

Problemas no resueltos de los consejeros independientes en España: El caso Indra y el sometimiento de los independientes

María Gutiérrez Urtiaga
Universidad Carlos III de Madrid
y ECGI

Maribel Sáez Lacave
Universidad Autónoma de
Madrid y ECGI

Sumario

-
En la Junta Ordinaria de Accionistas de Indra en el año 2022 se acordó por mayoría, fuera del orden del día, el cese de cuatro consejeros independientes. Los ceses se impusieron con los votos de los accionistas significativos de la empresa. Lo ocurrido sirve para ilustrar el riesgo de captura o sometimiento de los consejeros independientes en España. Los independientes son una pieza clave del buen gobierno y de la protección de los accionistas externos, pero su nombramiento, cese y reelección dependen esencialmente de la voluntad -casi irrestricta- de los socios significativos. En este trabajo tratamos de argumentar que el régimen jurídico de este tipo de consejeros no está suficientemente aquilatado en nuestro Derecho de sociedades. Ello lastra su efectividad como herramienta para progresar hacia un gobierno corporativo que proteja más a los inversores externos. Analizamos en detalle los problemas del sistema de nombramiento, cese y reelección de los consejeros independientes en las sociedades cotizadas españolas y proponemos ciertas posibles mejoras.

Abstract

-
At Indra's 2022 Ordinary Shareholders' Meeting four independent directors were dismissed after one of the company's significant shareholders requested a vote outside the agenda. The dismissals passed with the votes of the group of significant shareholders of the company. What happened serves to illustrate the risk of capture or subjugation of independent directors in Spain. Independents are a key element of good governance for the protection of outside investors, but, in Spain, their appointment, dismissal and re-election depend essentially on the designs of the company's significant shareholders. In this paper, we argue that there are important flaws in the legal regime that regulates independent directors in Spanish company law, which hinder the effectiveness of independent directors and the protection of outside investors. We analyse in detail the problems of the system of appointment, dismissal and re-election of independent directors in Spanish listed companies and make a proposal for its improvement.

Title: *Unresolved problems of independent directors in Spain: The Indra case and the submission of independents*

-

Palabras clave: Consejo de Administración, Consejeros independientes, Gobierno corporativo, Indra.

Keywords: Board of Directors, Independent directors, Corporate Governance, Indra.

-

DOI: 10.31009/InDret.2023.i3.01

3.2023

Recepción
27/03/2023

-

Aceptación
21/05/2023

-

Índice

-

- 1. Introducción**
- 2. El papel central de los independientes en la supervisión y su regulación básica**
 - 2.1. Condiciones personales y profesionales
 - 2.2. Competencias de los independientes en materia de conflictos de interés
- 3. Los problemas conceptuales de la figura del consejero independiente en España**
 - 3.1. Confusión entre consejeros independientes y dominicales
 - 3.2. Confusión respecto al papel de los independientes en entornos con propiedad concentrada
 - 3.3. Confusión respecto a la noción de independencia: independencia formal, independencia estructural y deber de actuar con independencia
 - a. Independencia formal vs. independencia estructural
 - b. Independencia objetiva vs. independencia subjetiva
- 4. Problemas que afectan al sistema de elección**
 - 4.1. El sistema electoral no favorece el activismo accionarial
 - 4.2. El sistema de elección en buena medida impide la modernización de los consejos de administración
 - a. El sistema de elección no diferencia según el tipo de consejero
 - b. El sistema de elección da (todo) el poder a la mayoría
 - 4.3. Conveniencia de reformar el sistema de elección
- 5. Problemas de incentivos**
 - 5.1. Incentivos perversos por riesgo de captura
 - 5.2. Falta de incentivos reputacionales por rendición de cuentas ante los socios externos
- 6. Mecanismos alternativos para el nombramiento, cese y reelección de independientes**
 - 6.1. Mandato mínimo de los consejeros independientes
 - 6.2. Derechos exclusivos de la minoría
 - 6.3. Derechos de veto de la minoría
 - a. Veto de la minoría en relación con el nombramiento
 - b. Veto de la minoría en relación con el cese
 - c. Veto de la minoría en relación con la renovación
- 7. Propuesta de cambios e implementación de los mismos en nuestro ordenamiento**
 - 7.1. Propuesta de cambio
 - 7.2. Implementación
 - 7.3. Algunas potenciales objeciones al cambio de normativa
 - a. La voz de la minoría como mecanismo de extorsión
 - b. La voz de la minoría y la “mayorización de la minoría”
- 8. Conclusiones**
- 9. Bibliografía**
- 10. Apéndice**

-

1. Introducción*

El 23 de junio de 2022, Indra celebró su Junta General Ordinaria en Madrid. En ese momento, el consejo de Indra se componía de 13 miembros, con una mayoría de independientes: 8 de los 13. El orden del día de la Junta incluía un punto relativo a la votación para la reelección de 5 de ellos y la elección de un nuevo consejero dominical.

La Junta votó a favor de la reelección del CEO, Luis Abril (99,69% de votos favorables), de los dos consejeros dominicales Antonio Cuevas y Miguel Sebastián (ambos con un 97% de votos favorables) y del independiente Francisco Javier García Sanz (este con un 94,4% a favor). También se produjeron otras dos votaciones con menos consenso. La junta no votó a favor de la reelección de la independiente Isabel Torremocha (52,35% de votos en contra) pero sí del nombramiento de Jokin Aperribay como dominical (53,6% de votos favorables).

La gran sorpresa saltó cuando el representante de Amber Capital¹ (accionista significativo con un 4,2% del capital) asistente a esa Junta, se levantó y pidió, fuera del orden del día, que se votase el cese de los consejeros independientes Alberto Terol, Enrique de Leyva, Ana de Pro y Carmen Aquerreta. La votación resultó en el cese, con una mayoría del 53,06% de votos favorables.

La cotización de Indra cayó un 14,7% al día siguiente de la celebración de la Junta en cuestión. El día 27 de junio los independientes Silvia Iranzo (con efectos inmediatos) e Ignacio Martín San Vicente (con efectos desde el 30 de octubre), anunciaron su dimisión. Quedaba como único independiente estable el reelegido en la celebrada Junta, Francisco Javier García Sanz.

Los consejeros independientes cesados en la Junta hicieron llegar al Consejo de Administración de Indra y a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) varias cartas en las que cuestionaban la actuación de Amber Capital y defendían su desempeño como garantes de los derechos de los accionistas minoritarios frente a los accionistas significativos y sus consejeros dominicales.

Poco después se conoció que los consejeros independientes cesados, que formaban parte de la Comisión de Nombramientos, Retribuciones y Gobierno Corporativo, se habían opuesto a la propuesta de nombramiento de consejero dominical nominado por la compañía industrial vasca SAPA Placencia, accionista significativo de Indra con un 5% del capital. La citada Comisión había considerado que el candidato propuesto, Jokin Aperribay, hijo del fundador de SAPA Placencia, carecía de la cualificación necesaria para ocupar el cargo. SAPA Placencia no tenía derecho automático a nombrar a un dominical, pues la participación mínima necesaria para ello en Indra es del 7,69% del accionariado de la sociedad. En todo caso, SAPA Placencia solicitó incluir en el

* Autora de contacto: Maribel Sáez Lacave (maribel.saez@uam.es). Las autoras agradecen a Eudald Canadell Casanova y a Fernando Gómez Pomar sus comentarios y las sugerencias hechas sobre versiones previas de este trabajo. Todos los errores son responsabilidad exclusiva de las autoras. María Gutiérrez agradece la financiación recibida de la Comunidad de Madrid (Programa Excelencia para el Profesorado Universitario, convenio con Universidad Carlos III de Madrid, V Plan Regional de Investigación Científica e Innovación Tecnológica, EPUC3M12) y de la Agencia Estatal de Investigación a través del proyecto “Gobierno Corporativo e Inversores Institucionales”.

¹ Amber Capital es un fondo de inversión que además es el máximo accionista de la empresa de comunicación Prisa.

orden del día de la junta el nombramiento de Jokin Aperribay como consejero dominical, sabiendo que contaría con el apoyo de la Sociedad Estatal de Participaciones Industriales (SEPI), principal accionista de Indra con un 25,2% (según la participación comunicada)².

A la vista de lo acontecido en la Junta, un grupo de accionistas minoritarios de Indra anunció el inicio de acciones judiciales en defensa de sus “legítimos intereses”, con reclamación de los daños y perjuicios ocasionados por estos hechos.

Ante el escándalo provocado por los ceses de independientes por la conjunción del voto de distintos accionistas significativos, la CNMV anunció que analizaría lo ocurrido en la Junta de Indra e investigaría si se hubiera producido una acción concertada entre los accionistas significativos para controlar las decisiones de la compañía sin haber sido comunicada a la CNMV. En conjunto, la SEPI, SAPA Placencia y AMBER Capital parecerían estar controlando las decisiones de Indra con un porcentaje del capital del 34,4% (o 37,2% si consideramos el incremento en la participación hasta el 28% que realizó la SEPI justo antes de la celebración de la Junta). Si la actuación se considerase una acción concertada de control, estos accionistas se verían obligados a lanzar una oferta por el total del capital de la compañía, en cumplimiento de la normativa sobre OPAs.

Por su parte, Indra comunicó a la CNMV que reformaría su consejo para cumplir “escrupulosamente” con los estándares de buen gobierno corporativo, buscando nuevos independientes para sustituir a los cesados y devolviendo la mayoría del consejo a los consejeros independientes. Mientras tanto, para cumplir la normativa vigente sobre composición de comisiones del consejo, se remodelaron la Comisión de Nombramientos, Retribuciones y Gobierno Corporativo y la Comisión de Auditoría y Cumplimiento, incluyendo en ambas a los dos independientes que todavía estaban en el órgano de administración de Indra.

La investigación de la CNMV concluyó con la Comunicación de 23 de diciembre de 2022. En ella se descartaba la existencia de acción concertada para el control de la gestión de Indra y, por tanto, también la obligación de lanzar OPA. Y se añadía, «...la compañía ha concluido a finales del mes de octubre un proceso de designación de nuevos consejeros independientes que, por los datos que se tienen en este momento, supone que el peso en el consejo y los perfiles y características de dichos consejeros independientes no ha variado sustancialmente, más allá de la renovación de las personas concretas que ocupan dichos cargos». En cambio, la CNMV destacó la inobservancia de las recomendaciones del Código de Buen Gobierno de las sociedades cotizadas (CBG) para las mejores prácticas de gobierno corporativo. En este sentido, según reza la comunicación, «...la CNMV propondrá medidas legislativas y abordará modificaciones en las recomendaciones de gobierno corporativo para evitar que la repetición de episodios similares pueda socavar la solidez del gobierno corporativo de las cotizadas españolas».

Hasta aquí la exposición de los hechos. ¿Qué lecciones podemos extraer de este caso? La CNMV lo ha analizado en cuanto a la acción concertada, investigando si lo ocurrido demuestra la existencia de un acuerdo sobre el control que, en caso de existir, debería lanzar una OPA obligatoria. Con esta estrategia de supervisión, se ha intentado esclarecer si en Indra hay o no

² El grupo de accionistas significativos (accionistas con más de un 3% del capital) de Indra contaba, además de los ya mencionados SEPI (25,2%), SAPA Placencia (5%) y Amber Capital (4,2%), con los inversores internacionales Fidelity Management Research (9,9%), Norges Bank (3,6%) y T. Rowe Price (3,5%).

control fuerte. Pero no se ha cuestionado a fondo la significación de los ceses de independientes realizados con los votos de los accionistas significativos, cuya legalidad hoy en día no está en cuestión. En nuestra opinión, lo más importante y preocupante de lo sucedido en Indra es precisamente que ilustra con crudeza, pero más allá de las circunstancias concretas de personas y de compañía, la aptitud y voluntad de los socios significativos de cesar a los consejeros independientes que disienten de sus posiciones y deseos, justamente cuando es la capacidad para disentir en situaciones conflictivas lo que explica y justifica la presencia de independientes en los consejos de las sociedades.

Además, el caso Indra desvela algunas deficiencias del gobierno corporativo de las sociedades cotizadas en España. No tanto por lo que expresa, sino por lo que deja traslucir. En efecto, lo ocurrido apunta al riesgo de captura y sometimiento de los consejeros independientes en nuestro país. Pone en evidencia que, si los independientes se enfrentan a los accionistas de control, a los que están llamados a vigilar, pueden acabar más pronto que tarde, y con suma facilidad, fuera del Consejo. La sospecha de que la permanencia de los consejeros independientes en el Consejo depende de su alineamiento con quienes los han nombrado (es decir, con los socios significativos a través de la regla de mayoría) sobrevuela nuestro mercado de capitales tras el caso Indra de manera aún más acentuada. Dicho de otro modo, ¿cuán “independientes” se les deja, de facto, ser a unos consejeros independientes que saben que pueden ser cesados por los socios significativos cuando sus decisiones no sean del agrado de éstos?

De hecho, si ampliamos nuestra perspectiva, estudiando los datos empíricos agregados sobre consejeros independientes en España, observamos indicios relevantes que indicarían que el cese y la no renovación de independientes incómodos para los socios significativos puede estar ocurriendo, aunque de forma mucho menos escandalosa que en Indra, en otras compañías cotizadas de nuestro país. En particular, Gutiérrez Urriaga y Sáez Lacave (2023) analizan los datos contenidos en los Informes Anuales de Remuneración de los consejeros, que las compañías cotizadas han de remitir a la CNMV. Los resultados muestran un incremento neto de 240 consejeros independientes desde 2013 a 2020 pero también indican una fuerte rotación de independientes. El incremento de 240 independientes se corresponde con el alta de 528 y la baja de 288 consejeros de esta categoría durante el mismo periodo. Además, aunque la antigüedad media de los consejeros independientes en el momento de su salida era de 7 años, más del 25% de las bajas se produjeron antes de cumplirse 3 años en el cargo. Adicionalmente, los resultados del estudio indican que los consejeros tienen una alta probabilidad de ser reemplazados tras la llegada de un nuevo CEO a la sociedad en la que desempeñan su cargo.

A la vista de esta evidencia empírica y otros datos y constataciones que arroja el análisis comparado con otros sistemas jurídicos, el propósito de este trabajo es reflexionar sobre los problemas y posibles mejoras en el sistema de nombramiento, cese y reelección de los consejeros independientes en las sociedades cotizadas españolas. Esto es materia de importancia, porque los independientes son una pieza clave del buen gobierno y de la protección de los accionistas externos. Su credibilidad es condición necesaria para el acceso al capital en los mercados de valores de las sociedades con accionistas significativos, que en España son muchas. Si los independientes -guardianes de los intereses de los accionistas de mercado que no participan en el control- pueden ser cesados a voluntad por los accionistas significativos cuando surge una discrepancia, es posible que los accionistas de mercado prefieran dirigir sus inversiones a otros lugares donde se protejan mejor sus intereses.

Adicionalmente, las deficiencias del sistema de elección y cese de los independientes abonan la tesis de que el régimen jurídico de este tipo de consejeros no está correctamente dibujado en nuestro Derecho de sociedades. Es conveniente, por ello, reconsiderar su régimen jurídico a la luz de la función que desempeñan. A este respecto, existe un amplio consenso internacional sobre el carácter primordialmente supervisor de los consejos de las sociedades cotizadas y, dentro de los consejos, sobre el papel clave que desempeñan los independientes en la vigilancia de los conflictos de interés de los ejecutivos y socios de control en aras a la protección de los inversores externos o de mercado.

El rasgo más representativo del régimen jurídico de los independientes, que lo distingue y separa respecto del resto de los administradores, es que responde a una estrategia regulatoria dirigida a remover de raíz los conflictos de interés ex ante, frente a la estrategia tradicional de resolución ex post del conflicto. En nuestro ordenamiento, al igual que en otras jurisdicciones que han introducido la figura, la inclusión de los independientes en los consejos se lleva a cabo como una medida de carácter estructural y profiláctico. Se definen ex ante las características que han de reunir los consejeros de esta categoría, las cuales giran en torno a la garantía y preservación de su independencia, entendida como ausencia estructural y continuada de vínculos con el control. Con ello se persigue que su actuación como supervisores esté en línea con parámetros de imparcialidad y libertad de criterio a la hora de realizar sus tareas.

Esta manera de proceder en la aproximación a la cuestión se separa abiertamente del modelo legal tradicional de fiscalización de la conducta de los administradores, personalizado y ex post a través de la sujeción y exigencia de deberes de lealtad. Así, los independientes se distinguen del resto de administradores en que el ordenamiento dispone de un plan de actuación diseñado específicamente para promover que su conducta como supervisores es la debida o la deseable de manera estructural. El legislador, quizás guiado por la convicción de que la independencia -la característica más destacable de estos consejeros- no es fácil de adquirir y preservar, descarta residenciar en exclusiva en los deberes de lealtad y en la revisión judicial de cada caso a posteriori el mecanismo dirigido a alcanzar el resultado buscado en cuanto a la continuidad del status y la misión de los independientes. En cambio, los sistemas jurídicos (también el nuestro, aunque no siempre con la energía deseable) confían en medidas estructurales y de incidencia duradera respecto de las características personales de estos consejeros para prevenir que, eventualmente, puedan caer bajo la influencia de aquellos a los que los independientes están esencialmente llamados a supervisar. Esto no es cosa sencilla, porque los socios de control, al ostentar el poder interno en la sociedad, pueden resultar muy persuasivos para lograr sus fines.

Partiendo de esta base, no resulta extraño que en las sociedades con socios significativos y de control se generen tentaciones para contrarrestar la eficacia de los independientes como supervisores y desnaturalizar sus características distintivas. Esta tendencia se observa fácilmente en las jurisdicciones en las que hay numerosas sociedades controladas, como sucede en España. Este riesgo de domesticación de los independientes para que sean más sensibles y afines al control se puede denominar incluso “dominicalización” de los independientes. Sería un caso más de la paradoja lampedusiana: ya que es inevitable que todo cambie en cuanto al gobierno corporativo al calor de las tendencias internacionales, tratemos de que, en lo posible, todo siga igual en la práctica. En otras palabras, que los detalles del régimen legal de gobierno corporativo se construyan o se interpreten en modo “protector” del ámbito de poder de los socios de control. En sistemas legales como el nuestro, con una propensión marcadamente pro-socio mayoritario observable en la mayoría de la doctrina, se corre el riesgo de que los cambios operados en los

consejos para mejorar el gobierno corporativo -independientes, comisiones, etc.- se vean rebajados en la operativa real de nuestras sociedades cotizadas y su entorno jurídico a meras formalidades cosméticas. Por eso, creemos que conviene estar alerta y disponer las medidas necesarias para fortalecer la figura de los independientes de modo que los socios significativos y de control, que dominan los resortes internos de las sociedades no puedan desvirtuar su carácter y su cometido.

El resto del trabajo está organizado como sigue. En la Sección 2 se explica el importante papel de los consejeros independientes en la supervisión de la gestión y se presentan algunas normas básicas que regulan esta figura. En las siguientes tres secciones se discuten los problemas conceptuales (Sección 3), los problemas del sistema de elección (Sección 4) y los de incentivos (Sección 5) que lastran la efectividad de los independientes en España. A continuación, en la Sección 6, presentamos los mecanismos alternativos que podrían introducirse en nuestro derecho para mejorar la selección y sustitución de los independientes. En la Sección 7 realizamos una propuesta concreta de reforma y discutimos su implementación y potenciales objeciones a la misma. Por último, la Sección 8 ofrece unas breves conclusiones.

