⁵⁶ NILI, Yaron, “Servants of Two Masters? The Feigned Hysteria over Activist-Paid Directors”, *University of Pennsylvania Journal of Business Law*, 18, 2016, pp. 521-522; NILI, Yaron/KASTIEL, Kobi, “Captured Boards: The Rise of ‘Super Directors’ and the Case for a Board Suite”, *Wisconsin Law Review*, 19, 2017, pp. 59 ss.

¹⁵⁷ V. GIMENO RIBES, Miguel, “Consejeros de la minoría, conflicto permanente y pacto omnilateral”, *Revista de Derecho de Sociedades*, 61, 2021, versión electrónica, p. 9.

“En el caso objeto del recurso, hay un conflicto de interés por cuenta ajena porque los administradores cesados se enfrentaban al cumplimiento de dos deberes que son incompatibles entre sí, se trataba de dos administradores designados por el sistema de representación proporcional por un socio minoritario, que debían votar acuerdos del consejo de administración en los que existía un conflicto entre la sociedad y el socio que les había designado administradores y en el que ostentaban importantes cargos directivos, *conflicto relativo a la liquidación de las relaciones contractuales mantenidas entre la sociedad (EIA XXI) y el socio (Duro Felguera) y la fijación de las deudas de esta con aquella*”.

En definitiva, desavenencias y conflicto entre socios. Cuando en un consejo hay dominicales de signo distinto, que representan a socios con intereses desalineados, lo normal es que haya disensiones y distintas opiniones y preferencias sobre las políticas de la sociedad y la manera de maximizar el interés global. Desencuentros, en definitiva, entre socios que se materializan en relación a decisiones del consejo, y que, a menudo en sociedades cerradas, se gestionan a través de pactos parasociales. Esto se puede traducir en vetos y bloqueos, si para determinadas decisiones se han pactado mayorías reforzadas. Pero en ningún caso puede motivar este tipo de conflictos entre socios la justa causa de revocación de los dominicales minoritarios en manos de los mayoritarios.

Con todo, el problema que se plantea es de mayor calado. Si la mayoría del consejo percibe a los dominicales minoritarios como obstruccionistas, o desalineados con el resto de los consejeros, tenderán a descontar y desconsiderar sus opiniones. Esta manera de proceder se asienta en un sesgo cognitivo que nos conduce a devaluar ideas y opiniones procedentes de personas que percibimos como adversarios¹⁵⁸. Entonces, si arraiga la convicción entre los consejeros de que los dominicales minoritarios no contribuyen a las deliberaciones del consejo, se concluirá que su presencia está de más, porque, al estar en minoría, no podrán convencer a los demás consejeros, ni tampoco influir en la decisión final. En consecuencia -prosigue el razonamiento- el consejo gana con la marcha del dominical minoritario. Esta línea de pensamiento sesgada ha de rechazarse con contundencia. Las deliberaciones del consejo son colegiadas por el pleno, cualquiera sea su configuración, y cada consejero tiene el derecho de participar y aportar su perspectiva, con independencia de cuál sea la línea de opinión mayoritaria en el seno del consejo, o el sentir de la mayoría respecto a un consejero en concreto.

La conclusión a la que llegamos es que la cohesión del consejo no es un fin en sí mismo que deba ser protegido por parte del Derecho de sociedades¹⁵⁹. Más bien al contrario, la experiencia enseña que los consejos muy cohesionados suelen estar demasiado instalados y cómodos para supervisar eficazmente a los *insiders*¹⁶⁰. El buen gobierno debería impulsar que la estructura y la dinámica de

¹⁵⁸ El término técnico de este sesgo cognitivo es “reactive devaluation”, v. ROSS, Lee/STILLINGER, Constance, “Barriers to Conflict Resolution”, *Negotiation Journal*, 7(4), 1991, pp. 394-395.

¹⁵⁹ Sin embargo, esta parece ser la postura de nuestra doctrina, v. DEL VAL TALENS, Paula, “Los consejeros independientes ante el activismo accionario”, *Revista de derecho bancario y bursátil*, 136, 2014, p. 256, (“Precisamente por el componente hostil inherente al ejercicio de este derecho, se genera un riesgo de *quiebra de la unidad del órgano que dificulta el ejercicio del papel de supervisión* (la cursiva es nuestra). En concreto, el nombramiento de consejeros por esta vía restringiría el ejercicio de la función fiscalizadora sobre la totalidad del órgano, privando a los socios agrupados de intervenir en la designación del resto de administradores (art. 243 in fine LSC)”).

¹⁶⁰ NILI, Yaron/KASTIEL, Kobi, “Captured Boards: The Rise of ‘Super Directors’ and the Case for a Board Suite”, *Wisconsin Law Review*, 19, 2017, p. 60. El caso Enron, uno de los escándalos corporativos más sonados, se convirtió en un caso de estudio porque, sobre el papel, contaba con un consejo modélico en términos de independencia. Lo

los consejos tuvieran una atmosfera abierta a sabia nueva y se propiciara la disconformidad respecto al pensamiento homogéneo del grupo o “group thinking”. Desde esta óptica, carece de justificación y se revela contraproducente en términos de gobierno que se faculte al mayoritario para revocar al consejero minoritario por ser disidente o incómodo para sus intereses¹⁶¹.

Esta conclusión cae por su peso cuando los socios -desalineados- en sociedades cerradas pactan de antemano el gobierno de sus intereses conjuntos a través de pactos sobre la composición del consejo. De ahí que la doctrina del competidor según la interpretación del Tribunal Supremo en el caso de Duro Felguera resulte ser tan disruptiva al dar alas al oportunismo del socio de control y alentarle a romper el principio de *venire contra factum proprium* cuando le venga en gana. La consecuencia no se deja esperar: los pactos de socios pierden valor vinculante -lo cual supone desconocer la importancia práctica de estos pactos en las sociedades cerradas de cierta entidad-, pero también la confianza depositada en nuestro sistema contractual en sentido amplio.

Una reflexión similar es oportuna en el caso de las sociedades cotizadas. El modelo tradicional de consejo cohesionado, en el que los consejeros son afines al socio de control, está mutando hacia el modelo de consejo supervisor. No se entra en un consejo para hacer amigos, ni para hacerse favores, sino para desempeñar profesionalmente una tarea de supervisión, que, por definición, no está exenta de cierta tensión¹⁶².

6.4. La revocación por la mayoría del dominical conflictuado

El argumento central de la doctrina del competidor -la existencia de un conflicto permanente del *dominus*- motiva la revocación del dominical. Este razonamiento se articula en dos estadios. Primero, se parte de la premisa de que el conflicto competitivo o permanente del *dominus* se extiende -y contamina- a su consejero dominical nombrado a través del sistema de representación proporcional. Segundo, al comunicarse el conflicto del *dominus* al dominical, éste queda inhabilitado *de facto* para servir en el consejo, y el *dominus* para reemplazarlo.

que lleva a pensar que en un consejo muy cohesionado a través de las relaciones sociales y de amistad de sus miembros conduce a que los consejeros repriman cualquier opinión que pueda llevar a enturbiar la atmosfera de cercanía entre ellos, v. UNZU, Hatice Uzun et al., “Board Composition and Corporate Fraud”, *Financial Analysts Journal*, 60(3), 2004, p. 41; O’CONNOR, Marlene A., “The Enron Board: The Perils of Groupthink”, *University of Cincinnati Law Review*, 71, 2003, p. 1233.

¹⁶¹ La estrategia opuesta a la española la protagoniza el sistema italiano del “voto di lista”, que busca justamente que el consejo sea más independiente con la entrada de consejeros nombrados por la minoría. Empíricamente se ha puesto de manifiesto que los consejeros nombrados por los socios minoritarios son más proclives a disentir que los consejeros nombrados por los socios mayoritarios, v. MARCHETTI, Piergaetano et al., “Dissenting Directors”, *European Business Organization Law Review*, 18, 2017, pp. 659, 682.

¹⁶² La literatura ha analizado el funcionamiento de los grupos cohesionados en relación con lo que se denomina VELASCO, Julian, “Structural Bias and the Need for Substantive Review”, *Washington University Law Quarterly*, 82, 2004, p. 821. La idea es que las relaciones sociales en el seno de un grupo inciden en el comportamiento de sus miembros. Así, un consejo estrechamente unido puede ser beneficioso para desarrollar la confianza entre sus miembros, pero a costa de reducir la independencia de los consejeros y aumentar los sesgos de parcialidad a la hora de evaluar la labor de los otros consejeros en el consejo. En otras palabras, la función de supervisión del consejo está en riesgo cuando la tendencia de un consejo muy cohesionado sea rehuir el conflicto para evitar socavar la amistad y cercanía que han desarrollado los consejeros entre sí. VELASCO, Julian, “Structural Bias and the Need for Substantive Review”, *Washington University Law Quarterly*, 82, 2004, pp. 851-865; NILI, Yaron, “The ‘New Insiders’: Rethinking Independent Director’s Tenure”, *Hastings Law Journal*, 68, 2016, pp. 118-120 (y las referencias de literatura de *social science* de la nota 110).

a. *La comunicación del conflicto del dominus al dominical*

La comunicación del conflicto es un elemento inescindible de toda relación dominical. La relación de agencia o de dependencia – el contrato relacional- entre el *dominus* y su dominical se articula en torno a la comunicación de intereses. Por ello, como es lógico, el conflicto de interés del socio con la sociedad se extiende al administrador cuya designación ha sido promovida por aquel. En otras palabras, si hay una parte natural y permanentemente vinculada al consejero dominical es su *dominus*. Justamente por eso, los ordenamientos establecen medidas profilácticas que obligan a los dominicales a no participar de las deliberaciones y abstenerse en caso de conflictos de interés de su *dominus*, cuyo paradigma son las operaciones vinculadas¹⁶³.

Entre nosotros, sin embargo, la cuestión se ha visto enturbiada por la farragosa discusión doctrinal en torno a la interpretación amplia o estrecha del vínculo entre personas conflictuadas frente a la sociedad y el administrador a efectos de transmisión o comunicación del conflicto. Todo tipo de expedientes técnicos – *numerus clausus* o *apertus*, interés directo e indirecto, interés por cuenta ajena- se han traído a colación para afirmar o negar la comunicación de conflicto entre el socio que ha promovido la designación de un administrador -el *dominus*- y su consejero dominical¹⁶⁴.

Con todo, a pesar de que se quiere hacer pasar por una discusión técnica o especializada, dirigida a escrutar e interpretar los vericuetos y designios del texto legal, casi todos ellos parten de una petición de principio. En el fondo lo que trasluce es que una parte de la doctrina busca fórmulas para mantener los conflictos de interés del *dominus* -pensando en el socio de control- al margen de la supervisión societaria, mientras otros hacen justamente lo contrario: articular mecanismos que permitan encajar al *dominus* en la órbita -por activa o por pasiva- de las personas vinculadas al administrador dominical.

Los primeros lo hacen animados por la convicción de que reconocer la comunicación del conflicto vendría a deslegitimar la posición de control del socio y fortalecer indebidamente a los socios minoritarios, o incluso motivados por la creencia pertinaz de que los administradores, se les llame como se les llame, carecen, por definición o porque lo afirma la ley -como deber y aspiración, sin embargo, no como descripción de la realidad-, de vínculos o de relaciones de dependencia con los

¹⁶³ V. ENRIQUES, Luca et al., “Related party transactions”, en KRAAKMAN, Reineir et al., *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, 3rd ed., Oxford University Press, 2017, pp. 145 ss.

¹⁶⁴ Esta discusión está bien recogida en LATORRE CHINER, Nuria, *El control de las operaciones vinculadas en la sociedad cotizada*, Marcial Pons, Madrid, 2020, p. 107-113, y en PAZ-ARES RODRÍGUEZ, José Cándido, *Identidad y diferencia del consejero dominical*, Colegio de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España, Madrid, 2019, pp. 132 ss.

socios¹⁶⁵. Los segundos lo hacen persuadidos de que, con frecuencia, el comportamiento interesado de los dominicales no se debe a conflictos de interés propios, sino ajenos, a los de sus *dominus*¹⁶⁶.

En cambio, dónde no parece haber controversia doctrinal es en la efectiva transmisión del conflicto permanente del socio minoritario a su dominical, sea a través del expediente del conflicto por cuenta ajena, sea caracterizando al socio minoritario como administrador de hecho, o a través de cuales otras vías que permitan articular la extensión del conflicto. A este respecto, la doctrina -y qué decir de la jurisprudencia- cierra filas en torno a la comunicación del conflicto permanente del socio minoritario al dominical nombrado a través del sistema de representación proporcional¹⁶⁷.

La Ley 5/2021, que transpone al ordenamiento español la Directiva 2017/828,¹⁶⁸ viene en buena medida a zanjar definitivamente la polémica anterior al ampliar el elenco de personas vinculadas del art. 231.1 LSC, y en la letra e) añade “los socios representados por el administrador en el órgano

¹⁶⁵ LATORRE CHINER, Nuria, *El control de las operaciones vinculadas en la sociedad cotizada*, Marcial Pons, Madrid, 2020, pp. 112-113 (“... el deseo de ampliar las personas vinculadas al administrador para reducir al máximo el riesgo de daño que los insiders pueden causar a la sociedad, no es consciente, en ocasiones, de hasta qué punto altera el normal funcionamiento de la sociedad o la distribución de poderes dentro de ella”, y añade “...se plantea la posibilidad de que el elenco de personas vinculadas al administrador incluya al socio que ha tenido la oportunidad de designarlo, inclusión que estaría basada en la idea de que la nominación provoca una relación de dominio entre el nominador y el nominado que hace dudar de la imparcialidad e independencia de criterio de éste último”); FERNÁNDEZ DEL POZO, Luis, “Las operaciones vinculadas intragrupo. Estado de la cuestión en Derecho Español y necesidad de reforma”, *Revista de derecho bancario y bursátil*, 149, 2018, p.16 (“Decir que se abstenga el administrador de la filial en la toma de decisiones del órgano de administración por existir ese conflicto «por cuenta ajena» es tanto como trasladar el deber de abstención y sus consecuencias al socio de control... sujeto al que no se refieren las obligaciones de lealtad del art. 229 LSC que se imputan, como hemos visto y en exclusividad al administrador”). VICENT CHULIÁ, Francisco, “Grupos de sociedades y conflictos de intereses”, *Revista de derecho mercantil*, 280, 2011, pp. 19-43.

¹⁶⁶ Las fórmulas alternativas de imputación vía conflicto indirecto o conflicto por cuenta ajena, JUSTE MENCÍA, Javier, “Artículo 228. Obligaciones básicas derivadas del deber de lealtad”, en JUSTE MENCÍA, Javier et al. (coord.), *Comentario de la reforma del régimen de las sociedades de capital en materia de gobierno corporativo*, Thomson Reuters-Civitas, 2015, p. 285 (“...si su carácter dominical es patente habrá de entenderse que la norma resulta de plena aplicación, dada la extensión de la fórmula elegida por el legislador (conflicto directo o indirecto)”. PORTELLANO DIÉZ, Pedro, *El deber de los administradores de evitar situaciones de conflicto de interés*, Civitas, Madrid, 2016, pp. 57-58; PAZ-ARES RODRÍGUEZ, José Cándido, *Identidad y diferencia del consejero dominical*, Colegio de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España, Madrid, 2019, pp.140 ss (en la p. 141 dice, “...los conflictos que se imputan al administrador por producirse por cuenta ajena son “conflictos ascendentes”, porque suben del administrador hacia las personas bajo cuya influencia se encuentra aquel”).