2. El papel central de los independientes en la supervisión y su regulación básica

La figura de los consejeros independientes cobra peso a partir del Código Cadbury en el Reino Unido (1992) y después ha estado presente en casi todos los códigos de buen gobierno de las economías desarrolladas como mecanismo para fortalecer la función supervisora del consejo de administración³. El propósito de introducir consejeros carentes de vínculos con la sociedad, con los administradores y con los socios de control es dar voz al capital flotante en el seno del consejo. En cuanto mecanismo de buen gobierno corporativo, la presencia de los independientes se concibe como una garantía para los inversores externos de que la gestión de la sociedad se encaminara a maximizar el valor de sus inversiones. Ello, a su vez, en un círculo virtuoso, debe repercutir en una mayor facilidad de obtener financiación para la sociedad en los mercados de capitales.

En España, la primera mención a los consejeros independientes en las sociedades cotizadas se hizo en la Ley del Mercado de Valores de 1988. Desde entonces, el porcentaje de independientes

³ Este tipo de consejeros ha experimentado un crecimiento exponencial en Estados Unidos, por obra de la acción de los tribunales, en particular Delaware, alentando a las sociedades a incluirlos en los consejos, v. GORDON, «The Rise of Independent Directors in the United States, 1950-2005: Of Shareholder Value and Stock Market Prices», *Stanford Law Review*, 59(6), 2007, pp. 1465 ss. Acerca de su introducción en los diferentes ordenamientos, v. HOPT, «Comparative Corporate Governance: The State of the Art and International Regulation», *American Journal of Comparative Law*, 59(1), 2011, pp. 25 ss. Sobre su función de protección de los inversores externos, v. BEBCHUK, y HAMDANI, «Independent Directors and Controlling Shareholders», *University of Pennsylvania Law Review*, 165(6), 2017, pp. 1271 ss. En España, sin embargo, se ha dudado a veces de que su función deba ser la de proteger los intereses de los inversores externos, en buena medida, nos parece, porque las doctrinas tradicionales sobre el consejo y la figura de los consejeros no casan bien con el modelo de supervisión de los consejos de las sociedades cotizadas, DEL VAL TALENS, «Los Consejeros Independientes ante el Activismo Accionarial», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 33(136), 2014, pp. 235 ss. Niega con rotundidad tal función de representación del capital flotante MATEU DE ROS, *La independencia de criterio de los consejeros de las sociedades cotizadas*, Aranzadi, 2023, pp. 136 y ss. V. también MEJÍAS LÓPEZ, *El consejero independiente. Estatuto y funciones*, La Ley, 2012, pp. 179-190.

ha crecido de manera continuada. En la actualidad, alrededor del 42% de los consejeros son independientes, como se puede ver en la Tabla 1.

TABLA 1. Características de los consejeros de las empresas cotizadas españolas según su categoría

Variable	Media 2019							Media 2020						
	Todos	Indep.	Domin.	Otros	Ejec.	Pres.	CEOs	Todos	Indep.	Domin.	Otros	Ejec.	Pres.	CEOs
Antigüedad en el cargo	6,51	3,73	6,65	14,70	5,83	11,63	9,10	7,38	4,10	8,22	13,84	6,45	13,57	10,30
Nombrado antes que el CEO	0,29	0,23	0,34	0,60	0,30	0,49	0,00	0,26	0,19	0,35	0,53	0,28	0,56	0,00
Nombrado antes que el Presidente	0,18	0,16	0,22	0,29	0,20	0,00	0,13	0,13	0,12	0,19	0,17	0,15	0,00	0,09
Extranjero	0,16	0,17	0,21	0,12	0,18	0,11	0,06	0,14	0,16	0,16	0,13	0,16	0,07	0,08
Mujer	0,20	0,35	0,10	0,13	0,24	0,05	0,07	0,21	0,37	0,12	0,15	0,25	0,06	0,08
Nº de consejos simultáneos a los que pertenece	1,31	1,44	1,22	1,23	1,34	1,36	1,15	1,25	1,37	1,17	1,19	1,28	1,30	1,11
Nº de consejos <i>interlocking</i> a los que pertenece	0,14	0,12	0,19	0,08	0,14	0,29	0,16	0,10	0,08	0,14	0,03	0,10	0,22	0,13
Pertenece a alguna comisión importante	0,52	0,80	0,42	0,49	0,63	0,32	0,01	0,58	0,88	0,48	0,60	0,71	0,31	0,01
Preside alguna comisión importante	0,18	0,42	0,00	0,00	0,22	0,06	0,00	0,22	0,50	0,00	0,00	0,27	0,07	0,00
Remuneración total (miles de €)	448	126	92	204	121	1.253	1970	377	127	88	169	117	693	1.360
Observaciones	1.411	598	420	103	1.121	98	99	1125	479	326	75	880	83	80

Fuente: Elaboración propia a partir de los Informes Anuales de Remuneración de los Consejeros (IARC) de 2019 y 2020, remitidos por las empresas cotizadas españolas a la CNMV. Esta tabla muestra los valores medios de las variables indicadas para las empresas incluidas en los informes. La categoría de dominicales no incluye presidentes. La categoría ejecutivos no incluye ni CEOs ni presidentes. Se consideran consejos *interlocking* aquellos en los que dos empresas comparten al menos dos consejeros. Se consideran comisiones importantes las comisiones que son obligatorias por ley (Auditoría, Remuneraciones y Nombramientos). En caso de que exista una única comisión encargada simultáneamente de nombramientos y remuneraciones se considera que un consejero que pertenezca a ella pertenece simultáneamente a la comisión de nombramientos y a la de retribuciones.

La Tabla 1 muestra también los estadísticos descriptivos de los independientes en las empresas cotizadas españolas en relación con los de otros tipos de consejeros. Podemos ver que entre los consejeros independientes hay más extranjeros y más mujeres que en otras categorías, seguramente porque también son los consejeros con menor antigüedad en los consejos. Además, comprobamos que los independientes son activos en los consejos españoles, pues el 80% de los mismos pertenece a alguna comisión importante dentro del consejo (en particular de las encargadas de la auditoría, las remuneraciones y los nombramientos).

La estrategia legal en España a la hora de definir esta categoría de consejeros y distinguirla de otras es de carácter estructural y profiláctico. La regulación de su régimen jurídico se orienta en torno a dos vertientes, una personal y otra funcional. Primero, la ley califica como consejeros independientes a aquellos que son designados en atención a sus condiciones personales y profesionales. Por ello, la norma desgrana las características personales que ha de cumplir el consejero para que se le califique de independiente. Segundo, los independientes se distinguen funcionalmente de los demás consejeros en que la Ley de Sociedades de Capital (LSC) les otorga cierto poder singular de decisión en materia de conflictos de interés. Al igual que ha ocurrido en otros ordenamientos, nuestro Derecho de sociedades ha puesto en buena medida a esta categoría de consejeros en el centro del sistema de vigilancia de los problemas de agencia y los conflictos de interés en el seno de las sociedades cotizadas.

2.1. Condiciones personales y profesionales

Se ha discutido largamente acerca de cuáles debieran ser las condiciones objetivas que han de concurrir para poder calificar a un consejero como genuinamente independiente⁴. Los ordenamientos comparados suelen otorgar la etiqueta de independiente en atención a las características personales y profesionales del consejero, sustanciadas en la ausencia de lazos familiares o financieros con la sociedad, sus ejecutivos y, en su caso, los socios de control⁵. La LSC ha plasmado esta aproximación en el art. 529-duodécies. 4. Tales condiciones objetivas de independencia se concretan en nuestro esquema legal en una lista de requisitos en sentido negativo: no podrá ser consejero independiente quien esté incurso en alguna de las situaciones descritas en la norma (v. art. 529-duodécies. 4, letras a-j). Por ejemplo, no pueden serlo los parientes cercanos de ejecutivos o de socios significativos, o quienes hayan mantenido en el último año, directa o indirectamente, relaciones comerciales con la sociedad. Sin embargo, a pesar de parecer rigurosa, esta aproximación formal e indiciaria a la independencia dista mucho de ser completa y, por lo tanto, plenamente satisfactoria para garantizar la ausencia de sesgos y

⁴ V. RODRIGUES, «The Fetishization of Independence», *Journal of Corporation Law*, 33(2), 2008, pp. 447 ss.

⁵ El ejemplo más relevante en nuestro entorno es el Código de gobierno corporativo del Reino Unido de 2018, publicado por la FCA que en su Provisión 10 dice: «... Circumstances which are likely to impair, or could appear to impair, a non-executive director's independence include, but are not limited to, whether a director: (i) is or has been an employee of the company or group within the last five years; (ii) has, or has had within the last three years, a material business relationship with the company, either directly or as a partner, shareholder, director or senior employee of a body that has such a relationship with the company; (iii) has received or receives additional remuneration from the company apart from a director's fee, participates in the company's share option or a performance-related pay scheme, or is a member of the company's pension scheme; (iv) has close family ties with any of the company's advisers, directors or senior employees; (v) holds cross-directorships or has significant links with other directors through involvement in other companies or bodies; (vi) represents a significant shareholder; or (vii) has served on the board for more than nine years from the date of their first appointment.»

afinidades en el juicio de los consejeros independientes. Un examen más detenido de esta cuestión se realizará más adelante (v. infra. 3.3).

Lo que ahora importa señalar es que nuestra reglamentación legal presenta algunos puntos vulnerables en relación con las características personales y profesionales de los independientes que merecen ser tomadas en consideración. El primero tiene que ver con los cambios de categoría de los consejeros. El segundo, con la promoción de los estándares de profesionalidad deseables.

Respecto de los cambios de categoría, con buen criterio se introducen cautelas para restringir el trasvase desde otras categorías de consejeros a la de independiente. Pero no sucede lo mismo “a la salida”, esto es, en relación con el tránsito desde la categoría de independiente hacia las demás. No existe límite alguno para que los independientes que hayan terminado su mandato -el art. 529-duodecies. 4. i) LSC impone un término obligatorio máximo de 12 años para este mandato- puedan mantener un sillón en el consejo en la categoría de “otros o consejeros externos”. De hecho, como vemos en la Tabla 2, no es insólito que en España un independiente pase a la categoría de “otros”. En el año 2020 hubo 9 casos de esta naturaleza. Esto es preocupante, porque por esta vía se consiente eludir el mandato máximo obligatorio, previsto para evitar la captura o la influencia de los independientes por parte de los ejecutivos o socios de control⁶. De esta manera se permite sin cortapisas que la permanencia de los independientes en la sociedad se alargue, eso sí, con el favor de ejecutivos y socios de control, bajo la vestidura del servicio en otra categoría de consejeros -y una de perfiles tan difusos como la de “otros”-. Se podría pensar que estas prácticas no desnaturalizan la figura del independiente, dado que el consejero que continua en el consejo tras la expiración del plazo máximo legal deja de pertenecer a dicha categoría. Esta visión formalista del independiente no se compadece con los incentivos, donde reside el meollo de la cuestión. Desde esta óptica, el mensaje que se envía a los independientes es inequívoco: mostrarse condescendiente con el control les puede reportar ventajas⁷. De hecho, parece conveniente revisar la categoría de “otros consejeros”, porque al no corresponder con ninguna de las categorías legales – ejecutivos, dominicales e independientes-, no se acaba de entender su régimen o su función en la sociedad.

TABLA 2. Cambios de categoría de los consejeros durante los años 2019 y 2020

		Categoría año 2020			
		Dominical	Ejecutivo	Independiente	Otro
Categoría año 2019	Dominical	-	6	2	2
	Ejecutivo	1	-	3	2
	Independiente	4	1	-	9
	Otro	13	4	11	-

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de los Informes Anuales de Remuneración de la CNMV. Este cuadro muestra los cambios de categoría que se producen cuando un mismo consejero en la misma empresa es catalogado como diferente tipo de consejero en dos años consecutivos, en este caso, los años 2019 y 2020.

⁶ El tiempo de servicio máximo de los independientes en España ya es de por sí generoso si tenemos en cuenta que el estándar internacional suele ser de 9 años Según el informe *OECD Corporate Governance Factbook 2021*, 28 de las jurisdicciones de la OECD imponen un límite de antigüedad a los consejeros independientes, en su mayoría, entre 8 y 10 años.

⁷ V. NILI, «New Insiders: Rethinking Independent Directors’ tenure», *Hastings Law Journal*, 68(1), 2016, pp. 97 ss.

Respecto de los estándares necesarios de profesionalidad, el problema es que el régimen legal de la figura del independiente no promueve necesariamente los nombramientos basados estrictamente en el mérito profesional, esto es, en función de la capacidad técnica o la experiencia de quien será consejero independiente. Por eso, muchos códigos de buen gobierno, con la intención de elevar el estándar de profesionalidad de los consejeros independientes, recomiendan que los independientes sean expertos de reconocido prestigio en materias como la auditoría o las finanzas.

En este sentido, es importante que los miembros de la Comisión de nombramientos (encargada de proponer los nombramientos de consejeros a la Junta de acuerdo con art. 529-duodecimos. 4. h) LSC) estén convencidos de la importancia crucial de realizar un proceso serio y riguroso de selección de los mejores candidatos para el puesto en atención a sus cualificaciones profesionales, y no solo de que resulten aptos formalmente como independientes.

Sin embargo, hasta ahora las comisiones de nombramientos han resultado ser más eficaces como filtro o mecanismo interno de cumplimiento regulatorio, es decir, para certificar que los nombramientos de los candidatos propuestos o sugeridos por el socio o socios de control satisfacen los requisitos legales de independencia, que como impulsor de buenas prácticas de selección de profesionales independientes. Se supone que la nominación a través de la Comisión de nombramientos debe funcionar como una garantía para evitar conflictos de interés o sesgos en el nombramiento por parte de quien ostenta el control. En la práctica, la imparcialidad de la Comisión es con frecuencia limitada porque no se compone sólo de independientes, y estos ni siquiera tienen que ser mayoría en el régimen legal español (art. 529-quindecimos. 1 LSC). La única exigencia es que sus miembros sean consejeros no ejecutivos y haya al menos dos independientes. A la postre, la influencia de los dominicales de control es, en la realidad de nuestro mercado de capitales, determinante para sacar adelante las nominaciones de los independientes.

2.2. Competencias de los independientes en materia de conflictos de interés

El otro pilar del régimen de los consejeros independientes tiene que ver con su función. Una de las mayores preocupaciones del Derecho de sociedades del presente reside en los conflictos de interés en que pueden incurrir los administradores y socios de control. Esto ha llevado a que la mayoría de los ordenamientos de referencia hayan encomendado a los independientes un papel destacado en la supervisión de tales conflictos⁸.

⁸ En Estados Unidos, la Sarbanes-Oxley Act de 2002 (sox), 15 u.s.c. § 7211(e)(6) (2012), impone que las sociedades cotizadas con capital disperso tengan una mayoría de independientes en los consejos, y tales consejeros son responsables de decisiones conflictivas para los ejecutivos, como remuneración, nombramiento de auditores y nombramientos en general. En Europa, la mayoría de los países imponen cierta proporción de independientes en los consejos y en las comisiones que revisan conflictos de interés. El Código de gobierno corporativo del Reino Unido de 2018 exige que la mitad del consejo se componga de independientes, (Provisión 11), las comisiones de auditoría y remuneración deben contar con un mínimo de 3 independientes (Provisiones 24 y 32). En Francia, se recomienda que la mitad de los consejeros sean independientes, en el caso de sociedades de capital disperso, y que lo sean un tercio de ellos si el capital es concentrado, (Principio 10.3 del Código de gobierno corporativo francés (2022)). El Código de gobierno corporativo italiano (2020), en el artículo 2, recomendación 5, exige un número "adecuado" de independientes, que no podrá ser inferior a 2, además del presidente del consejo. En Alemania, el caso de los independientes es más controvertido. La recomendación c.7 del Código de gobierno corporativo alemán prevé que la mitad del consejo esté compuesto por independientes, pero como no se exige que los independientes carezcan de vínculos con los socios de control, se confunden en la práctica con nuestros dominicales. Para una visión comparada, v. ARMOUR, ENRIQUES, y KRAAKMAN, «The Basic Governance Structure:

Es por esta razón por la que se exige que las comisiones del Consejo cuenten con un número mínimo de independientes. En España, en la Comisión de auditoría, los independientes han de ser mayoría y el resto han de ser no ejecutivos (art. 529-quaterdecies. 1 LSC). En la Comisión de nombramientos y retribuciones se requiere que haya al menos dos independientes (art. 529-quindecies. 1 LSC). En ambos casos, la presidencia ha de recaer en un consejero independiente. Además, cuando el cargo de presidente del consejo recaiga en un consejero ejecutivo, será necesario nombrar a un consejero coordinador que necesariamente debe ser independiente (art. 529-septies. 2 LSC). Es importante destacar que estas previsiones legales se quedan cortas comparadas con las recomendaciones del Código de Buen Gobierno, más exigentes en relación con la independencia recomendada del consejo: la mitad del total de consejeros en el caso de sociedades de capital disperso y un tercio en el caso de sociedades controladas por encima de un 30% (recomendación nº 17). Asimismo, se recomienda mayoría de independientes también en la Comisión de nombramientos y retribuciones (recomendación nº 47).

A la vista de este contraste cabe preguntarse si la presencia de independientes está bien calibrada en nuestro ordenamiento para supervisar los eventuales conflictos de interés. Este análisis no se puede realizar al margen de la estructura de propiedad de las sociedades, porque los desafíos del gobierno corporativo de las sociedades con capital disperso son diferentes de los que aquejan a las sociedades controladas⁹.

En las sociedades de capital disperso predominan los conflictos de interés con los ejecutivos, fundamentalmente en relación con dos tipos de cuestiones. Por un lado, su nombramiento y retribución, porque los ejecutivos tienen la tentación de obtener ventajas a cargo de los socios. Por otro, los ejecutivos presentan el riesgo de tratar de acomodar la contabilidad de la sociedad y la contratación de la auditoría externa a sus intereses privados, dado que les conviene enviar las mejores noticias al mercado -su retribución variable y su estabilidad en el cargo dependen de ello-, aun cuando muestren una visión demasiado radiante de la realidad de la compañía.

En cambio, en los entornos en los que prevalecen las sociedades con socios de control, el conflicto de gobierno primordial no viene dado por los costes de agencia de los ejecutivos, sino por los conflictos de interés en los que pueden incurrir los socios de control¹⁰. Este es el caso prototípico de muchas jurisdicciones de Europa Continental. En este entorno, el gobierno corporativo y el Derecho de sociedades son clave para reducir los conflictos de interés en que pueden incurrir los socios de control -que tienen a su alcance usar su influencia dentro de la sociedad para hacer prevalecer su propio interés sobre el de la sociedad cotizada en su conjunto -protegiéndose así a los inversores externos¹¹-. Lo anterior comporta que los independientes tengan la función específica de supervisar los conflictos de interés, no sólo de los ejecutivos, sino

The interests of shareholders as a class», en KRAAKMAN et al. (eds.) *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*, 3ª ed., 2017, pp. 62 ss.

⁹ BEBCHUK, y HAMDANI, «The Elusive Quest for Global Governance Standards», *University of Pennsylvania Law Review*, 157(5), 2009, pp. 1263 ss.

¹⁰ Sobre las obligaciones de los consejos en sociedades controladas, v. HARNER, «Corporate Control and the Need for Meaningful Board Accountability», *Minnesota Law Review*, 94, 2010, pp. 541 ss.