¹⁶⁷ FERNÁNDEZ DEL POZO, Luis, “Las operaciones vinculadas intragrupo. Estado de la cuestión en Derecho Español y necesidad de reforma”, *Revista de derecho bancario y bursátil*, 149, 2018, pp. 12 (“Lo mismo puede decirse de la extensión del deber de dimitir o quedar sometido a la posibilidad de ser revocado por justa causa en el caso de que el dominus sea competidor con la sociedad o «de cualquier otro modo» le sitúen en conflicto permanente o «estructural» con los intereses de la sociedad ex art. 230.3 LSA”). GIMENO RIBES, Miguel, “Consejeros de la minoría, conflicto permanente y pacto omnilateral”, *Revista de Derecho de Sociedades*, 61, 2021, pp. 391-413, en sus conclusiones dice “El elenco de personas vinculadas constituye un numerus clausus. No es posible la extensión a otros sujetos por considerarla enumeración abierta ni por analogía iuris. Por el contrario, el conflicto de interés consistente en un conflicto permanente puede apreciarse en todos los supuestos en los que el consejero de la minoría actúe por cuenta ajena. Dentro de ellos se incluyen las situaciones de doble representación”. PAZ-ARES RODRÍGUEZ, José Cándido, *Identidad y diferencia del consejero dominical*, Colegio de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España, Madrid, 2019, pp. 144 ss; IRÁCULIS ARREGUI, Nerea, *Conflictos de interés del socio. Cese del administrador nombrado por accionista competidor*, Marcial Pons, Madrid, 2013, pp. 160 ss; PORTELLANO DIÉZ, Pedro, *El deber de los administradores de evitar situaciones de conflicto de interés*, Civitas, Madrid, 2016, pp. 146-147, 155, cita 79.

¹⁶⁸ Directiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de mayo de 2017, por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas, OJ L 132, 20.5.2017, p. 1-25.

de administración”. Así, al incluir a los socios que han procurado el nombramiento del dominical entre el elenco de personas vinculadas, se disipan dudas -si las hubiera- de que la comunicación de los conflictos de interés del *dominus* al dominical no se limita al conflicto por cuenta ajena del *dominus* minoritario. La nueva redacción del art. 231.1 e) LSC reconoce a las claras la comunicación de los conflictos de interés del socio a su dominical, sea el *sponsor* un socio minoritario o un socio de control.

b. El peso del expediente del conflicto por cuenta ajena

Las reflexiones anteriores dejan constancia de que tras la reforma se han despejado las dudas de que el *dominus* de control y el *dominus* minoritario pertenecen a la misma categoría de persona vinculada. La tesis que trataré de esgrimir a continuación es que la imputación ascendente de los conflictos de interés del *dominus* a su dominical seguirá siendo asimétrica en función de la persona del socio mientras no se remueva la doctrina del competidor que se asienta en el expediente del conflicto por cuenta ajena. La ley, según me parece percibir, trata al *dominus* de control -*qua* persona vinculada- mejor que al *dominus* minoritario -*qua* persona por cuenta ajena-. A renglón seguido trataré de desentrañar los aspectos más relevantes de la argumentación.

(i) *El tratamiento asimétrico en la comunicación del conflicto.* En nuestra ley persisten tras la reforma dos vías para comunicar los conflictos de interés ascendentes: la vía de la persona vinculada al administrador [ex. art. 231.1 e) LSC] y la vía del conflicto de interés por cuenta ajena [ex art. 228 e)].

La entrada del *dominus* entre el elenco de personas vinculadas no deja dudas respecto a la imputación de los conflictos de interés del socio de control a su dominical. Es cierto que se podría pensar que la vinculación del *dominus* ya se arbitraba -de igual manera- a través del expediente del conflicto por cuenta ajena ex art. 228 e) LSC, y que, por consiguiente, poca ganancia reporta su calificación como persona vinculada. A mi juicio, aunque éste fuese el recurso más sólido para extender el conflicto de interés entre el *dominus* y el dominical que brindaba la ley antes de la última reforma¹⁶⁹, su ejercicio estaba -y sigue estando- contaminado por la doctrina del competidor que se alberga en el art. 229.1.f) en conexión con el art. 224.2 LSC. En efecto, el diseño del conflicto por cuenta ajena está supeditado en la ley al propósito de impedir que los socios minoritarios con un conflicto permanente nombren dominicales a través del sistema de representación proporcional. Por eso, el art 228 e) LSC fracasa en su aspiración de arbitrar un mecanismo genérico de transmisión de conflicto entre el *dominus* y su dominical a través del expediente del conflicto por cuenta ajena, y queda supeditado y al servicio del conflicto permanente, del que no le es fácil zafarse¹⁷⁰.

Desde esta óptica, el dominical minoritario soporta el peso del prejuicio de la doctrina del competidor que se articula en torno al expediente del conflicto por cuenta ajena. En efecto, *la*

¹⁶⁹ PAZ-ARES RODRÍGUEZ, José Cándido /NÚÑEZ LAGOS, Rafael, “La actuación del órgano de administración en la compra y venta de la sociedad: los conflictos de interés” en SEBASTIÁN QUETGLAS, Rafael (dir.), *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*, Wolters Kluwer, Madrid, 2016, pp. 273-305.

¹⁷⁰ GIMENO RIBES, Miguel, “Consejeros de la minoría, conflicto permanente y pacto omnilateral”, *Revista de Derecho de Sociedades*, 61, 2021, versión electrónica, p. 7 “...segundo, porque el carácter fragmentario de la regla (se está refiriendo al art. 231 LSC) ...puede suplirse con otras fórmulas, como el conflicto por cuenta ajena (art. 228 c) LSC). Esto puede tener relevancia en relación con el socio que designa al consejero de la minoría”.

*reforma no ha eliminado el conflicto de interés por cuenta ajena, que sigue siendo el expediente legal previsto para la transmisión del conflicto entre dominus minoritario y su dominical, como si se tratara de un caso especial o más severo de vinculación o de dominicalidad, y sujeto por ello a cautelas más gravosas y exigentes de las destinadas a los otros dominus como personas vinculadas*¹⁷¹. La sentencia de Duro Felguera confirma la pervivencia de esta argumentación. Aunque se acredita que en las situaciones en las que ha existido un conflicto, los administradores nombrados por Duro Felguera se abstuvieron, la sentencia dictamina que “...sólo se solucionó cuando se cesó a esos dos administradores y se negó a Duro Felguera la posibilidad de nombrar a dos consejeros en sustitución a los cesados”.

(ii) *La conexión del conflicto por cuenta ajena con el conflicto permanente*

Lo primero que llama la atención es la falta de paridad de trato respecto a la tipificación de las conductas desleales imputables al *dominus*. El conflicto competitivo del *dominus* se recoge en la ley como la conducta más típica y representativa del deber de lealtad de su dominical frente a la sociedad. Es decir, de todos los conflictos de interés del socio que pueden contaminar al dominical -los conflictos de interés por cuenta ajena identificados en el art. 228 c) LSC-, el único que se venía tipificando -se entiende que por considerarlo paradigmático- era el conflicto competitivo. Y aunque la última reforma ha venido a enmendar esta situación al introducir, por imposición de la Directiva de accionistas (UE) 2017/828, las operaciones vinculadas, no deja de resultar llamativo que el legislador español pusiera el foco de los riesgos asociados a la capacidad de influencia de los socios en el consejo a través de los dominicales en los socios minoritarios (que influencia, propiamente dicha, tienen poca).

Uno tendería a pensar que los riesgos más típicos y específicos del deber de lealtad de los dominicales por cuenta de sus *dominus* -por perniciosos y frecuentes- en entornos de sociedades controladas son los conflictos de interés típicos del socio de control, con las operaciones vinculadas a la cabeza, actualmente recogidas en el art. 529 *duovicies* 2.LSC que, como cabría esperar, se vinculan al deber de abstención del art. 228 c) LSC. Está ampliamente acreditado que la capacidad de influencia de los socios de control en la toma de decisiones de la sociedad a través de sus dominicales aumenta el riesgo de expropiación de los socios externos al control en estas sociedades¹⁷². Por eso, es difícil imaginar otro conflicto permanente y estructural más paradigmático que el riesgo de expropiación de los socios de control. Lo que nos lleva a pensar que la inserción del conflicto permanente en el art. 229. 1. f) LSC tiene el sólo propósito, como se ha puesto de manifiesto más arriba, de crear una suerte de inhabilitación societaria camuflada respecto del dominical minoritario. Se trataría, en fin, de dar cobertura legal a la doctrina jurisprudencial del competidor, que conecta el conflicto competencial o permanente con una regla especial, la revocación ex. art. 224.2 LSC -en lugar de con la regla general, la abstención del *dominus*-. Esta distinción resiste en la ley después de la reforma: por muy permanente y estructural que sea el riesgo para la sociedad derivado de la presencia de dominicales, los dominicales de control deben abstenerse, mientras que a los dominicales minoritarios se les echa del consejo.

(iii) *La dependencia Del dominus del consejero dominical minoritario*

¹⁷¹ Sentencia. V. GIMENO RIBES, Miguel, “Consejeros de la minoría, conflicto permanente y pacto omnilateral”, *Revista de Derecho de Sociedades*, 61, 2021, versión electrónica, p. 8.

¹⁷² La literatura internacional ha dejado constancia de que los socios de control están en posición de extraer valor de las sociedades a través de operaciones de self-dealing, v. nota 50.

La asimetría en la imputación de los conflictos de interés del *dominus* al dominical en función de que sea minoritario o de control se prolonga a la propia idea de dominicalidad. La doble relación de agencia entre el *dominus* y su dominical se salda en favor de la independencia en el caso del dominical de control y en favor de la dependencia en el caso del dominical minoritario. El elemento más grosero del expediente del conflicto por cuenta ajena como mecanismo de transmisión o de comunicación de conflictos de interés es que se apoya en la presunción *-iuris et de iure*, se podría decir- de que el dominical minoritario es funcionalmente dependiente de su *dominus*, casi un títere en sus manos.

El expediente del conflicto por cuenta ajena, pensado para extender conflictos transaccionales concretos, se transforma en otra cosa, en una correa de transmisión en toda regla. El dominical minoritario queda prejuzgado como dependiente de su *dominus*, mientras que el dominical de control se le presume independiente (a pesar del contrato relacional que, en ambos casos, amarra la relación dominical por igual, si no más fuertemente en el caso del dominical ligado al socio de control). Aquí se conectan y se confunden los dos prejuicios de la doctrina del competidor: el sistema de representación proporcional contamina la independencia del dominical desde su nombramiento y el conflicto permanente es un riesgo tan serio y desmedido que, de facto, inhabilita al dominical para ser administrador.

c. *Abstención versus revocación*

Una vez clarificada la asimetría -injustificada- en relación con la comunicación del conflicto, el segundo estadio de la argumentación pone de relieve que la falta de paridad de trato a los dominicales según sean minoritarios o de control se extiende al tratamiento societario del conflicto: abstención [ex. art 228 c) LSC] para los dominicales de control y revocación (ex. art 224. 2 LSC) para los minoritarios nombrados a través del sistema de representación proporcional. Mi consideración es que el reconocimiento de que hay una comunicación entre socio y dominical -sea a través del expediente del conflicto por cuenta ajena o cualquier otro- no permite motivar y sustentar por sí mismo la justa causa de revocación.

Como vengo sosteniendo, el expediente del conflicto por cuenta ajena está irremediabilmente vinculado a sustentar una vía para que los socios mayoritarios se puedan librar, a su conveniencia, de los dominicales nombrados a través del sistema de representación proporcional (argumento del art. 228. e) en conexión con el art. 229.1. f) y 224.2 LSC). Pero esta no debería ser su función. La lógica del expediente del conflicto por cuenta ajena o cualquier otro mecanismo de comunicación o vinculación sería más bien identificar los conflictos de interés de los socios de control u otros socios significativos (con particular incidencia en las operaciones vinculadas) y someterlos a la disciplina legal prevista al efecto.

La comunicación y extensión del conflicto del *dominus* al dominical motiva la adopción de reglas profilácticas que imponen deberes de comunicación y de abstención de los consejeros dominicales en el consejo cuando se decidan acuerdos en los que el socio está conflictuado (argumento ex art 228 c) y 229.3 LSC, y ex arts. 229.2 y 529-*vicies*-1 LSC). Asimismo, el administrador puede ser dispensado ex. art. 230.2 LSC cuando la transacción con la sociedad sea autorizada, bien por la junta general de socios en aquellos casos en los que la operación tenga un valor superior al 10% de

los activos sociales, o bien por el órgano de administración, si lo aprueba una mayoría de consejeros no conflictuados. En buena lógica, tanto los conflictos por cuenta propia, como por cuenta ajena son transaccionales, y se gobiernan por las mismas reglas profilácticas.

El recelo que suscita el caso particular del 229.1 f) LSC es que se utiliza el conflicto por cuenta ajena para imputar al dominical minoritario nombrado por el sistema de representación proporcional -y a ningún otro dominical- un conflicto que motiva su destitución sin que el dominical pueda hacer nada para evitarlo, y por mucha probidad que acredite en su conducta como administrador. Esto trasciende cualquier expediente legal previsto para la comunicación de un conflicto de interés. No se puede depositar en el expediente del conflicto por cuenta ajena -cuya operativa es más concreta y limitada- el sustento de una medida de mayor calado como es, la prohibición o incapacitación *de facto* del socio minoritario aquejado del conflicto para nombrar dominicales, que es lo que en realidad ocurre. Una cosa es que el conflicto de interés del *dominus* se extienda y contamine al dominical, algo de lo que no cabe ninguna duda. Otra bien distinta es que dicha extensión de lugar a una justa causa para su revocación, que, además, únicamente operaría en relación con los conflictos de interés del dominical minoritario que no cuenta con la aquiescencia del socio de control, que es, a fin de cuentas, quien tiene en su mano ejecutar esa revocación.

En efecto, entre las reglas profilácticas para gobernar los conflictos de interés del *dominus* que se imputan al dominical se incluye la posibilidad de ser revocado por justa causa en el caso en que su *dominus* esté incurso en un conflicto competitivo o permanente con la sociedad (art. 224.2 LSC). La revocación sin posibilidad de sustitución es una medida extrema, que no guarda proporción con las otras mencionadas, y que está diseñada exclusivamente para obstaculizar los nombramientos de dominicales minoritarios sin la connivencia del socio de control.

Es, en definitiva, un mecanismo desmedido a disposición del socio de control para hostigar a los socios minoritarios disidentes y cercenar sus derechos de voz. Por eso el reproche que se hacía a la construcción jurisprudencial de la doctrina del competidor antes de la reforma en relación con la falta de equivalencia de la imputación del conflicto en función de la participación del socio sigue en pie: la imputación del conflicto de interés del *dominus* al dominical es de lejos mucho más gravosa para el socio minoritario que para el socio de control.

7. Conclusiones

El activismo accionarial, que tantos parabienes recibe también entre nosotros, depende críticamente de la capacidad que tengan los inversores institucionales, particularmente los fondos activistas, de nombrar dominicales y acceder así a los consejos de administración. La supervisión de los *insiders* -ejecutivos y socios de control- entra en una nueva dimensión, hasta ahora poco transitada, con la presencia de estos “superconsejeros”. La calidad del gobierno corporativo de una jurisdicción se puede contemplar como una función de los mecanismos dispuestos por el ordenamiento y el derecho de sociedades para dar voz -sobre todo en el consejo- a estos inversores altamente informados y motivados para implicarse activamente en la supervisión y toma de decisiones de la sociedad¹⁷³. Esta es la apuesta más avanzada del gobierno corporativo a nivel internacional.

¹⁷³ SÁEZ LACAVE, Maribel, “Activismo accionarial, hedge funds y el artículo 161 de la LSC”, *InDret*, 4, 2018.