¹¹ Esto es lo que se llama en la literatura internacional expropiación o “tunneling”. Para una taxonomía de los mecanismos de expropiación, v. ATANASOV, BLACK, y CICCOTELLO, «Law and Tunneling», *Journal of Corporation Law*, vol. 37, núm. 1, 2011, pp. 1 ss. BERTRAND, METHA, y MULLAINATHAN, «Ferretting Out Tunneling: An Application to Indian Business Groups», *Quarterly Journal of Economics*, 117(1), 2002, pp. 121 ss.

también de los socios de control -y por extensión, el que alcance a sus dominicales en el Consejo.- Un ejemplo paradigmático de este conflicto se encuentra en la aprobación de operaciones vinculadas¹².

Sin embargo, nuestra normativa no está todo lo bien ajustada que sería deseable para fiscalizar los conflictos de interés de los socios de control. Hay dos razones fundamentales para este desajuste.

En primer lugar, si dejamos de lado las reglas relativas a la Comisión de auditoría, nuestra regulación no obliga a que haya una mayoría de independientes, tan solo de consejeros no ejecutivos¹³. Esto lleva a considerar conjuntamente a independientes, dominicales y a otros consejeros. Dado que los dominicales representan a los socios de control, este tipo de composición podría ser eficaz para fiscalizar los conflictos de interés de los administradores, pero parece poco efectiva para vigilar a los socios significativos o de control representados a través de sus dominicales.

En segundo lugar, se podría argüir que no es tan relevante la categoría a la que pertenezcan los consejeros no ejecutivos, siempre que no estén “en conflicto” en la decisión que se vota (los independientes no lo están, *ex definitione*, pero los dominicales pueden estarlo por la extensión de los conflictos de interés de su *dominus*). Si el dominical en conflicto se abstiene de votar -prosigue el argumento-, se salva el reproche de dependencia y de contaminación. Este análisis puede resultar convincente cuando exista un control fuerte, por ejemplo, de un socio que ostenta la mayoría del capital. Pero parece pasar por alto que en situaciones de semi-dispersión, en aquellas en las que el control es minoritario y está fraccionado, los socios significativos actúan sobre la base de incentivos relacionales en cuanto a las decisiones sobre la compañía. Esto significa que los dominicales que no están en conflicto en una cierta situación pueden tener interés en avalar decisiones conflictivas que afectan a los intereses de otro socio -por ejemplo, una operación vinculada cuya competencia de aprobación corresponde al Consejo - con base en la reciprocidad esperada: hoy por ti, mañana por mí.

En conclusión, nuestra normativa societaria está bien orientada para vigilar los conflictos de interés de los ejecutivos, a través de la presencia de los dominicales y de los independientes en los consejos y en las comisiones especializadas en supervisión. A fin de cuentas, una ventaja reconocida a las sociedades con propiedad concentrada es que los socios significativos comprometidos con la gestión fortalecen la supervisión interna y reducen los costes de agencia de los ejecutivos. En cambio, poblar las comisiones del consejo con dominicales no parece muy indicado cuando el objetivo de la supervisión se focaliza en el escrutinio de los conflictos de interés que aquejan a los socios de control. Si los independientes no son mayoría en estas

¹² La Directiva de 2017/808 pone en el centro del debate europeo las operaciones vinculadas de la sociedad con los socios. Hay distintas estrategias para proteger a los inversores externos frente a este tipo de operaciones, pero en la mayoría de las jurisdicciones los independientes juegan un papel sustancial en su aprobación. Para una visión comparada, v. ENRIQUES y TRÖGER, «The Law and (Some) Finance of Related Party Transactions: An Introduction», en ENRIQUES, y TRÖGER (eds.), *The Law and Finance of Related Party Transactions*, Cambridge University Press, 2019, pp. 1 ss.

¹³ Sobre las deficiencias de la Comisión de nombramientos y la deseabilidad de que estuviera constituida íntegramente por independientes, v. pp. 353-363 y 783 de MEJÍAS LÓPEZ, *El consejero independiente. Estatuto y funciones*, La Ley, 2012.

decisiones, sino que participan con los demás consejeros -dominicales de otros que acaso informalmente participan en el control- en la adopción de las decisiones conflictivas, su peso y relevancia como supervisores de calidad se ve seriamente desvirtuado.

3. Los problemas conceptuales de la figura del consejero independiente en España

Tal y como hemos comprobado en la sección anterior, la estrategia que siguen la mayoría de los ordenamientos de referencia en materia de gobierno corporativo para proteger a los inversores externos descansa en buena medida en la figura de los consejeros independientes. Para que esta herramienta sea eficaz, sin embargo, no basta con su consagración legal y con definir ciertas reglas básicas que acrediten la falta de vinculación ex ante de estos consejeros. El propósito de este y los siguientes apartados es llamar la atención sobre las limitaciones funcionales que pesan en España sobre los consejeros independientes. Así, estos se enfrentan a problemas conceptuales sobre su propia naturaleza -que se tratarán a continuación-, a problemas relacionados con el sistema de elección (Sección 4), y a problemas de incentivos (Sección 5). Todos ellos coadyuvan a que esta categoría de consejeros esté en riesgo de desvirtuarse y a que su calidad y eficacia en la supervisión se pueda ver en entredicho.

3.1. Confusión entre consejeros independientes y dominicales

Existe cierta difuminación conceptual relativa a los diferentes consejeros, en particular referente a consejeros no ejecutivos. En concreto, en España ha adquirido peso y se defiende de manera inteligente la idea de que existen algunos consejeros dominicales que podrían ser equiparados a los independientes. Se trataría de consejeros dominicales minoritarios que, por no estar vinculados al control, se consideran asimilables o equiparables a la categoría de independientes¹⁴.

Para entender cabalmente esta “asimilación débil” entre dominical minoritario e independiente convendría detener la mirada sobre los tipos de consejeros que consagra nuestra legislación. La categorización de consejeros que propone la ley española -ejecutivos, dominicales e independientes-, tiene la virtud de identificar con acierto la realidad de las sociedades de estructura de propiedad concentrada, predominantes en las jurisdicciones de Europa continental como la nuestra. Por eso, nuestra clasificación va más allá de la mera distinción entre ejecutivos y no ejecutivos o externos típica de los sistemas jurídicos del *Common Law*, cuyas sociedades muestran mayoritariamente propiedad dispersa¹⁵. La distinción que nos interesa, y que la

¹⁴ También llamados micro-dominicales. Al respecto v. DAVIS-POLK-WARDWELL, GEORGESON, y URÍA MENÉNDEZ, *Estudio Relativo a los Micro Dominicales, 2018* para una visión jurídica; y CONTHE, «Reflexiones Dominicales», *Expansión*, 7 de octubre 2014, para un análisis de mercado. Por su parte, PAZ ARES, *Identidad y Diferencia del Consejero Dominical*, 2019, en pp. 208-210, aboga por mantener separadas las categorías de dominical e independiente, pero permitiendo que estos dominicales tengan idoneidad legal para desempeñar papeles hasta ahora reservados a los independientes.

¹⁵ La iniciativa de poner nombre -dominicales- a los consejeros que representan a los accionistas significativos, ha de interpretarse como un ejercicio de transparencia y honestidad que otros ordenamientos de nuestro entorno no realizan -pues mantienen simplemente la típica distinción anglosajona entre ejecutivos y no ejecutivos o externos-. Lo que se busca es hacer transparente el papel que juegan los socios fuertes y activos en el gobierno de nuestras sociedades, y en particular, en el control. Sin embargo, para una parte relevante de la doctrina autorizada, la distinción entre dominicales e independientes es prescindible en favor de la de consejeros internos y externos, v. GARCÍA DE ENTERRÍA, «La composición del consejo: la función de los consejeros ejecutivos y dominicales», en

normativa española ayuda a revelar, es entre independientes y dominicales. Esta distinción es importante no sólo por su valor expresivo, sino porque ambos tipos de consejeros están llamados a desempeñar funciones distintas y por ello, en principio, a sujetarse a regímenes jurídicos distintos¹⁶.

Los consejeros dominicales se caracterizan por estar nominados por un socio significativo, que se sirve de ellos para trasladar su visión de la empresa al consejo y, en caso de tratarse de un socio de control, para participar en la “dirección” de la sociedad. Los dominicales, se les llame como se les llame, y se les reconozca legalmente como categoría o no (en España así se hace, pero en muchos países no), son habituales en economías con propiedad concentrada¹⁷. Es decir, en España y la mayor parte de Europa Continental. Pero son inhabituales en jurisdicciones de capital disperso, como es el caso de Estados Unidos.

Por lo tanto, la particularidad de los dominicales respecto a los demás consejeros es su vinculación al socio que los nombra (y que los puede cesar) y cuyos intereses traslada y representa en el consejo. Ambas circunstancias nos remiten, por un lado, al sistema de nombramiento, y por otro, a la naturaleza de la vinculación entre *dominus* y dominical.

En relación con su nombramiento, es importante reseñar que los dominicales nominados por el socio a quien representan suelen ser nombrados por la mayoría, bien porque haya un socio de control (que vota a sus dominicales y los de otros socios significativos que gozan de su favor) o porque, a falta de un socio mayoritario, los socios significativos cooperan entre sí, de manera formal o informal, para tomar decisiones en la sociedad y asistirse mutuamente a través de la regla de la mayoría para colocar a sus representantes en el consejo. No parece probable que los socios de control abran las puertas del consejo a un dominical que vaya a oponerse a sus políticas y propuestas, salvo que no tengan más remedio (como viene sucediendo en algún caso con los activistas)¹⁸. A contrario, significa que los socios minoritarios pueden elegir en teoría entre el sistema de mayoría o de representación proporcional para colocar sus dominicales en el consejo, pero el sistema de representación proporcional es la única vía para forzar la entrada de consejeros minoritarios sin la aprobación de los socios de control¹⁹.

En lo que atañe a la naturaleza de la relación de dependencia entre el *dominus* y el dominical interesa señalar que no se trata de un vínculo jurídico, sino que se fundamenta en los incentivos

RODRÍGUEZ ARTIGAS et al. (eds.), *Junta General Y Consejo De Administración De La Sociedad Cotizada*, t. 2, Aranzadi Thomson Reuters, 2016, pp. 931 ss.; MATEU DE ROS CEREZO, «Consejeros Dominicales: Calificación, Representación, Nombramiento y Otros Problemas Jurídicos Derivados de su Categoría», en GONZÁLEZ FERNÁNDEZ et al. (eds.), *Derecho De Sociedades: Cuestiones Sobre Órganos Sociales*, 2019, Tirant lo Blanc, pp. 473 ss.

¹⁶ V. PAZ ARES, *Identidad y Diferencia del Consejero Dominical*, 2019, pp. 16 ss.

¹⁷ V. SÁEZ LACAVE, «Consejeros Dominicales Minoritarios y Buen Gobierno Corporativo», *InDret*, 1, 2022, pp.1 ss.

¹⁸ Lucian Bebchuk realiza un análisis exhaustivo sobre las motivaciones y las consecuencias de la intervención de los activistas en las sociedades, y los acuerdos alcanzados entre las sociedades y los activistas para que entren en el consejo en Estados Unidos. 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, v. BEBCHUK, «Dancing with Activists», *Journal of Financial Economics*, 137(1), 2020, pp. 1 ss.

¹⁹ La idea que se quiere transmitir en el texto es que el sistema de representación proporcional no es deseable en sí mismo (a nadie se le escapa que es un sistema muy mejorable), si no fuera porque aporta una ventaja funcional: proporciona una “outside option”. Es decir, aumenta el poder de negociación del minoritario de entrar en el consejo de manera amigable al garantizar la ley una salida que no depende de la mayoría. Por eso se trata de un instrumento valioso de gobierno corporativo en los entornos de propiedad concentrada, v. SÁEZ LACAVE, «Nombramiento y Cese de los Consejeros Minoritarios», *InDret*, vol. 3, 2012, pp. 1 ss.

que genera una relación de reciprocidad²⁰. La literatura económica califica una situación fáctica de cumplimiento de un acuerdo implícito y no legalmente exigible sobre la base de la reciprocidad como contrato relacional. Dicho de otro modo, el contrato relacional es el sostén de la interacción entre el socio y el consejero dominical, porque se está ante una relación natural de representación de intereses y posiciones del socio que designa. Más allá de poner de relieve que estamos ante una relación no jurídicamente vinculante u obligatoria²¹, el contrato relacional llama la atención respecto de los incentivos que tiene el consejero para defender los intereses del socio o socios de cuya voluntad depende su permanencia o su cese en el consejo de la sociedad. Estos incentivos existen, aunque el consejero no esté ligado por un mandato imperativo o no se halle sujeto a instrucciones o indicaciones que puedan jurídicamente imponérsele. El esquema de incentivos que lleva al dominical a cumplir con los deseos del *dominus* no ha de ser explícito, sino que es consecuencia implícita del juego de posiciones fácticas en que se hallan dominical y *dominus*. El motor del cumplimiento voluntario de lo que se espera de uno puede consistir tanto en “sanciones” -el cese es la más evidente- como en “premios” -por ejemplo, promociones o servicios en otros consejos-.

Lo anterior no significa que los dominicales, aunque fácticamente estén en relación de dependencia funcional, no puedan realizar tareas productivas en las sociedades en las que hay socios de peso implicados en el negocio. Lo hacen con frecuencia²². Pero tomar conciencia de los incentivos bajo los que típicamente actúan importa: ayuda a entender mejor cómo tratar de minimizar los efectos menos deseables de esa dependencia. Las reglas de abstención del dominical en supuestos de conflictos de interés del *dominus* ofrecen un claro ejemplo.

Por tanto, en su sustancia los dominicales poco tienen que ver con los independientes, que son consejeros desvinculados -por completo, al menos en el modelo ideal- de los ejecutivos y los socios de referencia. La ausencia de vínculos es la manera de promover que sean desinteresados y se pueda esperar que carezcan de conflictos con el interés global de la sociedad a la que sirven. Esto coloca a los independientes en un lugar marcadamente distinto al de los consejeros dominicales. La literatura internacional destaca que estas características son necesarias para poder cumplir la función de defender los intereses de los accionistas externos, y por eso, en la mayoría de las jurisdicciones, son claves para decidir en los casos de conflictos de interés que aquejan a otros consejeros o a socios significativos.

Curiosamente, a pesar de ser dos figuras alejadas como tipos ideales, la distinción entre consejero independiente y consejero dominical es con frecuencia vidriosa, también en el panorama comparado. En la práctica, el hecho de compartir el mismo sistema de nombramiento y cese a través de la regla de la mayoría hace que no sea siempre fácil distinguirlos, un asunto que trataremos más adelante (v. infra 5). Aquí lo que nos preocupa destacar son los riesgos de que se lleguen a asimilar conceptualmente ambas figuras, es decir, que se entienda que hay dominicales que deben tratarse como independientes porque, al ser externos al grupo de control formalmente reconocible, son funcionalmente equiparables a los pertenecientes a la otra categoría de consejeros, los independientes. Desde esta óptica, habría dominicales internos y dependientes, por estar nombrados por un socio significativo que participa en el control, pero también

²⁰ V. SÁEZ LACAVE, *InDret*, 1, 2022, pp.1 ss.

²¹ Esta es la doctrina del mandato natural tal como explica PAZ ARES, *Identidad y Diferencia del Consejero Dominical*, 2019, en pp. 66 ss.

²² V. SÁEZ LACAVE, *InDret*, 1, 2022, pp.1 ss.

dominicales externos y potencialmente autónomos respecto al control (y, se supone, más cercanos a los consejeros independientes, que deben representar a los accionistas externos o de mercado), porque el socio que los nombra no es un socio mayoritario. Así, el indicio que se utiliza para diferenciar a los dominicales internos o cercanos al control de los dominicales externos o ajenos al control es la proporción de la propiedad que representan²³.

Algunos ordenamientos utilizan un umbral de propiedad, que suele rondar el 10%, para separar a los socios significativos de control de los (potenciales) socios significativos de supervisión²⁴. Este método descansa en la presunción de que el umbral del control suele residir entre el 20 y el 25%, con lo que se presume que un socio con menos del 10% de las acciones no será de control. Por eso, voces autorizadas se han alzado entre nosotros para que legalmente se asimile el dominical minoritario con una participación menor del 10% a la categoría de independiente, siempre que cumpla las condiciones de independencia del apartado 4 del art. 529-duodecimos LSC²⁵. El obstáculo al que se enfrentaba esta interpretación residía, hasta ahora, en la propia letra de la ley, que calificaba al socio como dominical en función de que la participación fuera significativa, y el umbral de significatividad lo venía fijando en el 3% la normativa del mercado de valores (estaba recogido en el viejo art. 529-ter.1 h LSC en relación con el art. 23 RD 1362/2007). Pero el terreno parece haberse despejado en nuestro Derecho tras la introducción de las nuevas reglas sobre operaciones vinculadas, que cambian el umbral de participación relevante para presumir -iuris tantum- la influencia significativa de un socio²⁶. El art. 529-vicies. 1 LSC califica como parte vinculada al accionista que disponga de una participación en el capital igual o superior al 10%. Por su parte el art. 231.1 d) LSC se refiere a una participación que otorgue «una

²³ La participación en la sociedad dista de ser un criterio perfecto para discriminar a los dominicales entre internos o de control y externos o supervisores. Hay varias razones que avalan esta cautela. Primera, cualquier indicio relativo a la proporción del capital (que es una señal para determinar cómo van a votar, a favor o llegado el caso, en contra, del control) ha de calibrarse con la estructura de la propiedad. No es lo mismo que un socio con el 8% sea el único dominical a que haya más socios significativos en el consejo. Segunda, las características del socio - si se trata de una sociedad industrial o financiera, o de tenencia de acciones frente a fondos- también nos pueden ofrecer pistas sobre su compromiso a la hora de supervisar el control. Tercera, cada vez más socios significativos son fondos de inversión y muchos de ellos optan por no ser activos en temas de gobierno corporativo, ya que su modelo de inversión que requiere liquidez es incompatible con nombrar accionistas dominicales y tener acceso así a información privilegiada. Para ilustrar esto utilizando el caso de Indra vemos como Fidelity Management Research (9,9%) y Norges Bank (3,6%) son accionistas significativos. Sin embargo, no parecen tener intereses comunes con el grupo formado por los accionistas de los que se sospecha la acción concertada. De hecho, aunque Fidelity, dada su participación, podría nombrar a un consejero dominical, no lo ha hecho.

²⁴ En este punto podemos aludir al Derecho alemán, que, tal como explican PASCHOS, y GOSLAR, «Unabhängigkeit von Aufsichtsratsmitgliedern nach den neuesten Änderungen des Deutschen Corporate Governance Kodex», *NZG*, 41, 2012, pp. 1321 ss., se 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”.

²⁵ Uno de los argumentos que se invocan con más fuerza para legitimar esta iniciativa tiene que ver con la influencia de los asesores de voto en los inversores internacionales. Este argumento lo encontramos en GEORGESON, *Estudio Relativo A Los Consejeros Microdominicales 2018*, en p. 44 y en PAZ ARES, *Identidad y Diferencia del Consejero Dominical*, 2019, en p. 206. Se piensa que sufrimos un agravio comparativo en relación con otras jurisdicciones que aplican un umbral de significatividad más elevado, y estandarizado por los asesores de voto en sus directrices. En cambio, si aplicáramos criterios internacionales a nuestros consejeros (que están basados en el modelo americano, en el que no hay prevalencia de las sociedades controladas), la situación se revertiría, beneficiándonos en términos de inversión y de reputación, al salir mejor parados en la foto del buen gobierno. Sin embargo, si de lo que se trata es de mejorar -material y verdaderamente- el buen gobierno, sería más provechoso pedir que las agencias de voto ajustaran mejor la información y las recomendaciones en función de la realidad de cada jurisdicción.