En esta tesitura, nuestro derecho de sociedades presenta sus luces y sus sombras. En el lado luminoso, nuestra jurisdicción destaca entre los derechos de nuestro entorno porque ha reconocido sin ambages la figura de los consejeros dominicales, y ha puesto en el punto de mira sus ventajas y sus inconvenientes¹⁷⁴. Sólo mirando a la realidad de frente se pueden idear instrumentos para limitar sus zarpazos más dañinos. En el lado oscuro, asoma la doctrina del competidor, que es la mayor rémora existente en el panorama internacional para obstaculizar el nombramiento de consejeros por parte de los inversores incómodos para la esfera del control. Los reparos que puedan suscitar estos dominicales minoritarios han de encauzarse, en buena lógica, a través del tratamiento que dispensa nuestro derecho a la relación dominical, y no de manera separada y excepcional.

8. Bibliografía

AGHION, Philippe/HOLDEN, Richard, “Incomplete Contracts and the Theory of the Firm: What Have We Learned over the Past 25 Years?”, *Journal of Economic Perspectives*, 25, 2011, p. 181.

ALCOVER GARAU, Guillermo, “La representación proporcional de la minoría en el Consejo de Administración de la SA y el principio mayoritario en el funcionamiento de la Junta General de accionistas”, *Revista de derecho de sociedades*, 2, 1994, pp. 83-100.

ALONSO LEDESMA, Carmen, “De nuevo sobre la separación nombrados por el sistema de representación proporcional por apreciar la existencia de conflicto de intereses del accionista al que están vinculados (A propósito de la sentencia del Juzgado de lo mercantil núm. 1 de Bilbao de 26 de enero de 2011)”, *Diario La Ley*, 7605, 2011.

ATANASOV, Vladimir et al., “Law and Tunneling”, *The Journal of Corporation Law*, 37, 2011.

BARCLAY, Michael J./HOLDERNESS, Clifford G., “Private Benefits from Control of Public Corporations”, *Journal of Financial Economics*, 25, 1989, p. 371.

BARONTINI, Roberto/BOZZI, Stefano, “Board Compensation and Ownership Structure: Empirical Evidence for Italian Listed Companies”, *Journal of Management and Governance*, 15(1), 2011, pp. 59-84.

BARTLETT, Robert P., “Shareholder Wealth Maximization as Means to an End”, *Seattle University Law Review*, 38, 2015.

BEBCHUK, Lucian A. et al., “Dancing with Activists”, *Journal of Financial Economics*, 137, 2020.

BEBCHUK, Lucian A./HAMDANI, Assaf, “Independent Directors and Controlling Shareholders”, *University of Pennsylvania Law Review*, 165(6), 2017, p. 1271.

¹⁷⁴ De hecho, uno de los trabajos más serios y luminosos sobre los dominicales, no sólo entre nosotros, sino también en relación con el tratamiento recibido en otros países, es de PAZ-ARES RODRÍGUEZ, José Cándido, *Identidad y diferencia del consejero dominical*, Colegio de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España, Madrid, 2019.

BEBCHUK, Lucian A./HIRST, Scott, “Private Ordering and the Proxy Access Debate”, *The Business Lawyer*, 65(2), 2010, pp. 329–360.

BEBCHUK, Lucian A., “The Case for Shareholder Access to the Ballot”, *The Business Lawyer*, 59, 2003, pp. 43-66.

BECHT, Marco et al., “Corporate Governance and Control”, en *Handbook of the Economics of Finance*, CONSTANTINIDES, George M. et al. (eds.), Elsevier Science, 2003, pp. 1-109.

BELCREDI, Massimo et al., “Board Elections and Shareholder Activism: The Italian Experiment”, en *Boards and Shareholders in European Listed Companies: Facts, Context and Post-Crisis Reforms*, BELCREDI, Massimo/FERRARINI, Guido (eds.), Cambridge University Press, 2013, pp. 365-422.

BERTRAND, Marianne/MULLAINATHAN, Sendhil, “Enjoying the quiet life? Corporate governance and managerial preferences”, *Journal of Political Economy*, 111(5), 2003, pp. 1043-1075.

BERTRAND, Marianne/MULLAINATHAN, Sendhil, “Corporate Governance and Executive Compensation: Evidence from Takeover Legislation”, *Princeton University*, 1999.

BIANCHI, Marcello et al., “Enforcing rules on related party transactions in Italy”, en ENRIQUES, Luca/TRÖGER, Tobias (eds.), *The Law and Finance of Related Party Transactions*, Cambridge University Press, 2019.

BLACK, Bernard/KRAAKMAN, Reinier, “A Self-Enforcing Model of Corporate Law”, *Harvard Law Review*, 109, 1996, pp.1911-82.

BLAIR, Margaret M./STOUT, Lynn A., “A Team Production Theory of Corporate Law”, *Virginia Law Review*, 85, 1999, p. 247.

BOYSON Nicole/MOORADIAN, Robert, “Corporate Governance and Hedge Fund Activism”, *Review of Derivatives Research*, 14, 2011, pp. 169-204.

BRATTON, William W./WACHTER, Michael L., “A Theory of Preferred Stock”, *University of Pennsylvania Law Review*, 161, 2012, pp. 1815–1906.

BRATTON, William W., “Venture Capital on the Downside: Preferred Stock and Corporate Control”, *Michigan Law Review*, 100(5), 2002, pp. 891–945.

BRAY, Alon et al., “Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance”, *The Journal of Finance*, 63, 2008, p. 1729.

BROUGHMAN, Brian/FRIED, Jesse M., “Carrots and Sticks: How VCs Induce Entrepreneurial Teams to Sell Startups”, *Cornell Law Review*, 98, 2013, p. 1319.

BROUGHMAN, Brian/FRIED, Jesse M., “Renegotiation of Cash Flow Rights in the Sale of VC-backed Firms”, *Journal of Financial Economics*, 95, 2010, p. 384.

BRUNER, Christopher M., “Good Faith, State of Mind, and the Outer Boundaries of Director Liability in Corporate Law”, *Wake Forest Law Review*, 41, 2006, p. 1131.

BULL, Clive, “The Existence of Self-Enforcing Relational contracts,” *Quarterly Journal of Economics*, 102, 1987, pp. 147-59.

CAMPINS, A., “El nuevo régimen de operaciones vinculadas intragrupo en sociedades de capital no cotizadas. Derecho especial de grupos ma non troppo”, *Estudio Homenaje a Ricardo Alonso Soto*, (en prensa).

CHEN, Ronald/HANSON, Jon, “The Illusion of Law: The Legitimizing Schemas of Modern Policy and Corporate Law”, *Michigan Law Review*, 103(1), 2004, p. 1.

CLARK, Robert C., *Corporate Law*, Aspen Publishers, 1986.

COASE, Ronald H., “The Problem of Social Cost”, *The Journal of Law and Economics*, 3, 1960, p. 1.

CONTHE, Manuel, “Reflexiones dominicales”, *Expansión*, 7-10-2014.

COOTER, Robert/EISENBERG, Melvin A., “Fairness, Character, and Efficiency in Firms”, *University of Pennsylvania Law Review*, 149, 2001, p. 1717.

CORRADI, Marco, *Corporate Opportunities. A Law and Economic Analysis*, Hart Publishing, 2021.

DAMMANN, Jens, “Corporate Ostracism: Freezing Out Controlling Shareholders”, *Journal of Corporation Law*, 33, 2008, pp. 683–744.

DAVIES, Paul, *Gower’s Principles of Modern Company Law*, 6th ed., Sweet & Maxwell, 1997.

DAVIES, Paul L./HOPT, Klaus J, “Corporate Boards in Europe—Accountability and Convergence”, *The American Journal of Comparative Law*, 61(2), 2013, pp. 301–75.

DAVIS POLK & WARDWELL, GEORGESON, URÍA MENÉNDEZ, *Estudio relativo a los microdominicales. Aportando una visión jurídica y de mercado*, 2018.

DAVIS, Paul/WORTHINGTON, S., *Gower’s Principles of Modern Company Law*, 11th ed., Sweet & Maxwell, 2021.

DEL VAL TALENS, Paula, “Los consejeros independientes ante el activismo accionarial”, *Revista de derecho bancario y bursátil*, 136, 2014, pp. 235-267.

DJANKOV, Simeon et al., “The Law and Economics of Self-Dealing”, *Journal of Financial Economics*, 88, 2008, p. 430.

DYCK, Alexander/ZINGALES, Luigi, “Private Benefits of Control: An International Comparison”, *Journal of Finance*, 59, 2004, p. 537.

EASTERBROOK, Frank H./FISCHEL, Daniel R., “Contract and Fiduciary Duty”, *The Journal of Law and Economics*, 36, 1993, pp. 425-446.

EDMANS, Alex/HOLDERNESS, Clifford G., “Blockholders: A Survey of Theory and Evidence”, en HERMALIN Ben/WEISBACH, Mike (eds.), *The Handbook of the Economics of Corporate Governance*, Vol. I., Elsevier, 2017.

EISENBERG, Melvin A., “The Duty of Good Faith in Corporate Law”, *Delaware Journal of Corporate Law*, 31, 2006, p. 11.

EMPARANZA SOBEJANO, Alberto, “El deber de lealtad de los administradores y de evitar situaciones de conflicto”, en EMPARANZA SOBEJANO, Alberto (dir.), *Las nuevas obligaciones de los administradores en el gobierno corporativo de las sociedades de capital*, Marcial Pons, Madrid, 2016.

ENGERT, M., “Wozu Konzerne?” Festschrift für Theodor Baums zum siebzigsten Geburtstag. Ed. Helmut Siekmann, in Gemeinschaft mit Andreas CAHN, Tim FLORSTEDT, Katja LANGENBUCHER, Julia REDENIUS-HÖVERMANN, Tobias TRÖGER u. Ulrich SEGNA, (2017), pp. 385 ss.

ENRIQUES, Luca et al., “Related party transactions”, en KRAAKMAN, Reineir et al., *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, 3rd ed., Oxford University Press, 2017.

ENRIQUES, Luca/GATTI, Matteo, “Creeping Acquisitions in Europe: Enabling Companies to Be Better Safe than Sorry”, *Journal of Corporate Law Studies*, 15(1), 2015, p. 55.

ENRIQUES, Luca, “Do Corporate Law Judges Matter? Some Evidence from Milan”, *European Business Organization Law Review*, 3, 2002, p. 765.

FAIRFAX, Lisa M., “Mandating Board-Shareholder Engagement?”, *University of Illinois Law Review*, 3, 2013, p. 821.

Fairfax, Lisa M., “The Uneasy Case for the Inside Director”, *Iowa Law Review*, 96, 2010, p. 127.

FARRAR, John/HANNIGAN, Brenda, *Farrar’s Company Law*, 4th ed., Butterworths, London, 1998.

FERNÁNDEZ DEL POZO, Luis, “Las operaciones vinculadas intragrupo. Estado de la cuestión en Derecho Español y necesidad de reforma”, *Revista de derecho bancario y bursátil*, 149, 2018, pp. 11-64.

FERRARINI, Guido et al., “Corporate Boards in Italy”, in DAVIES, Paul, et al. (eds.), *Corporate Boards in European Law: A Comparative Analysis*, Oxford University Press, 2013.

FISCH, Jill E., “Stealth Governance: Shareholder Agreements and Private Ordering”, *Washington University Law Review*, 99, forthcoming 2022, SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3667202>.

FRIED, Jesse M./GANOR, Mira, “Agency Costs of Venture Capitalist Control in Startups”, *New York University Law Review*, 8, 2006.

GARCÍA DE ENTERRÍA LORENZO, Javier, “La composición del consejo: la función de los consejeros ejecutivos y dominicales”, en RODRÍGUEZ ARTIGAS, Fernando et al. (dir.). *Junta General y Consejo de Administración de la Sociedad cotizada*, II, Aranzadi Thomson Reuters, 2016.

Gelter, Martin/Helleringer, Genevieve, “Lift not the Painted Veil! To Whom are Directors’ Duties Really Owed?”, *University of Illinois Law Review*, 3, 2015, pp. 1069-1118.

GERVAIS, Simon et al., “The Positive Role of Overconfidence and Optimism in Investment Policy”, *University of Pennsylvania*, 2002.

GIBBONS, ROBERT, “AN INTRODUCTION TO APPLICABLE GAME THEORY”, *JOURNAL OF ECONOMIC PERSPECTIVES* 11(1), 1997, pp. 127-49.

GILSON, Ronald J./GORDON, Jeffrey N., “The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights”, *Columbia Law Review*, 113, 2013, pp. 863-928.

GILSON, Ronald J. et al., “Contracting for Innovation: Vertical Disintegration and Interfirm Collaboration”, *Columbia Law Review*, 109(3), 2009, pp. 431-502.

GILSON, Ronald J./GORDON, Jeffrey N., “Controlling Controlling Shareholders”, 152 *University of Pennsylvania Law Review*, 152, 2003, p. 785.

GIMENO RIBES, Miguel, “Consejeros de la minoría, conflicto permanente y pacto omnilateral”, *Revista de Derecho de Sociedades*, 61, 2021, pp. 391-413.

GORANOVA, Maria/VERSTEGEN RYAN, Lori, “Shareholder Activism: A Multidisciplinary Review”, *Journal of Management*, 40(5), 2014.

GORDON, Jeffrey N., “The Rise of Independent Directors in the United States, 1950-2005: Of Shareholder Value and Stock Market Prices”, *Stanford Law Review*, 59, 2007, p. 1465.

Gordon, Jeffrey N., “Institutions as Relational Investors: A New Look at Cumulative Voting”, *Columbia Law Review*, 94(1), 1994, pp. 124-192.

GOSHEN, Zohar, “The Efficiency of Controlling Corporate Self-Dealing: Theory Meets Reality”, *California Law Review*, 91, 2003, p. 393.

GUERRA MARTIN, Guillermo, “La separación de consejeros dominicales por conflictos de intereses del accionista al que están vinculados”, *Revista de derecho mercantil*, 272, 2009, pp. 621-648.

GUTIÉRREZ URTIAGA, María & SÁEZ LACAVE, Maribel, “Strong Shareholders, Weak Outside Investors”, *Journal of Corporate Law Studies*, 18(2), 2018.

GUTIÉRREZ URTIAGA, María & SÁEZ LACAVE, Maribel, “A Contractual Approach to Discipline Self-dealing by Controlling Shareholders”, *Journal of Law, Finance and Accounting*, 2(1), 2017, pp. 173-204.

GUTIÉRREZ URTIAGA, María & SÁEZ LACAVE, Maribel, “Deconstructing Independent Directors”, *Journal of Corporate Law Studies*, 12, 2013, pp. 63 ss.

HABERSACK, M., *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz* 5. Auflage 2019, III. Grundprinzipien der §§ 95 ff, Rdn 14.

Hamdani Assaf/Yafeh Yishay, “Institutional Investors as Minority Shareholders”, *Review of Finance*, 17(2), 2013, pp. 691-725.

HAMERMESH, Lawrence A./STRINE, Leo E. Jr., “Fiduciary Principles and Delaware Corporation Law: Searching for the Optimal Balance by Understanding that the World is Not”, en CRIDDLE, Evan J. et al (eds.), *The Oxford Handbook of Fiduciary Law*, Oxford University Press, 2019.

HART, Oliver, “An Economist View of Fiduciary Duty”, *University of Toronto Law Journal*, 43, 1993, p. 299.

HART, Oliver/MOORE, John, “Property Rights and the Nature of the Firm”, *Journal of Political Economy*, 98(6), 1990, 1119-58.

Hill, Claire A./McDonnell, Brett H., “Disney, Good Faith, and Structural Bias”, *Journal of Corporate Law*, 32, 2007, p. 833.