²⁶ V. PAZ ARES, y MARTÍN, «El Perímetro de Vinculación», *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, 56, 2021, pp. 71 ss. y LATORRE CHINER, «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.

influencia significativa», y añade, «se presume que otorga influencia significativa cualquier participación igual o superior al 10% del capital social». Así, el umbral del 3% permanecería a efectos de reporte y el umbral del 10% prevalecería a efectos societarios.

A nuestro juicio, los fundamentos para asimilar a los dominicales con participaciones inferiores al 10% a los independientes a los fines de otorgarles funciones típicamente reservadas a estos suscitan algunas dudas.

En primer lugar, se aduce que el consejero dominical, por el mero hecho de estar promovido por un socio minoritario o no significativo, comparte los intereses de los inversores externos²⁷. Esta presunción parece no prestar suficiente atención al dato de que los dominicales acceden al consejo por ser nominados por un socio y para representar los intereses del socio a quien sirven, sea mayoritario o minoritario. Naturalmente, habrá dominicales minoritarios que, por las características del accionista que los ha nombrado, quepa esperar que se guíen por criterios que los alineen con los inversores del mercado. Los fondos activistas son un claro ejemplo²⁸. Pero en ordenamientos de referencia se reconoce que el vínculo que tienen con el socio y los incentivos a los que se hallan sometidos los sujeta a intereses particulares, que pueden coincidir o no con los de los inversores externos²⁹.

En segundo lugar, se argumenta que tales dominicales, que podríamos llamar minoritarios, van a supervisar activa y diligentemente a los socios de control³⁰. Sin embargo, este sistema de distinción entre unos y otros dominicales corre el riesgo de que se cuenten como independientes a dominicales que representan a -efectivos o potenciales- socios de control³¹. En entornos de propiedad concentrada como el nuestro, es habitual que haya un control difuso de carácter informal entre socios minoritarios y que la coordinación y cooperación entre unos y otros sea de carácter relacional: los distintos socios cooperan sobre la base de la reciprocidad esperada, para a su vez obtener alguna suerte de ventaja o beneficio privado. La Tabla 3 muestra la naturaleza de este tipo de control difuso en las sociedades españolas. Si nos fijamos en las medias de participación accionarial, vemos como incluso en las grandes empresas que conforman el Ibex 35 la media de la suma de las participaciones de los 5 mayores accionistas está por encima del 49%.

De ahí que no se pueda inferir necesariamente que los dominicales minoritarios formalmente externos o ajenos al control, vayan efectivamente a mostrar interés o motivación de oponerse o enfrentarse a los socios de control en interés de los accionistas dispersos o externos. Esto es, en definitiva, lo que comporta la supervisión. Aunque técnicamente tales socios no se puedan calificar de control (sus intereses no están perfectamente alineados entre sí), es claro que

²⁷ V. PAZ ARES, *Identidad y Diferencia del Consejero Dominical*, 2019, en p. 204.

²⁸ V. NILI, *Hastings Law Journal*, 68(1), 2016, pp. 97 ss.; KASTIEL, «Captured Boards: The Rise of ‘Super Directors’ and the Case for a Board Suite», *Wisconsin Law Review*, 19, 2017, pp. 19 ss.; SHILL, «The Golden Leash and The Fiduciary Duty of Loyalty», *UCLA Law Review*, 64, 2017, pp. 1246 ss.

²⁹ V. las reflexiones del juez Lester, de la Delaware Chancery Court, en LASTER, y ZEBERKIEWICZ, «The Rights and Duties of Blockholder Directors», *The Business Lawyer*, 70(1), 2014, pp. 33 ss.

³⁰ V. PAZ ARES, *Identidad y Diferencia del Consejero Dominical*, 2019, en p. 207.

³¹ GEORGESON, *Estudio Relativo A Los Consejeros Microdominicales 2018*, en p. 26 apuntan que someter al candidato a independiente a un test de desinterés en materia de operaciones vinculadas resolvería la cuestión. Lo que sucede es que la ausencia de operaciones vinculadas del socio significativo con la sociedad en el pasado no es óbice para que el socio no vaya a tener intereses conflictivos con la sociedad en el futuro.

tampoco se puede esperar que sean supervisores ideales o netos, pues sus intereses tampoco están perfectamente alineados con los inversores externos. Y esto ha de tenerse muy en cuenta en relación con las situaciones de conflicto de interés, para cuyo control justamente se incluyen a los independientes en los consejos³².

En tercer lugar, voces autorizadas han traído a colación que la imposibilidad legal de calificar como independientes a los consejeros dominicales minoritarios genera trastornos en la realidad del gobierno corporativo español y su percepción exterior. Este argumento, que se esgrime para llamar la atención sobre la situación de desventaja que tienen las empresas españolas en relación con los estándares de independencia y de buen gobierno en otros entornos, suscita también algunos interrogantes. En realidad, en España la normativa vigente -y la práctica observada en la realidad del mercado- no exige que los independientes sean mayoría en el consejo, ni hay comisiones reservadas a ellos en su integridad. Ni siquiera se precisa mayoría de independientes en alguna de las comisiones que, se supone, dirimen conflictos de interés de los ejecutivos y accionistas significativos. En otras palabras, no parece que a día de hoy la normativa española haga muy exigente ni gravoso para las sociedades cotizadas de nuestro país el cumplir con los niveles de independencia legalmente requeridos, que esencialmente se sustancian en tener dos independientes en el Consejo.

Además, no hay ningún obstáculo ni legal ni práctico para que los dominicales minoritarios se integren en las comisiones del Consejo si se cree que ello mejora el gobierno corporativo y acrecienta la confianza de los inversores externos³³. Por último, parece deseable que las pocas - en perspectiva comparada- atribuciones exclusivas reservadas a los consejeros estrictamente independientes, como, por ejemplo, ser consejero coordinador o presidir alguna comisión, se mantengan en sus manos de manera genuina.

A modo de conclusión, acaso no está de más ofrecer una reflexión final de conjunto: el nivel y la eficacia de la supervisión -el cómputo del grado de independencia del consejo- no se mejoran necesariamente aumentando el número de supervisores a costa de rebajar los perfiles de la propia categoría de consejero independiente.

³² La relación de reciprocidad entre socios significativos puede verse a las claras en estos dos ejemplos. Primero, incluso en los ordenamientos más exigentes, como el nuestro, en el que la norma impide votar al dominical cuando el socio al que representa está en conflicto, nada obsta el voto a favor de los otros dominicales insertos en una interacción relacional con el conflictuado. Con ello, el sistema de cautelas en materia de abstención quedaría en buena medida desactivado. Una estrategia para superar esta limitación podría consistir en encomendar en exclusiva a los independientes la supervisión de los conflictos de interés, como, por ejemplo, prevé la normativa italiana. Pero esta opción se desnaturalizaría si los dominicales minoritarios pasan a engrosar las filas de los independientes. Segundo, el nombramiento y cese de administradores también puede obedecer a criterios o intereses relacionales. En la medida en que estos intereses se separan de los intereses de supervisión de los inversores externos, este tipo de decisiones también se pueden calificar de conflictivas.

³³ SÁEZ LACAVE, *InDret*, 1, 2022, pp.1 ss. Defiende las ventajas de los dominicales minoritarios supervisores que, por otro lado, encuentran numerosos impedimentos para entrar en los consejos en nuestro derecho si no cuentan con la aquiescencia de los socios significativos.

TABLA 3. Porcentaje de participación directa de los accionistas significativos en las empresas cotizadas españolas en 2022.

Variable	Índice	Obs.	Desv		Percentiles								
			Media	est.	1%	5%	10%	25%	50%	75%	90%	95%	99%
mayor accionista	Ibex 35	34	26,76	20,83	3,47	4,81	5,06	12,73	21,80	30,24	59,29	70,1	82,75
	Ibex Medium Cap	20	26,14	18,37	5,00	5,24	5,58	9,53	21,76	43,78	51,72	56,35	59,36
	Ibex Small Cap	28	37,14	23,93	7,62	8,21	10,03	15,55	28,40	60,43	70,98	77,70	82,92
	Mdo. continuo	31	41,64	28,78	5,83	6,57	10,98	18,12	31,51	65,76	89,07	94,13	95,16
3 mayores accionistas	Ibex 35	34	41,28	19,99	10,02	12,54	14,20	27,71	39,02	57,09	71,10	73,62	84,39
	Ibex Medium Cap	20	43,12	22,40	11,01	12,56	14,89	23,71	42,56	61,58	73,49	80,51	85,73
	Ibex Small Cap	28	54,98	21,95	17,79	18,78	20,26	40,53	58,57	71,47	84,60	85,3	86,17
	Mdo. continuo	31	57,74	24,12	16,38	18,03	25,53	38,00	57,32	80,50	89,85	95,28	96,00
5 mayores accionistas	Ibex 35	34	49,80	19,23	16,02	18,07	20,20	37,76	46,48	64,60	73,96	84,39	85,49
	Ibex Medium Cap	20	51,14	21,55	14,84	17,42	21,53	31,79	53,18	65,87	75,98	84,61	93,00
	Ibex Small Cap	28	65,09	21,02	24,04	25,07	28,45	53,58	70,47	81,29	90,49	93,16	93,32
	Mdo. continuo	31	66,02	20,34	25,23	27,60	35,52	51,42	69,10	80,66	90,14	95,31	98,43
10 mayores accionistas	Ibex 35	34	62,36	17,25	23,16	25,31	31,35	55,84	65,19	73,30	83,88	88,21	90,95
	Ibex Medium Cap	20	60,23	22,55	16,74	20,86	25,20	41,82	67,91	76,66	81,80	89,47	95,29
	Ibex Small Cap	28	75,59	19,45	29,06	34,30	42,47	69,42	80,27	91,25	95,18	97,44	99,45
	Mdo. continuo	31	75,40	16,27	33,74	41,99	53,16	67,44	79,99	89,35	92,62	95,31	99,99

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Osiris. Esta tabla muestra el porcentaje de participación directa de los accionistas significativos en las empresas cotizadas españolas en 2022. Se incluyen las SA cotizadas en los diferentes segmentos de Bolsas y Mercados Españoles con fecha de enero de 2023. No se han incluido por falta de datos las siguientes empresas: en el Ibex 35, ArcelorMittal; en el Ibex Small Cap, Berkeley Energia Limited y OPDEnergy; y en el mercado continuo, Airbus, Amrest, Aperam, Caja de Ahorros del Mediterraneo y Coca-Cola Europacific Partners.

3.2. Confusión respecto al papel de los independientes en entornos con propiedad concentrada

El caso Indra ha sido recibido con preocupación por muchos precisamente porque pone en evidencia de forma especialmente llamativa la capacidad que asiste a los socios significativos para deshacerse de los independientes cuando contradicen sus deseos. Aunque el reproche público y la reacción reputacional existen (no parece una conducta alineada con las prácticas internacionalmente reconocidas de buen gobierno), se ha demostrado que no es una situación fácil de embriar y limitar con los resortes legales que, hoy por hoy, ofrece la normativa española.

La mayor parte de los análisis que se han ofrecido al respecto se realizan bajo el prisma de la existencia o no de acción concertada como uno de los elementos al que se conecta la obligación de formular una OPA³⁴. Esta también ha sido la aproximación de la CNMV, en buena medida porque al estar el cese por la mayoría amparado por la ley, que es justamente el núcleo del problema, el regulador del mercado de valores carecía de instrumentos de sanción más adecuados. Pero como veremos a continuación, la OPA obligatoria no parece ser una vía prometedora para abordar el problema en cuestión.

La mayoría de los sistemas jurídicos mantienen una posición binaria respecto a la existencia o no de control por parte de los socios fuertes o significativos. Para ello se realiza un test muy simple: se comprueba si los socios ostentan el control a través de un pacto o una actuación -demostrablemente- concertada. Este es el test de las tomas de control. Si no hay coalición formal o informal (pero reconocible y acreditable), la sociedad se reputa no controlada: los socios son de referencia, pero sin control efectivo. Si, por el contrario, se constata la existencia de una coalición, la sociedad se reputa de facto controlada, y los socios de control estarían obligados a lanzar una OPA sobre el 100% de las acciones con el fin de proteger a los inversores externos.

Esta regla es sencilla y, por ello, relativamente fácil de aplicar. Ello aporta certidumbre -valiosa- en relación con la regulación de las OPAs y del mercado de valores. Y es importante que los indicios que se utilizan para estimar la existencia de control a través de una acción concertada sean rigurosos, porque una OPA forzosa puede impactar drásticamente en el valor de una empresa. Con todo, esta vía de aproximación al problema de déficit de gobierno corporativo creado por el cese de los minoritarios en el caso de Indra ha puesto de relieve dos circunstancias.

La primera es que el régimen de OPAs se queda corto para disciplinar los incumplimientos de gobierno corporativo de esta índole. De hecho, la protección de los accionistas externos a través de OPAs resulta poco efectiva cuando el ejercicio del control requiere la acción concertada de varios socios, como es el caso típico en muchos países, incluido el nuestro³⁵. Esto es así porque no es fácil establecer demostrablemente la existencia de control efectivo cuando los socios controlan activamente la sociedad sin que posean formalmente la mayoría de los votos. De ahí

³⁴ V. CONTHE, «Res Indra Loquitur», *Expansión*, 2 de julio 2022.

³⁵ En relación con la vinculación de la obligación legal de formular una OPA a la suscripción de un simple acuerdo de concertación del derecho de voto entre accionistas que en conjunto superen el umbral de OPA y las dificultades de aplicación, v. GARCÍA DE ENTERRÍA, «A vueltas con el concierto en materia de OPA obligatoria: los pactos parasociales y el ejercicio concertado de los derechos de votos», *Revista de derecho del mercado de valores*, vol. 31, 2022, versión electrónica.

que se reserve la noción de actuación en concierto para supuestos “fuertes” de concertación. Dicho lo cual, como ya hemos mencionado al discutir la Tabla 3, la realidad de nuestras sociedades con múltiples socios significativos es más sutil y menos binaria en relación con el control, lo que explica que el instrumento de las OPAs para proteger a los socios externos haya quedado relegado a casos extremos y palmarios de toma de control.

La segunda es que para entender cabalmente el caso Indra y el problema del riesgo de sometimiento de los independientes, hay que tener en cuenta que nuestro ordenamiento no sólo protege a los inversores externos a través de las OPAs, sino que también lo hace a través de otros mecanismos de gobierno corporativo destinados a aumentar la supervisión interna en las sociedades. Este es el caso de los niveles de independencia exigidos o recomendados. Precisamente la idea de integrar en los órganos de administración a consejeros independientes es una protección que puede operar al margen de cuál sea el sistema de control, porque su función es proteger a los socios externos ante los socios significativos.

Desde esta perspectiva, lo que muestra a las claras el caso Indra no es que la acción concertada no pueda probarse, sino que la figura de los independientes entre nosotros tiene, en buena medida, los pies de barro. Nadie duda de que en este caso el cese suponía dejar a los inversores externos a expensas de los socios significativos. Tampoco de que, hoy por hoy, tal actuación no es ilegal en España. Un flanco débil de la protección de los inversores de mercado en las sociedades de capital concentrado es el amplísimo poder que tienen los socios significativos para cesar y sustituir a los consejeros independientes.

Las reflexiones anteriores nos llevan a la conclusión de que la cuestión del cese de los independientes a manos de los socios significativos ha estado con frecuencia planteada en términos no del todo exactos. La pregunta que deberíamos formularnos es la siguiente: ¿Tiene sentido que los socios significativos, aunque no actúen abiertamente de forma concertada, puedan cesar a los independientes, que idealmente representan a los inversores externos? Si planteamos la cuestión en estos términos, enseguida percibimos que la aproximación al problema desde la óptica de la acción concertada no resulta prometedora. En efecto, si hay acción concertada, el remedio es la OPA y, entonces, no hace falta tener independientes. Si, por el contrario, no hay acción concertada, el cese de los independientes con los votos de los accionistas significativos no plantea problema si, después, esos mismos socios significativos reemplazan a los cesados con otros nuevos que, presumiblemente, estarán más alineados con sus intereses como accionistas significativos.

En cualquier caso, lo que se ampara es la legitimidad de que los socios significativos se deshagan de los independientes que les resulten incómodos o no sean suficientemente dóciles. Dicho de otro modo, se da por supuesto que en las sociedades controladas o con fuerte concentración de capital los socios significativos tienen pleno poder para poner y quitar a los independientes. Casi podríamos añadir: a su antojo.

Resulta muy difícil conciliar esta realidad con la idea de que los consejeros independientes tienen atribuida en todos los sistemas jurídicos que los contemplan la función esencial de proteger a los socios externos o de mercado y supervisar el control, este en manos de socios, cuando hay concentración de capital, o de administradores, cuando la propiedad es dispersa. Su tarea de supervisión es tan necesaria en un caso como en el otro. De hecho, en el caso de las sociedades con concentración de capital, el riesgo de captura y de desactivación de los independientes es

especialmente preocupante, porque los socios pueden utilizar sus derechos de control en la Junta para conformar el consejo a su medida. En la medida en que estos socios estén desalineados respecto al interés de mercado de la sociedad, podrán valerse de sus derechos de voto para perseguir sus fines a expensas de los inversores externos.

3.3. Confusión respecto a la noción de independencia: independencia formal, independencia estructural y deber de actuar con independencia

La tercera dificultad se refiere a la creencia generalizada de que las condiciones de independencia formal u externa son suficientes para garantizar la independencia real o efectiva. Como argumentamos a continuación, la independencia formal debe entenderse como condición necesaria pero no suficiente.

a. *Independencia formal vs. independencia estructural*

Como hemos observado en la Sección 2, la introducción de consejeros independientes en los consejos de administración de las sociedades cotizadas se basa en el plan del legislador de aumentar la supervisión sobre los conflictos de interés de los administradores y, muy singularmente (en España y en otros entornos de capital concentrado), de los socios de control. De ahí que sea crucial que los consejeros independientes lo sean de verdad y no sólo de nombre. Se ha explicado ya que la aproximación a la independencia de estos consejeros por parte del ordenamiento español es eminentemente formal: la ley establece unas condiciones externas de independencia que el consejero debe cumplir. Lo que debemos subrayar a continuación es que tal aproximación es limitada. Desde luego, el esquema legal permite descartar a los consejeros palmariamente parciales, que debieran servir en el consejo en la categoría de dominicales. Pero no promueve necesariamente la selección de profesionales manifiestamente independientes. Esto se explica porque es imposible confeccionar una lista exhaustiva, abstracta y ex ante de las circunstancias que comprometen la imparcialidad del consejero en todas las circunstancias que pueden suscitarse³⁶.