Hinsey, Joseph, “The Constituency Director”, Harvard Law School Forum on Corporate Governance, 14-01-2008, <https://corpgov.law.harvard.edu/2008/01/14/the-constituency-director/#more-374/>.

HOFFMANN-BECKING, Michael, Unabhängigkeit im Aufsichtsrat, *NZG*, 21, 2014.

HOPT, Klaus J./LEYENS, Patrick C., “Der Deutsche Corporate Governance Kodex 2020”, *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht*, 48(6), 2019.

IACOBUCCI Edward M./TRANTIS, George C., “Economic and Legal Boundaries of Firms”, *Virginia Law Review*, 93, 2007, p. 515.

IRÁCULIS ARREGUI, Nerea, Conflictos de interés del socio. Cese del administrador nombrado por accionista competidor, Marcial Pons, Madrid, 2013.

JOHNSON, Simon et al., “Tunneling”, *American Economic Review*, 90(2), 2000, p. 22-27.

JUSTE MENCÍA, Javier, “Artículo 228. Obligaciones básicas derivadas del deber de lealtad”, en JUSTE MENCÍA, Javier et al. (coord.), *Comentario de la reforma del régimen de las sociedades de capital en materia de gobierno corporativo*, Thomson Reuters-Civitas, 2015.

JUSTE MENCÍA, Javier, “Artículo 229. Deber de evitar situaciones de conflicto de interés”, en JUSTE MENCÍA, Javier et al. (coord.), *Comentario de la reforma del régimen de las sociedades de capital en materia de gobierno corporativo*, Thomson Reuters-Civitas, 2015.

JUSTE MENCÍA, Javier, “Artículo 230. Régimen de imperatividad y dispensa”, en JUSTE MENCÍA, Javier et al. (coord.), *Comentario de la reforma del régimen de las sociedades de capital en materia de gobierno corporativo*, Thomson Reuters-Civitas, 2015.

Juste Mencía, Javier, “Algunas cuestiones relativas al nombramiento de consejeros mediante el sistema de representación proporcional”, en Díaz Moreno, Alberto et al. (dir.), *II Foro de Encuentro de Jueces y Profesores de Derecho Mercantil*, Marcial Pons, Madrid, 2010.

KAHAN, Marcel/ROCK, Edward B., “Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control”, *University of Pennsylvania Law Review*, 155, 2007, p. 1021.

KAPLAN, Steven N./STRÖMBERG, Per, “Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts”, *Review of Economic Studies*, 70(2), 2003, p. 281-315.

KASTIEL, Kobi, “Against All Odds: Hedge Fund Activism in Controlled Companies”, *Colombian Business Law Review*, 16, 2016, p. 101.

Kastiel, Kobi, “Executive Compensation in Controlled Companies”, *Indiana Law Journal*, 90(1), 2015, pp. 131-174.

Katz, David A. et al., “Boardroom Confidentiality Under Focus”, *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 23-01-2014, <https://corpgov.law.harvard.edu/2014/01/23/boardroom-confidentiality-under-focus/>.

KERSHAW, David, *The Foundations of Anglo-American Corporate Fiduciary Law*, Cambridge University Press, 2018.

KLEIN, April/ZUR, Emanuel, Entrepreneurial Shareholder Activism: Hedge Funds and Other Private Investors, *The Journal of Finance*, 64(1), 2009, pp. 187-229.

KRAAKMAN, Reinier et al., *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, Oxford University Press, 2017.

Langenbucher, Katja, “Do We Need a Law of Corporate Groups?” en Fleischer, Holger et al. (eds.), *German and Asian Perspectives on Company Law*, Mohr Siebeck, 2016.

LASTER, Travis/ZEBERKIEWICZ, John Mark, “The Rights and Duties of Blockholder Directors”, *Business Lawyer*, 70, 2015, p. 33.

LATORRE CHINER, Nuria, “Las operaciones vinculadas de la sociedad cotizada en la reforma de la Ley de Sociedades de Capital (Ley 5/2021, de 12 de abril)”, *Revista de derecho de sociedades*, 62, 2021.

LATORRE CHINER, Nuria, *El control de las operaciones vinculadas en la sociedad cotizada*, Marcial Pons, Madrid, 2020.

LEÓN SANZ, Francisco José, “Las operaciones con partes vinculadas en la Directiva 2017/828”, *Revista de derecho mercantil*, 312, 2019, p. 1.

LEVIN, Jonathan, "Relational Incentive Contracts", *The American Economic Review*, 93, 2003, p. 835.

LICHT, Amir N., "Farewell to Fairness: Towards Retiring Delaware's Entire Fairness Review", *ECGI Law Working Paper N° 439/2019*, 2019, SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3331097>.

LIN, Da, "Beyond Beholden", *The Journal of Corporation Law*, 44(3), 2019.

MALBERTI, Corrado/SIRONI, Emiliano, "The Mandatory Representation of Minority Shareholders on the Board of Directors of Italian Listed Corporations: An Empirical Analysis", *Bocconi Legal Studies Research Paper No. 18, 2007*, SSRN: <https://ssrn.com/abstract=965398>.

MALMENDIER, Ulrike/TATE, Geoffrey, "CEO Overconfidence and Corporate Investment", *The Journal of Finance*, 60(6), 2005, pp. 2661-2700.

MARCHETTI, Piergaetano et al., "Dissenting Directors", *European Business Organization Law Review*, 18, 2017, p. 659-700.

MARCOS, Francisco/SÁNCHEZ GRAELLS, Albert, "Necesidad y sentido de los consejeros independientes. Dificultades para el trasplante al derecho de las sociedades cotizadas españolas", *Revista de derecho mercantil*, 268, 2008, pp. 499-568.

MARTÍNEZ SANZ, Fernando, *La representación proporcional de la minoría en el consejo de administración de la sociedad anónima*, Civitas, Madrid, 1992.

MARTÍNEZ-GIJÓN MACHUCA, P., "El derecho de representación proporcional en las sociedades de capital. Cuestiones prácticas", *Revista de derecho de sociedades*, 37, 2011, pp. 47-74.

MATEU DE ROS CEREZO, Rafael, "Consejeros dominicales: calificación, representación, nombramiento y otros problemas jurídicos derivados de su categoría", en GONZÁLEZ FERNÁNDEZ, María Belén et al. (dir.), *Derecho de sociedades. Cuestiones sobre órganos sociales*, Tirant lo Blanc, 2019.

MCCAHERY, Joseph A./VERMEULEN, Erik P.M., "Conflict Resolution and the Role of Courts: An Empirical Study", en NEVILLE, Mette et al. (eds.), *Company Law and SMEs*, Karnov Group, 2010.

MEGÍAS LÓPEZ, Javier, "Las nuevas personas vinculadas a los administradores y el régimen de las operaciones intragrupo tras la Ley 5/2021, de 12 de abril (arts. 231 y 231 bis LSC)", *La Ley mercantil*, 82, 2021.

MEGÍAS LÓPEZ, Javier, "El deber de independencia en el consejo de administración: conflictos de interés, dispensa y business judgment rule", *Revista de derecho de sociedades*, 52, 2018.

MOSCOW, Cyril, "The Representative Director Problem", *Insights*, 16, 2002.

NILI, Yaron/KASTIEL, Kobi, "The Corporate Governance Gap", *Yale Law Journal* (en prensa), 131, 2021, SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3824857>.

NILI, Yaron/KASTIEL, Kobi, “Captured Boards: The Rise of ‘Super Directors’ and the Case for a Board Suite”, *Wisconsin Law Review*, 19, 2017, p. 19.

Nili, Yaron, “Servants of Two Masters? The Feigned Hysteria over Activist-Paid Directors”, *University of Pennsylvania Journal of Business Law*, 18, 2016, p. 509.

NILI, Yaron, “The ‘New Insiders’: Rethinking Independent Director’s Tenure”, *Hastings Law Journal*, 68, 2016, p. 97.