Sentado lo anterior, corresponde ahora señalar que la independencia formal o externa es una condición necesaria pero no suficiente para alcanzar la independencia real o efectiva que, en definitiva, es el objetivo buscado por la norma³⁷. Es evidente que la función de supervisión

³⁶ Otros ordenamientos han adoptado una aproximación más contextual y particular que estructural y abstracta hacia la independencia. Su examen no se realiza prioritariamente ex ante, a través de regulación, sino esencialmente ex post, a través de litigación (pero no sobre los deberes fiduciarios, sino sobre el carácter efectivo de la condición de independencia). El mejor ejemplo es el tribunal de Delaware, probablemente el más especializado y avanzado en Derecho de sociedades del mundo. Sus jueces han desarrollado jurisprudencia sobre las limitaciones de la independencia en la actuación de los consejeros independientes en casos concretos, aplicando criterios selectivos o ad hoc, que puedan generar alineamiento con los ejecutivos y socios de control en cada caso, más allá de la mera comprobación genérica de ausencia de vínculos financieros o familiares. Esta estrategia, además, precisa de tribunales expertos y de fórmulas de litigación adecuadas para proteger los intereses de los inversores externos para resultar eficaz. A este respecto v. LIN, «Beyond Beholden», *Journal of Corporation Law*, 44(3), 2019, pp. 515 ss., en pp. 521-525; RODRIGUES, *Journal of Corporation Law*, 33(2), 2008, pp. 447 ss.; y VELASCO, «Structural Bias and the Need for Substantive Review», *Washington University Law Quarterly*, 82, 2004, pp. 821 ss.

³⁷ Respecto a la preocupación de que otras relaciones puedan mermar su imparcialidad véanse FAITH, «The Cosmetic Independence of Corporate Boards», *Seattle University Law Review*, 34(4), 2011, p. 1435 ss. LE MIRE, y GILLIGAN, «Independence and Independent Company Directors», *Journal of Corporate Law Studies*, 13(2), 2013, pp. 443 ss. RODRIGUES, *Journal of Corporation Law*, 33(2), 2008, pp. 447 ss., en las pp. 465-466 explica que: «Delaware

requiere de la independencia formal del consejero respecto de los ejecutivos o los socios de control objeto de la misma. Pero esta condición no es suficiente. Por muy independiente que fuera personalmente un consejero al inicio de su mandato, hay condiciones estructurales inherentes al funcionamiento del consejo que pueden generar dependencia funcional del independiente respecto de los ejecutivos o de los socios de control durante el tiempo de servicio.

Los sesgos y los intereses producidos con ocasión de las relaciones personales en el seno del consejo son relevantes porque influyen en la intensidad con la que los independientes realizarán su tarea de supervisión³⁸. Apercibirnos del riesgo de captura nos ayuda a poner en cuarentena presunciones extendidas en relación con los independientes, como que la calificación de independiente imprime carácter (el independiente no se debe a quien lo nombra), y no caduca (*cum independens, semper independens*). Los problemas de dependencia estructural surgen a través de dos vías diferentes.

En primer lugar, la propia naturaleza colegial del consejo hace necesario que el consejero invierta en relaciones personales y, al pasar el tiempo, esto compromete su capacidad de supervisar a sus compañeros de consejo, los ejecutivos y los dominicales³⁹. Aunque el consejero no mantuviera previamente a su nombramiento relaciones sociales o personales con el resto de consejeros o con los socios de control, el servicio prolongado en la misma sociedad invita a establecer tales vínculos, tanto más cuanto más homogéneo y cohesionado sea el consejo. Esta naturaleza colegial conduce a que los independientes tengan mayor deferencia hacia el interés de los ejecutivos y socios de control, a pesar de que tal interés no coincida con el mejor interés de la sociedad y de los inversores externos⁴⁰.

Este problema puede reducirse con reglas que limitan el tiempo de servicio en el consejo de los independientes (v. infra 5). Desafortunadamente, como hemos visto en la Sección 2, las condiciones formales de independencia en España permiten que los independientes puedan mantenerse en el consejo una vez terminado su mandato bajo otra categoría de consejero, sin límite preestablecido. Desde la perspectiva de un consejero independiente que acaba de entrar en un consejo, la posibilidad de alargar su permanencia más allá del tiempo de servicio como independiente hace que los vínculos que pueda establecer con otros miembros del consejo aumenten su valor y perjudiquen su independencia funcional.

En segundo lugar, el sistema de elección genera dependencia funcional de los independientes respecto de quién o quiénes controlen dicho sistema. Los independientes saben que su bienestar y su futuro en el consejo depende de las personas que tengan el control de los procesos de

courts broaden the inquiry into more amorphous ties that can generate a sense of ‘beholdeness’. Common membership in a university, charitable giving, and friendships can all factor into the equation». Por su parte, PAGE, «Unconscious Bias and the Limits of Director Independence», *University of Illinois Law Review*, 237(1), 2009, pp. 237 ss., y TUNG, «The Puzzle of Independent Directors: New Learning», *Boston University Law Review*, 91, 2011, pp. 1175 ss., llaman la atención sobre los sesgos cognitivos que ponen en cuestión la imparcialidad de los independientes.

³⁸ V. LIN, *Journal of Corporation Law*, 44(3), 2019, pp. 515 ss.

³⁹ V. NILI, *Hastings Law Journal*, 68(1), 2016, pp. 97 ss., en pp. 248-262.

⁴⁰ Parte de la literatura se centra en explicar como la dimensión social de los consejos y el pensamiento de grupo puede afectar la conducta de los independientes, v. KHURANA, y PICK, «The Social Nature of Boards», *Brooklyn Law Review*, 70(4), 2005, pp. 1259 ss. LANGEVOORT, «The Human Nature of Corporate Boards: Law, Norms, and the Unintended Consequences of Independence and Accountability», *Georgetown Law Journal*, 89(4), 2001, pp. 797 ss. MACEY, *Corporate Governance: Promises Kept, Promises Broken*, 2008.

nombramiento, cese y renovación. Como discutimos detalladamente en la próxima sección, el sistema español de elección de consejeros está dominado férreamente por los socios de control y ello genera dependencia funcional de los independientes respecto de aquellos, lo cual pone en peligro la independencia real. Un mecanismo de elección bajo la batuta de los socios de control tiene sentido para la selección de dominicales, que son consejeros que representan los intereses de su dominus, pero distorsiona la función de los independientes de supervisar a quienes les han promocionado y les pueden cesar.

b. Independencia objetiva vs. independencia subjetiva

Nuestro ordenamiento presenta la característica de imponer el deber de independencia subjetiva como un requisito exigible a cualquier administrador (art. 228 d) de la LSC). ¿Es esta exigencia suficiente para garantizar la independencia efectiva?

De hecho, la lectura acrítica del art. 228 d) LSC podría llevarnos a la conclusión de que la figura de los consejeros independientes es superflua porque todos los consejeros están sujetos a los mismos deberes de lealtad, y en particular, a «desempeñar sus funciones bajo el principio de responsabilidad personal con libertad de criterio o juicio e independencia respecto de instrucciones y vinculaciones de terceros». En consecuencia -proseguiría el argumento-, como todos los administradores están obligados a ser imparciales e independientes, carece de sentido distinguirlos funcionalmente o en relación con su régimen jurídico⁴¹.

La idea que subyace en este argumento es la unidad e identidad de la posición jurídica de todos los administradores⁴². Tradicionalmente se daba por sentado que los consejeros tenían vínculos con los ejecutivos o los socios significativos. Formalmente, sin embargo, todos eran considerados independientes y sujetos al mismo régimen jurídico. Desde esta perspectiva, un consejero nominado por un socio significativo (un dominical) sería tan independiente como un consejero ajeno a la empresa, nombrado por su cualificación profesional (un independiente).

Pero este planteamiento entra en conflicto con la idea misma de mejorar la supervisión introduciendo la figura de los consejeros que son calificados específicamente como independientes. La independencia formal y externa, es decir, el carecer de vínculos con la empresa, los ejecutivos y los socios de control, no es un requisito necesario para ser administrador. Sí lo es para tener la consideración de consejero independiente en el sentido legal.

⁴¹ V. GARCÍA DE ENTERRÍA, en RODRÍGUEZ ARTIGAS et al. (eds.), *Junta General Y Consejo De Administración De La Sociedad Cotizada*, t. 2, Aranzadi Thomson Reuters, 2016, pp. 931 ss., en la p. 948: «Si la posible relación de "representación" queda excluida por la obligación impuesta de actuar con absoluta independencia y libertad de criterio, no debería poder realizarse ninguna distinción sobre esta base entre los consejeros dominicales y los independientes». Otros autores como MARCOS, y SÁNCHEZ GRAELLS, «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 ss. critican la figura de los independientes en España por considerarlos superfluos y prescindibles en nuestro sistema de propiedad concentrada, dado que la independencia es consustancial a la naturaleza del cargo de administrador. Además, según estos autores, la presencia de dominicales de control ya procura la supervisión de los ejecutivos y sus costes de agencia. En el mismo sentido, MATEU DE ROS, *La independencia de criterio de los consejeros de las sociedades cotizadas*, Aranzadi, 2023, p. 124: «...el cumplimiento fiel y efectivo del deber de independencia de criterio por parte de los consejeros podría convertir en innecesaria e inútil para las sociedades cotizadas ña existencia de la categoría especial de consejeros independientes prevista en el art. 529 *duodecies*, LSC».

⁴² V. Paz-Ares (2019) *Identidad y Diferencia*, en pp. 81 ss. Respecto a las reflexiones sobre la independencia objetiva y subjetiva, pp. 52 y ss.

La razón estriba en la convicción del legislador -español y de otras economías desarrolladas- de que la independencia como barrera estructural y profiláctica en la configuración de cierto número de consejeros contribuye a mejorar la independencia real o efectiva y, con ello, determinadas funciones de supervisión para las cuales esa independencia resulta singularmente importante. Desde esta óptica, la independencia “aspiracional” o normativamente supuesta o impuesta, como resulta de los deberes generales de los administradores en la ley española, por muy deseable que sea, es muy difícil que se traduzca en la práctica con la suficiente intensidad y continuidad, en independencia real, especialmente cuando no ni siquiera hay independencia formal o externa.

En efecto, es muy difícil sostener que los vínculos personales y profesionales de los consejeros con quienes ocupan posiciones de poder o influencia dentro de la sociedad no afectan a la libertad de criterio del consejero. De hecho, como acabamos de discutir en el apartado anterior, ni siquiera las condiciones formales y objetivas de independencia garantizan por sí mismas la independencia efectiva: el juicio o el criterio puede verse sesgado por otros vínculos menos generalmente observables y más sutiles.

En cambio, el deber de independencia que impone la ley es un deber fiduciario que es exigible a cualquier administrador, no sólo a los independientes. Por lo tanto, este deber no se refiere a un estado subjetivo o psicológico⁴³, sino a un modelo de conducta exigible a un fiduciario: informarse adecuadamente y actuar de buena fe. Y por ello, sólo se puede regular mediante descripciones generales y abstractas de la conducta deseable de un administrador⁴⁴. Por eso, la independencia, como parte de los deberes de lealtad, presenta un carácter situacional o contextual que ha de ser valorado ex post por el juez. Se trata de la obligación de conducirse conforme a la buena fe al conformar su propio -autónomo, no subordinado o servil al de otro- juicio o criterio, lo que básicamente obliga al consejero a informarse de manera adecuada y ejercer su personal criterio en base a esta información. Es decir, el deber de conducta conmina a los consejeros a ponerse en guardia frente a aquellas instrucciones o influencias que perjudiquen a la sociedad o al resto -esto es, quienes no dan las instrucciones o tratan de ejercitar la influencia- de los socios.

La razón por la que este deber de independencia no es suficiente para garantizar la independencia efectiva de manera estable y duradera estriba en la gran dificultad para que un juez pueda valorar ex post las razones de la decisión de un consejero. En general, la mayoría de las decisiones empresariales pueden justificarse de múltiples maneras. Y, aunque este deber fiduciario puede impedir que el consejero actúe de mala fe o como una mera y evidente correa de transmisión, queda más lejos de garantizar que se actúe únicamente con el mejor interés de la sociedad como guía de actuación. Nótese, además, que detectar y sancionar las desviaciones respecto de este patrón exigido de conducta, en especial en consejos amparados por quienes controlan la sociedad, no parece cosa fácil en general.

⁴³ Sin embargo, v. MEJÍAS LÓPEZ, «Revisando el Ámbito de Aplicación del Deber de Independencia de los Administradores Sociales», en HERNANDO (ed.), *Conflictos De Intereses En Las Sociedades De Capital: Socios Y Administradores*, Marcial Pons, 2022, pp. 229 ss.

⁴⁴ LE MIRE, y GILLIGAN, *Journal of Corporate Law Studies*, 13(2), 2013, pp. 443 ss., en p. 450 explican como la dicotomía entre la independencia objetiva y subjetiva (que en inglés se traduce por in mind) alerta respecto a las limitaciones de la independencia objetiva o formal. Posiblemente por esto es frecuente que los reguladores hagan llamadas a la independencia de juicio de manera abstracta, como es el caso de la ley española.

Como el deber de independencia no elimina por si solo los sesgos, los conflictos de interés o las “debilidades” de los consejeros, el objetivo que deben perseguir los ordenamientos es articular reglas para ayudar a prevenirlos. En el caso de los consejeros dominicales, el deber de independencia podría entrar en conflicto con la función del dominical de representar los intereses del socio que le ha nombrado y se espera que represente. Por ello los sistemas legales modernos no les consideran desvinculados o independientes propiamente dichos, ni fían todo a los deberes fiduciarios y su cumplimiento. Muy al contrario, obligan a que el dominical se abstenga de participar y de votar en asuntos en los que el *dominus* tenga un conflicto de interés⁴⁵.

En el caso de los consejeros independientes, aunque el deber de independencia debiera ser el estándar que presidiera en todo momento la conducta de todo consejero independiente, es deseable asegurarse de que el consejero reúna además las condiciones externas y estructurales que harán más fácil que de verdad ajuste su actuación a este estándar.

4. Problemas que afectan al sistema de elección

Las ineficiencias de gobierno corporativo que pone de manifiesto el caso Indra apuntan directamente a ciertos déficits en las reglas dispuestas en nuestro ordenamiento para cesar a los independientes y muestran que el sistema para el nombramiento, renovación y cese de administradores constituye una pieza fundamental para el buen gobierno de las sociedades cotizadas. Sin embargo, resulta curioso que este sistema se haya mantenido inalterado a pesar de la profundidad de las reformas legales en el Derecho societario y el gobierno corporativo que se han realizado en España en tiempos recientes.

Esta ausencia de cambios llama más la atención si consideramos que las reformas realizadas en otros ámbitos se han articulado con la intención expresa de (i) reforzar la protección de los inversores a través de la voz y (ii) modernizar la estructura y composición del consejo de administración. Como tratamos de argumentar a continuación, el actual sistema de nombramiento, renovación y cese de administradores es poco eficiente en la protección de los inversores a través de la voz e impide la modernización de la estructura del consejo en sintonía con las necesidades actuales de las sociedades cotizadas.

4.1. El sistema electoral no favorece el activismo accionarial

Uno de los pilares de la reforma de 2014 de la LSC tiene que ver con el refuerzo del papel de la Junta general y la apertura de cauces para fomentar la participación accionarial. Las demandas favorables a incrementar la voz y el poder de decisión de los accionistas se han sustanciado en medidas más generosas de revisión por parte de la Junta de la actuación de los administradores (art. 160 LSC). Incluso, en facilitar la intervención de la Junta en la gestión a través de instrucciones (art. 161 LSC). Pero no está claro que estas medidas repercutan en un incremento del poder de decisión de los inversores externos o de mercado en la selección de los administradores en entornos de capital concentrado. Es llamativo este olvido del legislador español, porque si hay una “franquicia” de voz de los accionistas en las sociedades cotizadas,

⁴⁵ OECD, *Related Party Transactions and Minority Shareholder Rights 2012*

dada la delegación de facto de los derechos de control de los accionistas en los administradores, es justamente la selección de administradores⁴⁶.

Pero el olvido quizás no es tan sorprendente a la luz de esta idea: las reformas han considerado a los inversores como clase y no han distinguido entre inversores externos e inversores internos (socios de control). Esto implica que, aunque los cambios introducidos hayan tendido a mejorar la voz de los inversores como clase frente a los ejecutivos, no han reforzado la voz de los inversores externos en sus posibles conflictos con los internos. Claramente, el nombramiento, cese y renovación de los independientes, en un sistema de propiedad concentrada, debería abordarse desde la necesidad de proteger los intereses de los minoritarios ante los socios de control.

Es verdad que la Junta decide ahora sobre más asuntos, pero aumentar el poder de decisión de la Junta (frente al consejo), que es en definitiva la estrategia elegida por el legislador español, no se traduce necesariamente en dar voz a los accionistas externos (y a sus intereses) frente a los ejecutivos y los socios de control, aunque el fin último buscado por el buen gobierno corporativo sea precisamente esto⁴⁷.

Las recetas de gobierno corporativo, para que sean en verdad provechosas, habrían de ajustarse a la estructura de propiedad de las compañías que domina en un país. Las reformas realizadas en España lo han hecho solo de forma limitada. Se ha olvidado con alguna frecuencia que las fórmulas de protección de los inversores externos que funcionan en los mercados en los que prevalecen las sociedades de capital disperso pueden no tener efectos, o incluso resultar contraproducentes, en aquellos mercados en los que la propiedad está más concentrada⁴⁸. Si hay socios de control y los socios externos están muy fragmentados o son pasivos, las reglas que dan poder a los accionistas como clase única e indiferenciada tienen, en principio, poco impacto en el bienestar de los accionistas de mercado. Más bien al contrario, parece razonable asumir que quienes salen beneficiados de que la Junta aumente su ámbito de decisión son los socios significativos y de control, dado que les permite hacer uso de sus derechos de decisión para promover las soluciones que prefieren⁴⁹. Para lograr lo primero es necesario aumentar la influencia y el poder de decisión de los socios externos, tal vez particularmente de los inversores institucionales, frente a los socios de control en asuntos sociales.

Así podemos entender por qué el sistema de mayorías en la nominación, cese y renovación de los consejeros no ha cambiado entre nosotros y no se ha acompasado con las nuevas categorías de miembros del consejo. Este sistema de nombramiento y remoción protege, sin duda, a los inversores de las conductas indeseables de los ejecutivos. Por lo tanto, si se mantiene la perspectiva de considerar a todos los accionistas como un colectivo homogéneo, sin fisuras y con

⁴⁶ V. BEBCHUK, «The Myth of the Shareholder Franchise», *Virginia Law Review*, 93(3), 2007, pp. 675 ss.

⁴⁷ Sobre estas cuestiones v. SÁEZ LACAVE, «Activismo Accionarial, Hedge Funds, y el art. 161 LSC», *InDret*, 4, 2018, pp. 1 ss.

⁴⁸ V. BEBCHUK, y HAMDANI, *University of Pennsylvania Law Review*, 157(5), 2009, pp. 1263 ss., en p. 1263: “Thus, in CS companies, giving the majority of shareholders more power vis-à-vis the board would operate to weaken—not enhance—the protection of outside investors”.

⁴⁹ V. BEBCHUK, y HAMDANI, *University of Pennsylvania Law Review*, 157(5), 2009, pp. 1263 ss. en p. 1263: “We have thus far assumed that empowering shareholders as a group to make a decision means that a majority of shareholders will have the effective power to make the decision”.

los mismos intereses en todo caso, no hay por qué cambiarlo⁵⁰. Sin embargo, si este retrato del accionariado no responde a la realidad de la divergencia de intereses, no se protege a los inversores minoritarios frente a los socios de control. Veamos por qué.

El nombramiento sustentado en la mayoría de los votos de los socios cumple con todos los parabienes para garantizar que los consejeros actuarán en interés de los socios -como estamento o clase-. Pero, ante la presencia de socios de control, parece razonable pensar que los intereses de los accionistas son heterogéneos o que, cuanto menos, con frecuencia pueden serlo.

Conviene aclarar que al referirnos a socios de control utilizamos este término en sentido amplio, refiriéndonos también a los socios significativos que cooperan juntos en el control de la sociedad, incluso de manera informal, sin mediar un pacto o acuerdo explícito: todos comparten el mismo interés en tener voz -y poder de decisión- en el consejo. En este contexto, la regla de nombramiento, reelección y cese por mayoría no sirve para que se nombren consejeros alineados con los inversores externos, es decir, capaces de supervisar o de disentir con los socios de control, sean independientes o dominicales minoritarios. La razón se descubre con facilidad: si quienes conforman la mayoría, los socios que conforman el bloque del control, tienen el poder de poner y quitar a los consejeros independientes o críticos, los incentivos de estos consejeros como garantes de los intereses de los inversores externos se verán seriamente afectados. De hecho, podremos concluir que no hay una distinción nítida entre los incentivos a los que se enfrentan los independientes y los dominicales, pues ambos comparten el mismo sistema de elección, en manos de los socios de control, y ello fomenta la dependencia estructural de los consejeros independientes. Este es el fenómeno que se puede describir como de "dominicalización" de los independientes.

Originalmente, el sistema de nombramiento y remoción de consejeros se diseñó cuando no existían los consejeros independientes. Se trataba de poder elegir y cesar ejecutivos y dominicales afines al control, de manera simple y eficiente. Este modelo de elección tiene todo el sentido para favorecer que el núcleo mayoritario monopolice el ejercicio del control, pero no para facilitar que se supervise el ejercicio del control, que es justamente el propósito del gobierno corporativo, (en general, y en particular, de la introducción de la figura del consejero independiente).

Estos desajustes del sistema de elección no son un problema exclusivo de España⁵¹. De hecho, si analizamos la experiencia comparada respecto a lo que ha pasado en otros países, han sido los

⁵⁰ Esta máxima se cumple en todos los ordenamientos en función del sistema de propiedad. Así, como explica HIRST, «Universal Proxies», *Yale Journal on Regulation*, 35(2), 2018, pp. 437 ss., en EE.UU., quienes tienen típicamente el control son los administradores. Mientras los socios tienen el poder de voto, los administradores han buscado monopolizar el poder de nominar, lo que se llama el "proxy Access". En cambio, en Europa, el control está con frecuencia en manos de los socios mayoritarios: los socios externos pueden tener margen de maniobra en la nominación, pero carecen de la fuerza del voto. KRAAKMAN et al., *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, 3ª ed., 2017, explican que: «[A]lmost all jurisdictions permit a qualified minority (usually a small percentage) of shareholders to contest the board's slate by adding additional nominees to the agenda of the shareholders' meeting».

⁵¹ V. VENTORUZZO, «Empowering Shareholders in Directors' Elections: A Revolution in the Making», *European Company and Financial Law Review ECFR*, 8(2), 2011, pp. 105 ss.

socios activistas -y no tanto el legislador- los que han combatido las prácticas electorales establecidas para intervenir en las sociedades⁵².

4.2. El sistema de elección en buena medida impide la modernización de los consejos de administración

El mantenimiento inalterado del sistema de elección ha socavado el otro pilar de las reformas de gobierno corporativo centradas en el consejo de administración. Nuestro Derecho de sociedades se ha sometido a una profunda revisión y puesta al día de la administración societaria -estructura y funciones del consejo, tipos de consejeros, retribución, deberes de lealtad-. Estas reformas están en línea con una visión moderna de la complejidad de la administración de las sociedades cotizadas y de sus problemas de agencia. Pero el sistema de elección, que ha pervivido sin cambios, responde a otra lógica, más burocrática y más complaciente con el ejercicio del control en el seno de las sociedades cotizadas. Esto provoca dos desajustes que impiden que la modernización del consejo pueda avanzar suficientemente en la realidad.

a. El sistema de elección no diferencia según el tipo de consejero

El primer desajuste que se produce entre la reforma legal del consejo y el sistema de elección es que el mecanismo de nombramiento, cese y reelección de administradores no distingue según el tipo de consejero y, en particular, entre los dominicales y los independientes.

La creciente complejidad de los consejos y de la tarea de gestionar sociedades cotizadas ha provocado una mayor especialización de los consejeros. Independientes y dominicales se distinguen entre sí por la función que prioritariamente están llamados a desempeñar -con respeto, en ambos casos, a los deberes fiduciarios- en la realidad de los consejos: los independientes, centrados en la supervisión, mientras que los dominicales realizan en buena medida una tarea de intermediación de intereses del socio que los designa. Así se reflejan en las normas de composición de las comisiones del consejo. También hay diferencias en el régimen jurídico, puesto que los dominicales deben abstenerse de votar cuando el socio al que representan está en situación de conflicto y sus deberes de lealtad han de modularse para permitir la alineación de su voto con los intereses del socio que le nombra. Así las cosas, sería acaso razonable esperar que su nombramiento, cese y renovación recibieran un tratamiento jurídico diferenciado y ajustado a las características de cada categoría, en lugar de uno uniforme y genérico, como administradores. No es así, sin embargo.

b. El sistema de elección da (todo) el poder a la mayoría

⁵² El caso de los “staggered boards” (sistema de elección escalonada de los miembros del consejo, que impide que cambie todo el consejo a la vez) en Estados Unidos es muy ilustrativo. Según BEBCHUK, COATES, y SUBRAMANIAN, «The Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards: Theory, Evidence, and Policy», *Stanford Law Review*, 54(5), 2002, pp. 885 ss. esta elección escalonada de consejeros se considera una medida anti-opa y ha sido muy criticada por sus efectos perniciosos en el valor de la sociedad. Además, como explican GOSHEN, y SHANNON, «The Death of Corporate Law», *New York University Law Review*, 94(2), 2019, pp. 263 ss., el activismo accionarial ha forzado la supresión de este sistema de elección en la mayoría de las sociedades americanas. En el año 2000, 300 sociedades del S&P 500 tenían consejos con elección escalonada. En 2017, menos de 50 empresas en el S&P 500 seguían manteniendo este sistema.

El segundo desajuste que se produce entre la reforma legal del consejo y el sistema de elección es que nombramiento, cese y renovación de administradores están controlados por la regla de la mayoría y no permiten que los socios minoritarios puedan influir sensiblemente en el nombramiento de los independientes, cuya función es precisamente protegerlos en conflictos de intereses en que puedan incurrir los socios de control. Recordemos que el sistema de elección no ha cambiado, aunque estaba diseñado para una época en la que no había obligación alguna de tener consejeros independientes⁵³. De hecho, no existía ni la propia noción de consejero independiente.

Los consejeros no tienen por qué estar sometidos a un sistema unívoco de elección y separación. El sistema de representación proporcional es buena prueba de ello. Y, se podría alegar, que este sistema de nombramiento de dominicales minoritarios previene los abusos de la mayoría en la configuración del consejo. Un análisis detallado del funcionamiento de la representación proporcional, con todo, indica otra cosa.

El sistema de representación proporcional (art. 243 LSC), lleva décadas vigente en nuestro ordenamiento. Dada su complejidad, tradicionalmente ha tenido un papel más estético que operativo⁵⁴. Hasta que, en tiempos más recientes, socios significativos minoritarios han tratado de valerse de esta regla para nombrar dominicales. La experiencia atestigua las dificultades a las que se enfrentan los socios significativos que pretenden nombrar administradores por esta vía sin la aquiescencia de los socios de control. Así, por ejemplo, se han articulado doctrinas encaminadas a cesar y desalentar el nombramiento de dominicales minoritarios poniendo en cuestión no tanto la conducta del administrador (en ocasiones se le cesa nada más ser nombrado), sino las motivaciones o intereses del socio que lo nombra a través del sistema proporcional, en cuanto que presuntamente opuestas o contrarias al interés de la sociedad⁵⁵.

Finalmente, a pesar de todo lo dicho, entre los juristas españoles parece dominar una convicción generalizada de que la composición del consejo ha de ser una prerrogativa exclusiva y excluyente del control, es decir, de los socios mayoritarios y que otorgar poder a los socios minoritarios es peligroso. En la Sección 7, discutiremos en detalle este punto de vista y exponemos algunas razones por las que nos parece inadecuado.

4.3. Conveniencia de reformar el sistema de elección

⁵³ Un reflejo claro de este desajuste es la cooptación (arts. 244 y 529 de la Ley de Sociedades de Capital). Se trata de un sistema de elección interna del propio consejo para cubrir vacantes entre juntas, que posteriormente se habrá de confirmar o ratificar por la Junta. Esta forma de cubrir vacantes al margen de la Junta simplifica la elección de los administradores cuando, al fin y al cabo, la decisión depende del socio de control y el consejo está compuesto solo por ejecutivos y dominicales de control. La ratificación a toro pasado por parte de la Junta formaliza el nombramiento. No sorprende, por ello, que haya sido el sistema preferido por los consejos para renovar sus asientos. Pero la entrada de los consejeros independientes, a los que no se les aplica, muestra como el sistema de elección ha quedado en notable medida anticuado.

⁵⁴ Vaya por delante que no se trata de defender el sistema de representación como tal, sino como mecanismo que permite dar voz a los minoritarios. Sobre las desventajas del “cumulative voting”, v. VENTORUZZO, *European Company and Financial Law Review ECFR*, 8(2), 2011, pp. 105 ss.

⁵⁵ Las otras dos reglas son de nueva factura: se trata de los arts. 229.1 e y f LSC. En este caso, la obligación de evitar conflictos de interés de los administradores esconde barreras protectoras de los consejos frente a la entrada de dominicales minoritarios. La primera constituye en buena medida un mecanismo preventivo frente a la entrada en el consejo de fondos activistas, que son quienes en la práctica hacen uso de tales remuneraciones externas. La segunda otorga carta de naturaleza a la doctrina jurisprudencial del competidor, que consiente a los mayoritarios deshacerse con facilidad de dominicales minoritarios hostiles al control.

De todas las reflexiones realizadas hasta ahora podemos concluir que la persistencia de un sistema de elección heredado de otros tiempos ha provocado que las reformas de gobierno corporativo que ha acometido nuestro Derecho de sociedades, aunque encomiables en conjunto, se hayan quedado cortas, tanto en el propósito de proteger a los inversores (de mercado) como en el propósito de modernizar los consejos de administración. El sistema de elección es tal vez el problema pendiente más relevante para mejorar en realidad el gobierno corporativo de las sociedades cotizadas en España, otorgando más poder de decisión a los socios -a todos-. Sin embargo, la reforma del Derecho de sociedades se ha centrado en conseguir una mayor sujeción y rendición de cuentas de los administradores frente a los inversores como grupo, sin fijarse en los problemas diferenciales que se suscitan en relación con la estructura de propiedad concentrada.

Esta situación resulta, con todo, más difícil de mantener según evolucionan las cosas. Observamos que la concentración del capital flotante es cada vez mayor. Es solo cuestión de tiempo que los accionistas minoritarios fuertes, competentes y combativos, como es el caso de los inversores institucionales, y en particular, de los activistas, reclamen cambios sustanciales. A medida que los accionistas ajenos al control ganen poder de decisión, y su voz importe, será más difícil que la elección de los consejeros independientes se siga haciendo a sus espaldas.

5. Problemas de incentivos

En las secciones anteriores hemos abordado problemas de definición y delimitación, así como los de elección que rodean a los independientes. Aquí nos ocupamos de los problemas de incentivos, que son una consecuencia de lo observado hasta ahora.

En la Sección 2 se han explicado las condiciones legales de independencia exigidas en nuestro ordenamiento. A su vez, en la Sección 3 se ha incidido en la idea de que la independencia efectiva va más allá de la verificación externa del cumplimiento de requisitos legales objetivos. También se ha advertido del riesgo de “captura” o influencia que genera la propia estructura del consejo o el sistema de elección⁵⁶. El propósito de este apartado es llamar la atención sobre la importancia de los incentivos que se derivan de ello. El punto de partida es la consideración de que los independientes van a cumplir sus funciones de manera eficaz, no por el hecho de que satisfagan unos ciertos requisitos legales, sino por los incentivos a los que de verdad están sujetos. En este sentido es importante destacar que los requisitos legales de independencia no son fines en sí mismos, sino instrumentos para que se pueda confiar en que los independientes operan de verdad con los incentivos correctos para desempeñar sus funciones de tutela de los inversores de mercado.

En efecto, con frecuencia los juristas caemos en la tentación de menospreciar la evidencia -lo que sucede en la realidad-, y a tomar por “realidad” lo que la ley dice -o presume- que debiera suceder. Así, el razonamiento jurídico al uso tiende a considerar que un consejero es independiente por cumplir los requisitos que lo califican como tal (carecer de los lazos laborales o familiares ya discutidos) y, por ello, actuará necesariamente con independencia (respecto de

⁵⁶ STRAMPELLI, «How to Enhance Directors’ Independence at Controlled Companies», *Journal of Corporation Law*, 44(1), 2018, pp. 103 ss., discute esta cuestión en las sociedades controladas.

la voluntad o las preferencias de los ejecutivos o socios significativos)⁵⁷. No sólo sobre el papel, sino también efectivamente. Es decir, el consejero es independiente y actuará como independiente porque la ley así lo contempla o lo presume. Y, en su caso, se piensa, para garantizar que los independientes cumplan efectivamente con sus obligaciones, ya están los deberes fiduciarios y de lealtad de los administradores⁵⁸.

Esta manera de ver las cosas no es proclive con frecuencia a aceptar que los incentivos son los determinantes para que en la realidad un sujeto adopte una acción u otra, una línea de conducta u otra. Lo más preocupante es que los análisis que se apoyan en la sinécdoque de tomar los contenidos de la norma por las realidades del mundo nos impiden percibir algunas de las disfunciones o deficiencias que afectan a los independientes. La literatura jurídica y financiera internacional advierte que uno de los puntos débiles de los consejeros independientes es la posible falta de motivación e incentivos: ¿por qué van a implicarse los independientes en supervisar activamente si eso los va a llevar a enfrentarse a los ejecutivos y accionistas significativos? ¿Qué ganan con ello?⁵⁹

Esto nos lleva a pensar que, si queremos que los independientes cumplan su función, es decir, que sean supervisores activos y dedicados, es esencial que cuenten con los incentivos adecuados que les impulsen a realizar a fondo la misión que tienen encomendada. Tarea no sencilla, si pensamos que se enfrentan al incómodo encargo, entre otros, de escudriñar y acaso vetar operaciones conflictuadas, lo que supone sin duda oponerse a los deseos de los socios de control⁶⁰.

Los incentivos importan, sin negar, claro está, que haya independientes con altos estándares personales que desempeñan su tarea con rigor y profesionalidad por motivaciones intrínsecas o reputacionales. Y aunque operen poderosos incentivos extralegales que incidan sobre una conducta, el ordenamiento puede reforzar (o debilitar) esos incentivos a través de normas jurídicas y sus consecuencias. Un ejemplo de cómo la regulación influye en los incentivos lo encontramos en nuestro Derecho en el límite al número de años que un consejero independiente puede permanecer en el cargo (art. 529-duodecimos.4 i) LSC). Esta norma trata de contrarrestar los riesgos de dependencia estructural o de captura posterior que señalamos en el apartado 3.3: los

⁵⁷ V. RODRIGUES, *Journal of Corporation Law*, 33(2), 2008, pp. 447 ss., en p. 463: «that mere outsider status—defined by lack of ties to the corporation— makes a director an ideal fit for any board, is to fetishize a mere proxy for the good agent».

⁵⁸ No es dudoso que el sistema de responsabilidad de los administradores sirve para incentivar a los administradores a cumplir sus deberes. Pero los mecanismos de responsabilidad y su cumplimiento son costosos e imperfectos. Es más, los deberes de lealtad son en general más aptos para evitar fraudes o conductas claramente indeseables que para motivar de manera continuada las actuaciones óptimas de los administradores, especialmente si el estándar de revisión de los tribunales es formalista, como es el caso en España y en otros países europeos. En la mayoría de las jurisdicciones el sistema de responsabilidad se enfrenta a muchas limitaciones. V. GUTIERREZ URTIAGA, y SÁEZ LACAVE, «Deconstructing Independent Directors», *Journal of Corporate Law Studies*, 13(1), 2013, pp. 63 ss. LIN, *Journal of Corporation Law*, 44(3), 2019, pp. 515 ss.

⁵⁹ V. GUTIERREZ URTIAGA, y SÁEZ LACAVE, *Journal of Corporate Law Studies*, 13(1), 2013, pp. 63 ss., en pp. 87-88.

⁶⁰ V. STRINE, «The Inescapable Empirical Foundation of the Common Law of Corporations», *Delaware Journal of Corporate Law*, 27, 2002, pp. 499 ss., en p. 509, que describe gráficamente al socio de control como un gigantesco gorila de 800 libras de peso que desea zamparse unos plátanos y al independiente como un débil chimpancé, del que no cabe esperar que se interponga en el camino del gorila, aunque éste le haya dado, supuestamente, poder de veto.

incentivos a supervisar activamente que tiene un independiente a los gestores o a los socios de control se “gastan” o se “deprecian” con el tiempo de servicio en el consejo⁶¹.

Con todo, tenemos la sospecha de que nuestro ordenamiento societario no ofrece con claridad e intensidad suficiente los incentivos correctos a los independientes. La mejor prueba de ello tal vez la podemos encontrar en el sistema de elección de los administradores a través de la regla de mayoría: cuando hay socios fuertes o de control, el sistema de mayoría hace que el nombramiento, reelección o cese de los administradores -incluidos los independientes- dependan enteramente de la voluntad de los socios de control.

Lo que nos lleva de nuevo a la necesidad de reajustar el sistema de incentivos del sistema de elección cuando hay socios significativos. Parece evidente que un Derecho de sociedades preocupado por el gobierno corporativo de las sociedades cotizadas debiera repensar los mecanismos de nombramiento, cese y renovación con dos fines. Primero, reducir los -indeseados- incentivos de los independientes de congraciarse con los socios de control (a quienes deben supervisar), que generan riesgo de captura. Segundo, reforzar los incentivos de los independientes para defender los intereses del capital flotante y rendir cuentas ante los inversores externos.

5.1. Incentivos perversos por riesgo de captura

Como se ha apuntado más arriba, existen dos dimensiones de los incentivos sobre las que podemos incidir para abordar el propósito de dotar de una mayor independencia a los consejeros independientes. La primera dimensión se concentra en rebajar los incentivos indeseados del sistema de elección actual, lo que se puede denominar el riesgo de captura. Con la denominación de riesgo de captura nos referimos a la capacidad del socio de control para nombrar y mantener en el puesto a los independientes que le sean afines y, con ello, desvirtuar su papel de supervisión y contrapeso al control societario. La conexión entre las decisiones de nombramiento, cese y renovación genera incentivos para que el independiente sea deferente hacia los socios de control.