O’CONNOR, Marlene A., “The Enron Board: The Perils of Groupthink”, *University of Cincinnati Law Review*, 71, 2003, p. 1233.

OTEGUI JÁUREGUI, Kattalin, *Los conflictos permanentes de interés entre el administrador y la sociedad*, Marcial Pons, Madrid, 2018.

PASCHOS, Nikolaos/GOSLAR, Sebastian, “Unabhängigkeit von Aufsichtsratsmitgliedern nach den neuesten Änderungen des Deutschen Corporate Governance Kodex”, *NZG*, 2012, p. 1363.

PAZ-ARES RODRÍGUEZ, José Cándido/JORDANO LUNA, Martín, “El perímetro de la vinculación”, *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, 56, 2021, pp. 71-114.

PAZ-ARES RODRÍGUEZ, José Cándido, *Identidad y diferencia del consejero dominical*, Colegio de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España, Madrid, 2019.

PAZ-ARES RODRÍGUEZ, José Cándido, “Minima de malis eligenda: cinco tesis sobre el artículo 213.1 de la Ley de Sociedades de Capital”, *Revista de derecho mercantil*, 310, 2018.

PAZ-ARES RODRÍGUEZ, José Cándido /NÚÑEZ LAGOS, Rafael, “La actuación del órgano de administración en la compra y venta de la sociedad: los conflictos de interés” en SEBASTIAN QUETGLAS, Rafael (dir.), *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*, Wolters Kluwer, Madrid, 2016.

PENNINGTON, Robert R., *Company Law*, 8th ed., Butterworths, London, 2001.

POLLMAN, Elizabeth, “Startup Governance”, *University of Pennsylvania Law Review*, 168, 2019, p. 155.

POMELLI, Alessandrio, “Related-Party Transactions and the Intricacies of Ex Post Judicial Review: The Parmalat/Lactalis Case”, *European Company and Financial Law Review*, 13(1), 2016, pp. 73-105.

PORTELLANO DIÉZ, Pedro, *El deber de los administradores de evitar situaciones de conflicto de interés*, Civitas, Madrid, 2016.

RAUTERBERG, Gabriel, “The Separation of Voting and Control: The Role of Contract in Corporate Governance”, *University of Michigan Law & Economic Research Paper No. 20-031*, 2020.

RAUTERBERG, Gabriel/TALLEY, Eric L., “Contracting Out of the Fiduciary Duty of Loyalty: An Empirical Analysis of Corporate Opportunity Waivers”, *Columbia Law Review*, 117, 2017, p. 1075.

ROCK, Edward B., “Saints and Sinners: How Does Delaware Corporate Law Work?”, *UCLA Law Review*, 44, 1997, p. 1009.

RODRIGUES, Usha, “The Fetishization of Independence”, *The Journal of Corporation Law*, 33(2), 2008, p. 447.

Rodríguez Ruiz de Villa, Daniel, “Pactos parasociales omnilaterales y administradores conflictuados: algunos aspectos del caso ‘Duro Felguera’ versus ‘EIA XXI’”, Almacén de Derecho, 14-01-2021.

RONCERO SÁNCHEZ, A., “La cobertura de vacantes en el consejo de administración de una sociedad anónima por el sistema de cooptación y el ejercicio del derecho de administración proporcional”, *Revista de derecho de sociedades*, 31, 2008, pp. 187-202.

ROSS, Lee/STILLINGER, Constance, “Barriers to Conflict Resolution”, *Negotiation Journal*, 7(4), 1991, pp. 389-404.

Sáez Lacave, Maribel & Gutiérrez Urtiaga, María, “The Law and Economics of Comparative Corporate Law”, en Afsharipour, Afra/Gelter Martin (eds.), *Research Handbook on Comparative Corporate Governance*, Edward Elgar Publishing, 2021.

SÁEZ LACAVE, Maribel/GUTIÉRREZ URTIAGA, María, “Corporate Groups: Corporate Law, Private Contracting and Equal Ownership”, *European Corporate Governance Institute Law Working Paper No. 581/2021*, 2021.

SÁEZ LACAVE, Maribel, “Activismo accionarial, hedge funds y el artículo 161 de la LSC”, *InDret*, 4, 2018.

SÁEZ LACAVE, Maribel, “Nombramiento y cese de los consejeros minoritarios”, *InDret*, 3, 2012.

SALELLES CLIMENT, José Ramón, *El funcionamiento del consejo de administración*, Civitas, Madrid, 1995.

SÁNCHEZ CALERO, Fernando, *Los administradores en las sociedades de capital*, Civitas, Madrid, 2007.

SANGA, Sarath/TALLEY, Eric L., “Don’t Go Chasing Waterfalls: Fiduciary Duties in Venture Capital Backed Startups”, *Research Paper*, 2020, SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3721814>.

SANGA, Sarath, “A Theory of Corporate Joint Ventures”, *California Law Review*, 106(5), 2018, pp. 1437-1475.

SEPE, Simone, “Intruders in the Boardroom: The Case of Constituency Directors”, *91 Washington University Law Review*, 91, 2013, p. 309.

SHARPE, Nicola Fiaith, “Informational Autonomy in the Boardroom”, 2013 *University of Illinois Law Review*, 2013, p. 1089.

SHILL, Gregory H., “The Golden Leash and The Fiduciary Duty of Loyalty”, *UCLA Law Review*, 64, 2017, p. 1246.

SHLEIFER, Andrei/VISHNY, Robert W., “Large Shareholders and Corporate Control”, *Journal of Political Economy*, 94(3), 1986, pp. 461–488.

SITKOFF, Robert H., “The Economic Structure of Fiduciary Law”, *Boston University Law Review*, 91, 2011, p. 1039.

SPINDLER, Gerald et al. (eds), *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*, C.H. Beck, 2019.

STRAMPELLI, Giovanni, “How to Enhance Directors’ Independence at Controlled Companies”, 44 *Journal of Corporation Law*, 44, 2018.

STRINE, Leo et al., “Loyalty’s Core Demand: The Defining Role of Good Faith in Corporation Law”, *Georgetown Law Journal*, 93, 2010, p. 629.

TONELLO, Matteo, “Board-Shareholder Engagement Practices”, *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 30-12-2019, <https://corpgov.law.harvard.edu/2019/12/30/board-shareholder-engagement-practices/>.

TRÖGER, Tobias, “Germany’s Reluctance to Regulate Related Party Transactions” en ENRIQUES, Luca/TRÖGER, Tobias (eds.), *The Law and Finance of Related Party Transactions*, Cambridge University Press, 2019.

UNZU, Hatice Uzun et al., “Board Composition and Corporate Fraud”, *Financial Analysts Journal*, 60(3), 2004, pp. 33-43.

VEASEY, E. Norman/DI GUGLIELMO, Christine T., “How Many Masters Can a Director Serve? A Look at the Tensions Facing Constituency Directors”, *The Business Lawyer*, 63(3), 2008, 761-775.

VELASCO, Julian, “Structural Bias and the Need for Substantive Review”, *Washington University Law Quarterly*, 82, 2004, p. 821.

VENTORUZZO, Marco, “Empowering Shareholders in Directors’ Elections: A Revolution in the Making”, *European Company and Financial Law Review*, 8(2), 2011, p. 105-144.

VICENT CHULIÁ, Francisco, “Grupos de sociedades y conflictos de intereses”, *Revista de derecho mercantil*, 280, 2011, pp. 19-43.

WELLS, Harwell, “A Long View of Shareholder Power: From the Antebellum Corporation to the Twenty-First Century”, *Florida Law Review*, 67, 2016, p. 1033.

WILLIAMSON, Oliver, “Calculativeness, Trust, and Economic Organization”, *The Journal of Law and Economics*, 36(1), pp. 453-486.

ZINGALES, Luigi/BEBCHUK, Lucian, "Ownership Structures and the Decision to Go Public", en MORCK, Randall K. (ed.), *Concentrated Corporate Ownership*, The University of Chicago Press, 2000.