En términos microeconómicos, diríamos que este es un juego relacional o relación de reciprocidad que implícitamente se establece entre las partes, en el que el cese puede verse como un castigo y la renovación como un premio que otorga el principal (es decir, quién toma las decisiones y dispone los términos de la interacción) a su agente (el consejero). La libertad de cesar por mayoría establece tácitamente la amenaza de separación inmediata para el consejero que levante la voz o el voto en consejo frente a decisiones de los socios de control. Así, la capacidad de la mayoría de cesar al consejero antes de que termine su mandato actúa de facto como una amenaza velada para inducir una rebaja en la intensidad supervisora de los independientes. Por su parte, la decisión de renovación puede verse como una recompensa por servicios prestados, lo cual tiene su lógica y cumple un propósito entendible en el caso de los dominicales o ejecutivos, pero carece de ellos cuando se trata de independientes. Así, un consejero independiente disfrutará de otro mandato como consejero si su labor en el primer mandato ha resultado satisfactoria para quien ostenta la mayoría (aunque no lo sea para los inversores de mercado, que son a quienes deben representar, en el propósito legal).

⁶¹ V. NILI, *Hastings Law Journal*, 68(1), 2016, pp. 97 ss., en pp. 131-132.

Así pues, como el sistema de elección no discrimina en función del tipo de consejero, suministra los mismos incentivos para los dominicales que para los independientes. Esto es distorsionador en el caso de los independientes. Tiene lógica que el sistema mayoritario de nombramiento y cese sirva para alinear a los dominicales con los socios de control porque estos (con respeto a su deber fiduciario general de independencia) representan sus intereses en el consejo. Pero aplicado a los independientes provoca su "dominicalización", y conduce a que, en sus resultados efectivos, la distinción entre ambas categorías de consejeros se difumine, como explicamos en el apartado 3.1.

5.2. Falta de incentivos reputacionales por rendición de cuentas ante los socios externos

La otra dimensión de los incentivos trata de promover aquellos beneficiosos o conducentes a la actuación genuinamente independiente de estos consejeros. Hemos comprobado que el sistema de elección vigente en España ofrece incentivos para que el independiente haga suyos los deseos de los socios de control. Este problema, aunque importante, podría ser contrarrestado si hubiese fuertes incentivos reputacionales. Pero nuestro sistema tampoco parece suministrarlos con la intensidad deseable.

Cuando la literatura especializada hace referencia a los independientes, se suele señalar que, dado que no reciben remuneración variable, el mayor incentivo que tienen para realizar efectivamente su función de supervisión es esencialmente reputacional. Al desempeñar sus funciones supervisoras de manera profesional y exigente aumentarán su prestigio y buen nombre. Esto, a su vez, les permitirá acceder a otros puestos de consejero en otras compañías en el futuro. Por ello, labrarse una buena reputación como eficaz supervisor sería el mayor activo de los independientes para ser cotizados en el "mercado de administradores".

Sucede, no obstante, que la reputación no tiene por qué ser el activo más valioso de los independientes si el mercado carece de mecanismos para reconocerlo y valorarlo adecuadamente. Así, en un sistema de elección dominado por quien ostenta la mayoría, el juicio que puedan tener los accionistas externos sobre la calidad del desempeño que ha realizado el independiente en la defensa de sus intereses no es relevante para promocionarse. No lo es ni para el cese o la renovación en la empresa en la que sirve, ni para la nominación en otras empresas cotizadas, donde también habría de ser nominado por quien allá ostente la mayoría. En un sistema de estas características lo que se acaba valorando de un independiente no es tanto su reputación para afrontar con vigor los conflictos de interés de los socios de control, como su afinidad con la visión dominante en el consejo, que a su vez refleja la de quienes ostentan el control societario. A este respecto es interesante señalar que, como podemos ver en la Tabla 1, los consejeros independientes son los que tienen mayor probabilidad de haber sido nombrados durante el mandato del actual CEO y/o presidente, comparados con las demás categorías de consejeros.

El problema de incentivos no solo requiere limitar el poder de la mayoría, sino que también precisa que los independientes estén motivados para aumentar el valor de su reputación en el futuro haciéndose valer ante a los inversores externos. En la siguiente sección analizamos sistemas alternativos de elección para conseguir esta mejora en los incentivos de los independientes.

6. Mecanismos alternativos para el nombramiento, cese y reelección de independientes

En esta sección proponemos ciertas reglas alternativas de nominación, cese y reelección de los consejeros con el ánimo de fortalecer la independencia efectiva de los independientes y darles los incentivos adecuados para desempeñar su tarea con el más alto estándar de profesionalidad y eficacia.

Sabemos ya que el sistema actual, según el cual el nombramiento, el cese y la renovación de los independientes suponen puras decisiones discrecionales de quienes ostenten la mayoría no favorecen la independencia efectiva.

Para intentar mejorar la situación, tal vez la introducción de normas de nombramiento, cese y renovación que limiten el poder de la mayoría y/o aumenten el de la minoría puede ser una vía digna de ser explorada⁶². Analizamos aquí tres reglas concretas. La primera se refiere a crear una “franquicia” o tiempo mínimo durante el cual el independiente no pueda ser cesado ad libitum (v. infra. 6.1). Las otras dos buscan otorgar mayor poder de decisión a los socios externos o no significativos en el nombramiento, renovación y cese de los independientes. Primero, analizamos la posibilidad de otorgar un derecho exclusivo a los accionistas externos para decidir el nombramiento, cese o renovación de los independientes. Tal derecho supondría que los socios mayoritarios no podrían objetar u oponerse a tales decisiones. El antecedente de esta estrategia en derecho comparado se encuentra en la regla del *voto di lista* de la normativa italiana (v. infra. 6.2). Segundo, analizamos un posible derecho de veto de la minoría a las decisiones mayoritarias de nombramiento, terminación y renovación del independiente. Antecedentes de esta estrategia los encontramos en la normativa societaria del Reino Unido y de Israel (v. infra. 6.3)⁶³.

6.1. Mandato mínimo de los consejeros independientes

La regla más simple que podemos concebir para aumentar el margen de los independientes para ejercitar sus funciones de supervisión con genuina libertad de criterio se basa en limitar la influencia de los socios de control en la separación o sustitución de estos consejeros. Tras el nombramiento inicial se establecería un periodo de mandato para que los independientes pudieran adoptar decisiones con total autonomía, sin la injerencia, ni siquiera indirecta y estructural a través de la facultad de remoción que tiene siempre la mayoría. De esta manera no verán peligrar su cargo por la amenaza de cese ante desavenencias con los socios significativos o de control. Para ello habría que reformar el art. 223. 1 LSC para que estos consejeros, en el curso de su mandato, hasta llegar el momento en que sea necesario votar su renovación, sólo pudieran ser cesados por la junta si concurriera una justa causa y, en todo caso, con la publicidad que

⁶² El trabajo de referencia sobre la materia es BEBCHUK, y HAMDANI, *University of Pennsylvania Law Review*, 165(6), 2017, pp. 1271 ss. Entre nosotros, analiza estas cuestiones MEJÍAS LÓPEZ, *El consejero independiente. Estatuto y funciones*, La Ley, 2012.

⁶³ La Financial Control Authority (FCA) de Reino Unido explica estas reglas en el documento FCA, *PS14/8: Response to CP13/15—Enhancing the effectiveness of the Listing Regime*, 2014.

garantiza su inclusión en el orden del día desde la convocatoria de la Junta⁶⁴. Esta es en la actualidad la recomendación número 21 del Código de Buen Gobierno Corporativo⁶⁵.

Desde el punto de vista de los incentivos, mantener a los independientes en el cargo, aún a pesar de la desaprobación de los socios de control, afecta a la independencia de estos consejeros más que cualquier otra medida o corrección en la que pudiéramos pensar. Por eso creemos que la exigencia del cumplimiento obligatorio del término del mandato en el cargo, durante el cual no se pudiera cesar al independiente *ad libitum*, constituye la intervención legislativa más eficaz para fomentar su autonomía respecto a la influencia de los socios que lo nombraron.

Esta conclusión no es necesariamente intuitiva. Con frecuencia, cuando se medita sobre cómo fortalecer la independencia de estos consejeros, se pone el acento en el nombramiento y en la validación de candidatos idóneos desde la perspectiva de las condiciones de independencia ex ante. Esta visión es necesaria, pero incompleta, pues pierde de vista la importancia de los incentivos estructurales y el riesgo de captura a lo largo del tiempo. No hay duda de que cuanto más profesionales y capaces sean de inicio los consejeros independientes, tendrán mayores incentivos reputacionales para supervisar diligentemente y oponerse cuando deben a los deseos de los socios de control. Pero tales incentivos no bastan en muchos casos. Si los profesionales buscan tener éxito en sus futuras carreras como consejeros, y colocarse en otros consejos, pronto aprenderán que, si no gozan del aval de los socios significativos o de control, su carrera será breve. Lo más probable es que sean separados a la primera de cambio o se vean abocados a dimitir para ahorrarse el bochorno del cese. Con ello pueden anticipar que no se les vuelva a patrocinar para ningún otro nombramiento. Por eso, más allá de impulsar la selección de las personas más cualificadas sin vínculos con la empresa o con los socios de control, urge dotarles de un ámbito de autonomía en su actuación como consejeros. El mecanismo más elemental de conseguir este objetivo es limitar la capacidad de revocación de su mandato por obra de la mayoría.

Con todo, una regla de estas características pensada para reducir el riesgo de captura de los independientes por parte de los socios de control, presenta dos dificultades. La primera tiene que ver con la definición de causa justa que legitimaría la destitución por la Junta. Debe constreñirse a incumplimientos del consejero bien definidos y muy graves. De lo contrario, serviría de cauce

⁶⁴ V. el comunicado de la CNMV del 23 de diciembre de 2022 sobre la investigación realizada respecto a las modificaciones del consejo de administración de Indra y los eventuales acuerdos entre sus accionistas: «No obstante, el cese en junta de un número tan elevado de consejeros independientes, a propuesta de accionistas sin presencia alguna en el consejo, con el conocimiento del presidente y sin inclusión en el orden del día ni en los complementos, supone un hecho de indudable trascendencia, porque afecta a la percepción sobre la calidad y seriedad de gobierno corporativo de una compañía cotizada de primer nivel». La racionalidad de la regla del art. 223.1 LSC tiene sentido para reforzar la rendición de cuentas de los ejecutivos frente a los socios, que es justamente para lo que está pensada. Pero carece de sentido para forzar la salida por la puerta de atrás de los independientes, como pasó en Indra.

⁶⁵ Recomendación 21: Que el consejo de administración no proponga la separación de ningún consejero independiente antes del cumplimiento del periodo estatutario para el que hubiera sido nombrado, salvo cuando concurra justa causa, apreciada por el consejo de administración previo informe de la comisión de nombramientos. En particular, se entenderá que existe justa causa cuando el consejero pase a ocupar nuevos cargos o contraiga nuevas obligaciones que le impidan dedicar el tiempo necesario al desempeño de las funciones propias del cargo de consejero, incumpla los deberes inherentes a su cargo o incurra en algunas de las circunstancias que le hagan perder su condición de independiente, de acuerdo con lo establecido en la legislación aplicable. También podrá proponerse la separación de consejeros independientes como consecuencia de ofertas públicas de adquisición, fusiones u otras operaciones corporativas similares que supongan un cambio en la estructura de capital de la sociedad, cuando tales cambios en la estructura del consejo de administración vengan propiciados por el criterio de proporcionalidad señalado en la recomendación 16.

fácil para bendecir cualquier maniobra para deshacerse de los independientes o para hacerles dimitir a fin de evitar el impacto público de verse acusados de falta de profesionalidad. Así, por ejemplo, ocupar puestos de consejero en otros consejos (lo que se conoce como el caso del *busy director*) no justificaría el cese intempestivo⁶⁶.

El otro inconveniente de este diseño se refiere a la renovación. La regla funciona bien para evitar que la mayoría se deshaga anticipadamente de independientes rigurosos a través de su poder de cesarlos anticipadamente de su cargo. Pero se queda corta a la hora de premiar comportamientos deseables mediante la renovación. Al final, si la renovación se mantiene como una decisión irrestricta de los socios de control (la mayoría), lo más probable es que el independiente intachable, que ha trabajado en favor de los accionistas externos y que no ha podido ser separado con anterioridad, se vaya a su casa con su reputación intacta después de cumplir con su mandato, pero no continuará como consejero. Así vista, la protección a los independientes durante el término de su mandato inicial sólo consigue postergar la captura de los más afines tras un periodo de prueba o, dicho en otros términos, una regla que impida remover anticipadamente ad nutum a los consejeros no es suficiente por sí sola para disciplinar a los independientes solícitos con los mayoritarios, una vez son nombrados.

Podríamos pensar en varias soluciones para paliar este efecto. La primera es limitar la permanencia a 6 años o ampliar el mandato inicial directamente a 12 años sin posibilidad de renovación, y que, una vez cumplido el mandato único, los independientes deban necesariamente dejar el consejo. En este caso el problema sería como capitalizaría el consejero independiente la reputación de paladín de los socios externos que haya conseguido durante su mandato. En un entorno donde la mayoría de las sociedades tiene socios de control, no parece muy probable que estos independientes reputados tengan ventajas para colocarse en otro consejo.

Como veremos a continuación, una solución más prometedora, teniendo en cuenta la habitual estructura de propiedad de nuestras empresas, estriba en dar más poder de decisión respecto a la renovación a los inversores externos.

6.2. Derechos exclusivos de la minoría

Sin duda, el cambio más drástico respecto del esquema vigente consistiría en adoptar un sistema de elección por el que los independientes fueran nominados, cesados y renovados por decisión de los inversores externos (y contra la posible objeción de los socios de control).

A fin de cuentas, si se supone que los independientes sirven a los intereses del capital flotante, y visto que la regla de mayoría no preserva adecuadamente la independencia efectiva y estructural respecto de los socios de control, parecería razonable que los inversores externos pudieran seleccionar a los candidatos y decidir su futuro en el consejo en función de la capacidad que hayan demostrado en el ejercicio del cargo que se orienta, precisamente, en su interés. Es de

⁶⁶ No es infrecuente que los independientes presten sus servicios en varios consejos, de ahí que podría resultar oportunista utilizar tal circunstancia como excusa para cesarlos. En cambio, en el caso particular de las entidades de crédito, sí está tasado el número de consejos de los que puede formar parte un consejero de forma simultánea en el artículo 26 de la Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito. Igualmente, el régimen de incompatibilidades y limitaciones está desarrollado en las Directrices de EBA y ESMA de evaluación de idoneidad de los miembros del órgano de administración

imaginar, además, que tal regla sería beneficiosa no sólo para mejorar la independencia y el rendimiento de los independientes en el consejo, sino que aumentaría la calidad de los candidatos elegibles. Con todo, una regla de estas características sería difícil de adoptar en nuestro ordenamiento, surgiendo dos graves inconvenientes de muy distinta índole.

En primer lugar, la objeción más sustancial reside en el plano de la justificación de la regla, porque la mayor libertad de los independientes se gana a costa de reducir el poder de los socios de control en la configuración del consejo. Es una regla manifiesta y decididamente contramayoritaria. Desde esta perspectiva, sería una regla que despertaría una fuerte oposición en un entorno como el nuestro, de clara concentración del capital. Una vía para superar estas limitaciones sería la fórmula italiana del *voto di lista*, que permite a los inversores institucionales elegir un número predeterminado de independientes en función de las dimensiones del consejo a través de una propuesta alternativa de candidatos⁶⁷. Esta fórmula recuerda al sistema de representación proporcional en tanto que reserva un número reducido de puestos en el consejo a los candidatos elegidos por los minoritarios. Pero la norma italiana presenta numerosas ventajas técnicas y de funcionamiento respecto al sistema tradicional de representación proporcional. Además, Assogestioni (la asociación italiana de gestión de activos) juega un papel esencial en la selección de candidatos idóneos. Sin embargo, cuesta imaginar que un sistema de estas características pueda abrirse paso en España para elegir independientes, habida cuenta de la suspicacia que ha suscitado el sistema proporcional por parte de doctrina y jurisprudencia. Por ejemplo, no sería de extrañar que por mucho que los candidatos cumplieran las condiciones objetivas de independencia que establece la ley, al ser nombrados por la minoría, se les reputara dominicales.

En segundo lugar, existe una importante objeción práctica debida a los problemas de información asimétrica y acción colectiva propios de los accionistas dispersos en sociedades cotizadas. Para la mayoría de los accionistas minoritarios el coste de informarse y votar en el consejo es alto, con lo que tenderán a mostrar la bien conocida “apatía racional”. Para que este sistema alternativo pudiese funcionar correctamente sería preciso un grado significativo de compromiso por parte de los inversores institucionales y, especialmente, de los fondos de inversión generalistas y fondos activistas, que cuentan con los recursos y los incentivos para acceder a la información sobre la calidad de los independientes. Sin embargo, hacer descansar la eficacia de la norma en la actuación de los inversores institucionales también puede ser problemático.

En relación con los fondos generalistas, aunque los cambios que se vienen produciendo en las últimas décadas muestran una tendencia hacia la concentración del capital flotante en manos de fondos de inversión, lo cierto es que muchos de estos fondos, incluso aunque ejerciten el derecho de voto, siguen pasivamente recomendaciones de los servicios de asesoramiento de voto como Glass Lewis o ISS⁶⁸. Por lo tanto, dejar las propuestas en sus manos podría llevar a dar un poder

⁶⁷ V. BALP, y STRAMPELLI, «Empowering Institutional Investors in Concentrated Ownership Contexts: The Case of Italy», *South Carolina Journal of International Law and Business*, 17(1), 2020, pp. 44 ss. BELCREDI, y FERRARINI, «Board Elections and Shareholder Activism: The Italian Experiment», en BELCREDI, y FERRARINI (eds.), *Boards and Shareholders In European Listed Companies: Facts, Context And Post-Crisis Reforms*, 2ª ed., Cambridge University Press, 2013, pp. 365 ss. VENTORUZZO, *European Company and Financial Law Review ECFR*, 8(2), 2011, pp. 105 ss.

⁶⁸ Sin embargo, para RICHTER, y FERDINANDI, «The Evolving Role of the Board: Board Nomination and the Management of Dissenting Opinions», *Italian Law Journal*, 4(2), 2018, pp. 611 ss., la experiencia italiana parece indicar que los inversores institucionales se han implicado y se ha aumentado el activismo accionario por esta vía.

inusitado a estas empresas de asesoramiento de voto. Respecto a los fondos activistas, estos fondos se han mostrado reticentes a tomar participaciones en empresas con accionistas significativos, donde con participaciones pequeñas es imposible conseguir cambios sin la aquiescencia de los significativos. Por otra parte, si adquieren una participación suficientemente grande, estos activistas pueden utilizar el sistema de votación proporcional para nombrar dominicales que les representen, por lo que sus propuestas respecto a los independientes podrían ser vistas como sospechosas⁶⁹.

6.3. Derechos de veto de la minoría

El derecho de veto de la minoría es otra alternativa para incrementar la capacidad de influencia de los socios minoritarios y que, a diferencia de los derechos exclusivos, preserva las potestades políticas de los socios mayoritarios.

El derecho de veto de la minoría mantiene la prerrogativa de los socios de control para proponer independientes en los procesos de nombramiento y renovación, pero concediendo a los inversores externos la facultad de censurar las decisiones de los mayoritarios. Con todo, conviene aclarar de antemano que un sistema basado en el veto modera, pero no cercena, la dependencia estructural de los independientes hacia los socios de control. La razón estriba en que el ejercicio óptimo del veto padece restricciones de acción colectiva y de incentivos por parte de los inversores externos. En particular, requiere de información, cuya adquisición es costosa, y lo es de manera asimétrica en relación con inversores internos y externos.

El veto de la minoría podría operar en relación con las tres decisiones mayoritarias sobre los independientes: nombramiento, cese y renovación.

a. Veto de la minoría en relación con el nombramiento

En relación con el nombramiento, el veto de los minoritarios introduciría un filtro adicional para el acceso de los independientes al consejo. El veto otorgaría a los minoritarios mayor capacidad para revisar los nominados para consejeros independientes y bloquear la elección de aquellos menos profesionales o con mayor riesgo de sentirse en deuda con el socio de control tras el nombramiento. Esto elevaría el listón en el proceso de selección de los independientes de dos maneras. Por un lado, podría persuadir a los socios de control para que se abstuvieran de proponer candidatos de peor calidad a fin de ahorrarse el bochorno de que sean rechazados o descartados. Por otro, se buscaría alentar a los socios de control para que busquen y propongan como independientes a candidatos que, por sus cualidades y profesionalidad, sean nombramientos difíciles de rechazar. Así el derecho de veto despliega efectos ex ante, al obligar a los socios de control a auto-censurarse en la selección de los candidatos a entrar en el consejo como independientes.

⁶⁹ STRAMPELLI, «Italian slate voting and semi-dispersed corporate ownership: Lessons from the Generali case», *The ECGI Blog*, 21 junio 2022, explica como los casos recientes de Telecom Italia y Generali muestran cómo se puede comportar este sistema en entornos de capital semi-disperso.

El veto en la nominación se ha implementado en el Reino Unido de manera consultiva en un sistema de doble junta⁷⁰. La minoría puede vetar en la primera junta, pero el independiente vetado puede ser elegido en una segunda junta únicamente con los votos de la mayoría. Este sistema consultivo está basado en dar publicidad y, por lo tanto, someter a incentivos reputacionales de presión a los socios de control, en los que sigue recayendo, en último extremo, la decisión final. La fuerza de este mecanismo depende críticamente de las necesidades que tenga la empresa de atraer capital en el mercado financiero. Cuando la empresa puede autofinanciarse, se corre el riesgo de que el veto no surta los efectos deseados y los socios de control persistan en su plan de nombrar independientes que rechaza la minoría y, en particular, los inversores institucionales⁷¹.

b. Veto de la minoría en relación con el cese

La misma regla debiera extenderse a la decisión de cese del independiente. Parece claro que tendría poca eficacia otorgar derechos de decisión de los socios minoritarios en relación con el nombramiento, si los socios de control mantienen intacto su poder de separar libremente al administrador por mayoría. En tal tesitura, el socio de control trataría de deshacerse del independiente que, aun contando con su apoyo inicial, ha resultado menos cooperativo o más incómodo de lo previsto. Para evitar este efecto pernicioso, es inexcusable limitar la capacidad de revocar a los independientes por mayoría, incluso sin constar en el orden del día de la junta, como ocurrió en el caso de Indra. En el apartado 6.1 hemos considerado la introducción de un periodo mínimo de mandato para los independientes como una vía de conseguir este efecto, pero hemos apuntado los problemas que comportaría. La alternativa podría hallarse en una norma de veto para el cese, de manera que la minoría pueda, si lo desea, garantizar que los consejeros cumplan con el término de su mandato y no se vean separados de su cargo por falta de sintonía con el CEO o los socios de control.

Aún y todo, el sistema de veto se queda corto en este tipo de decisiones. No tanto sobre el papel, como en su probable plasmación práctica. Y esto es así porque el ejercicio del veto es costoso, lo que implica que se ejercitará en menos ocasiones de las que sería en teoría deseable. Se les pide a los inversores externos que se opongan a la decisión del socio o socios de control de cesar al independiente. Es decir, que se enfrenten y se desgasten en una disputa para parar los pies a los socios de control en esta concreta materia. Esto sucederá más comúnmente en las decisiones de

⁷⁰ Las reglas con las que deben cumplir las sociedades cotizadas en Reino Unido fueron modificadas en mayo de 2014 para dar más peso a los consejeros independientes ante la presencia de socios de control, en respuesta a los posibles abusos de poder por parte de los accionistas mayoritarios tras una ola de salidas a bolsa de sociedades controladas. Así, la nueva normativa -LR 9.2.2ER- establece que cuando la sociedad cotizada tiene un accionista de control, la elección o reelección de directores independientes debe ser aprobada por separado tanto por los accionistas externos (accionistas minoritarios) y la junta general. Si dicha elección o reelección no se aprueba de conformidad con este mecanismo de votación dual y la sociedad desea perseverar en la elección del candidato propuesto, se debe realizar una nueva votación en una junta convocada al menos 90 días, pero no más de 120 días después de la votación original. Esta vez, la nominación se aprobará por mayoría simple de los votos ejercidos (incluidos los votos de los accionistas mayoritarios).

⁷¹ Un claro ejemplo de ello son los casos de Direct Sports o Ferrespo, que discute REDDY, «The Fat Controller: Slimming Down the Excesses of Controlling Shareholders in UK Listed Companies», *Oxford Journal of Legal Studies*, 38(4), 2018, pp. 733 ss., en p. 744: «If the purpose of the dual vote is to influence a controlling shareholder to either reconsider the re-election or appointment of the relevant director or to restructure the board, for example by the addition of further independent directors, prior to the second vote to assuage minority shareholder concerns, plainly that purpose was not fulfilled in the case of Sports Direct».

cese que en las de nombramiento, porque los problemas de asimetría de información sobre el rendimiento del consejero y de acción colectiva se agravan.

En consecuencia, instaurar un sistema de veto puede mejorar la situación de dependencia estructural del independiente respecto de los socios de control y, acaso, puede frenar los casos más escandalosos, como el de Indra, pero está lejos de ser una solución perfecta. Por todo ello, para que este derecho de veto sobre el cese pueda funcionar correctamente, estimamos que debe ir acompañado por la exigencia de que la separación de los independientes por parte de la junta no sea *ad nutum*, sino *ad causam*, y en todo caso, constanding en el orden del día.

c. *Veto de la minoría en relación con la renovación*

La otra decisión relevante es la de si renovar o no llegado el final del mandato. En este caso, el derecho de veto estaría encaminado a reducir la dependencia que hemos llamado estructural respecto de los accionistas mayoritarios y los ejecutivos. En este contexto, el veto de la minoría a la renovación funcionaría como mecanismo de rendición de cuentas, reforzando los incentivos de cumplimiento de las obligaciones frente a los inversores dispersos. En efecto, si la minoría tiene voz sobre la renovación, significa que valorará la continuidad del independiente en el consejo en función de su comportamiento en el período anterior. Esto permite que los independientes tengan incentivos a tomar en consideración los intereses de los inversores externos -y no únicamente los del socio de control- si quieren repetir otro período.

Para que esta medida sea realmente eficaz ha de ir acompañada de alguna limitación al cese por mayoría. A nadie se le oculta que, si los independientes se enfrentan al socio de control en favor de los inversores externos, pero el socio de control mantiene el control absoluto sobre el cese, el independiente incomodo sería cesado sin más o no propuesto para su renovación. Es más, llegado a este punto, el independiente que sabe que no cuenta con el apoyo de la mayoría tendría la tentación de dimitir para evitarse el sonrojo y el mal trago de no ser incluido en la lista para el siguiente mandato.

7. Propuesta de cambios e implementación de los mismos en nuestro ordenamiento

Del análisis anterior de los mecanismos alternativos de nombramiento, cese y renovación se concluye que, pese a que no existe una solución ideal al problema de garantizar la independencia completa de los consejeros independientes, es aconsejable y posible mejorar nuestro régimen legal para reducir el alto riesgo de captura y la escasa rendición de cuentas ante los socios externos que existe con la normativa actual. En este apartado realizamos una propuesta concreta, consideramos la manera de implementarla y defendemos su viabilidad.

7.1. Propuesta de cambio

Todo el análisis realizado nos lleva a la convicción de que la reforma normativa que permitiría reducir efectivamente el riesgo de captura de los independientes y minimizar, simultáneamente, la pérdida de control de los socios significativos consistiría en combinar (i) la exigencia de que la separación o cese de los independientes por parte de la junta no sea *ad libitum*, sino *ad causam*, y en todo caso, constanding en el correspondiente orden del día y (ii) reforzar la voz de los

inversores externos en la renovación de los independientes, bien a través de un derecho exclusivo de nombramiento o bien a través de un derecho de veto (rea, y no meramente consultivo).

La combinación de estas dos medidas implicaría que el independiente, nominado inicialmente por los socios de control y que puede ser cesado por estos por causa justificada, sin embargo, a la postre, se ve obligado a rendir cuentas ante los inversores externos. Un independiente sólo podrá garantizarse la renovación si ha demostrado ante los socios de mercado su capacidad y voluntad de supervisar al socio de control. Este ajuste normativo conseguiría simultáneamente dos objetivos. Primero, reducir el riesgo de captura y aumentar los incentivos reputacionales y el nivel efectivo de supervisión que ejercen los independientes para los socios externos. Segundo, no obligaría a los socios de control a aceptar independientes que consideren inadecuados, ya que el nombramiento y cese, con causa, aun estarían en manos de la mayoría del capital.

La concurrencia de ambas modificaciones legales fungiría como mecanismo de incentivos combinando premio y castigo. Como premio, permitiría que los independientes que se han tomado en serio su tarea de supervisión, sean renovados, sin poder ser separados por el socio de control, puesto que su cese solo puede ser *ad causam*. Como castigo, implicaría que aquellos consejeros que han dado apoyo al socio de control en los casos de conflictos de interés con la minoría se exponen a un riesgo más elevado de no ser renovados al final de su mandato inicial⁷².

7.2. Implementación

En cuanto a implementación, la cuestión más complicada sería establecer un mecanismo que otorgase poder a los socios externos en la decisión de renovación. Tal mecanismo puede articularse a través de dos vías: una regla de mayoría de la minoría, o, alternativamente, una regla de mayoría reforzada (en el entorno del 70%). Observamos ventajas e inconvenientes en cada una de ellas.

La regla de mayoría de la minoría da el poder exclusivo a los socios externos y ajenos al control, mientras que la mayoría reforzada se comparte el poder de renovación con los socios de control, que necesitarán el apoyo de los socios externos.

En ambos casos, el problema fundamental en la implementación será la limitación del poder de decisión del poder de voto de los socios de control. Cuando el control está en manos de los socios mayoritarios, limitar su voto, aunque sea en determinadas situaciones conflictivas, se percibe como un desapoderamiento o vaciamiento de su condición de socio (no obstante, v. infra 7.3) y encontrará previsiblemente gran oposición.

Un problema adicional, en el caso de la atribución de derechos exclusivos a la minoría, es la identificación de mayorías y minorías cuando, en lugar de haber un único socio de control, el control es difuso. Este tipo de control difuso, que está en manos de varios socios y es de carácter relacional, es el que concurre en el caso de Indra y es también el caso de otras muchas sociedades cotizadas españolas. El problema que plantea este tipo de control con una norma de mayoría de la minoría es identificar y separar a los socios que forman parte del control de aquellos que son

⁷² No hemos llegado a una opinión firme sobre la posibilidad de que el consejero no renovado por veto de la minoría pudiese mantenerse en el consejo bajo otra categoría de consejeros, en pago a los servicios prestados. Creemos que esto no es deseable, pero al menos, no servirían como supervisores independientes.

ajenos al mismo. A falta de pactos para-sociales, no es evidente que estemos ante sociedades controladas (aunque de facto haya cooperación entre los socios significativos). Cabe esperar que los socios realmente alineados con el control tratasen de acreditar frente a la sociedad que no están afiliados al bloque de control y así apuntarse a la Junta de los socios minoritarios para votar a favor del control (y en contra del veto). Esta estrategia tendría dos consecuencias perniciosas.

La primera es que aumentaría la litigación, porque la discusión sobre la acreditación del socio como minoritario se trasladaría a los tribunales, y no es evidente que los jueces sean capaces de identificar a través de otros indicios, como el historial de voto, si el socio en cuestión participa o no en el control.

La segunda es que se desvirtuaría el propósito de la regla de proteger el interés de los inversores minoritarios, dado que del ejercicio del voto no resultaría efectivamente en la protección de los inversores externos al control. Con todo, una regla de estas características sería viable y funcional en sociedades con una base amplia de inversores institucionales.

7.3. Algunas potenciales objeciones al cambio de normativa

El mayor problema para la aceptación de una propuesta como esta es la restricción que impone a los derechos de control de la mayoría. ¿Es legítimo quebrantar el poder de control de los mayoritarios?

Es un hecho que los mecanismos que reducen el poder de decisión de la mayoría en favor de la minoría no gozan de buena reputación en la literatura jurídica española. La perspectiva más generalizada es que la elección y cese de los administradores es una prerrogativa de la mayoría, y compartirla, a través del veto, o dejarla al arbitrio de la minoría, menoscaba los legítimos derechos de control y de decisión y abre la puerta a subvertir el normal funcionamiento societario. En esta sección explicamos cuales serían estos potenciales males y discutiremos si nuestra propuesta es susceptible de causarlos.

a. La voz de la minoría como mecanismo de extorsión

Un primer mal que tradicionalmente se achaca a otorgar poder de decisión a la minoría es que pueda ser utilizado como un mecanismo de extorsión. Este riesgo, circunscrito a la renovación o no de independientes que son, en todo caso, nombrados por mayoría, parece muy remoto en las sociedades cotizadas, donde la minoría está dispersa, incluso tratándose de inversores institucionales. ¿Cómo y con qué objetivo común podrían coludir cientos de inversores minoritarios en contra de los socios de control? ¿Cuál sería el mecanismo de extorsión que podría darles beneficios a todos a costa del socio de control? ¿Es la renovación de un independiente, que el socio de control puede sustituir por otro llegado el momento y en cualquier Junta si hay justa causa, una extorsión que pueda forzarle a hacer otra cosa que seleccionar independientes que se preocupen por los derechos de la minoría?

b. La voz de la minoría y la “mayorización de la minoría”

La línea de crítica más común es que favorecer la voz de la minoría coloca a esta en una posición de poder dentro de la sociedad que no le corresponde en función de su participación: la llamada

“mayorización de la minoría”. Se alteraría así la relación entre propiedad y derecho de control, lo que, a los ojos de un sector doctrinal mayoritario entre nosotros, vulneraría un principio fundamental del derecho de sociedades⁷³.

El problema de este argumento es que, en su expresión más maximalista, da por sentado una especie de derecho de sociedades “natural” que, replicando la arquitectura de los ordenamientos, obedece a principios inquebrantables e inmutables. Según esta perspectiva, el derecho de voto del socio es y debe siempre ser, inalienable.

Junto a la tendencia más decidida, hay una versión más moderada o funcional de esta visión. Esta línea de pensamiento pone el acento en que la abstención de los socios conflictuados, cuando son mayoría, conduce irremediabilmente a la adopción de la decisión con el solo concurso de los minoritarios, quebrándose así la correlación de fuerzas en el gobierno de la sociedad respecto a la participación. Conviene, no obstante, notar dos cuestiones.

En primer lugar, esta visión es acreedora de las limitaciones de la regla de la mayoría y los conflictos entre la mayoría y la minoría con socios fuertes propios de las sociedades cerradas. Conviene destacar que la regla de mayoría sufre una discontinuidad cuando alcanza el 50% o, en su caso, el umbral del control. Entonces, el ganador se lo lleva todo. El socio de control tiene todo el poder de decisión (como si tuviera el 100% de la sociedad) y los derechos de control de los minoritarios, acordes a su participación en la sociedad, ya no valen nada, pues se les desposee de cualquier tipo de poder de influencia o decisión. Su protección se confía a las acciones de impugnación de acuerdos y a las acciones de responsabilidad.

Esta “discontinuidad” -generadora de costes de agencia en la relación mayoría/minoría-consustancial con la regla de la mayoría está en el origen de muchos de los conflictos horizontales o entre socios de las sociedades, y amenaza la realización de proyectos eficientes que requieren la cooperación y la inversión -a veces específica- de socios minoritarios. Como el Derecho de sociedades no ofrece una solución adecuada a estos conflictos, no es de extrañar que habitualmente los socios traten de corregir las ineficiencias de la regla de la mayoría en las sociedades cerradas a través de pactos de socios, haciendo así que los derechos de control sean función del contrato -del acuerdo de los socios- en vez de ser función de la propiedad -la participación en la sociedad-. Y típicamente en estos pactos de socios negociados intensamente por los afectados, se acuerdan cuestiones como la composición del consejo, o el derecho de veto de los minoritarios en relación con decisiones importantes o sobre asuntos en los que haya conflictos de interés que afecten a los mayoritarios.

⁷³ Entre nosotros, este supuesto principio de derecho de sociedades ha encontrado su más reciente confirmación o plasmación en el art. 190 LSC, que establece que el socio no debe abstenerse de votar en los casos de conflictos de interés que verdaderamente importan en las cotizadas, los de carácter operacional que permiten la expropiación de los inversores externos. V. RECALDE CASTELLS, «Artículo 190. Conflicto de Intereses», en JUSTE MENCÍA (ed.), *Comentario A La Reforma Del Régimen De Sociedad De Capital En Materia De Gobierno Corporativo (Ley 31/2014). Sociedades No Cotizadas*, Thomson Reuters-Civitas, 2015, pp. 67 ss., en pp 70-71 y LATORRE CHINER, *El control de las operaciones vinculadas en la sociedad cotizada*, 2020, en 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 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»).

El caso de las sociedades cotizadas es, además, sustancialmente distinto al de las sociedades cerradas: en las primeras hay inversores externos o de mercado, que tienen poco que ver con los socios fuertes y activos, sean mayoritarios o minoritarios, de las sociedades cerradas⁷⁴. Tales socios son, con frecuencia, “mayoritarios” numéricamente -aunque no en su influencia efectiva- incluso en sociedades controladas por socios significativos. Salta a la vista que la estrategia de gobierno para proteger a los inversores de mercado ha de ser regulatoria: como la vía de la contratación no está a disposición de los socios en el caso de las cotizadas, se han de facilitar por la ley ciertos mecanismos de veto de la minoría o de abstención de la mayoría para contrarrestar los efectos más perniciosos de la aplicación a ultranza de regla de la mayoría. Debemos recordar que muchos ordenamientos contemplan derechos de veto de la minoría como mecanismo para tratar específicamente con los conflictos de interés de los socios de control y el riesgo de expropiación. Esto, a la postre, muestra el carácter instrumental del Derecho de sociedades⁷⁵.

En segundo lugar, debemos todavía considerar la versión más funcional del argumento, que advertiría cómo el veto o los derechos exclusivos de la minoría, al dar más poder a los inversores externos, puede alterar la calidad del control y gestión de la sociedad. El análisis económico del problema indicaría que los accionistas con mayor inversión tienen los incentivos para tomar las decisiones más productivas para el conjunto de accionistas de la sociedad. Desde esta perspectiva, al dar voz a los inversores externos en el sistema de elección de algunos consejeros, se correría el riesgo de interferir en la capacidad y habilidad de los socios mayoritarios para controlar y gobernar adecuadamente la sociedad. El argumento es potente. Pero hay que ponerlo en sus justos términos. En efecto, aquí es muy importante distinguir entre las decisiones relativas a la estrategia y operativa de la sociedad -que en una sociedad controlada deben responder a la visión del negocio del socio de control-, y las decisiones conflictivas que potencialmente menoscaban los intereses de los inversores externos.

En este sentido, parece que la regla de la mayoría debe ceder sólo y exclusivamente ante los conflictos de interés entre el socio de control y los socios minoritarios, dejando al socio de control plena libertad de maniobra para desarrollar su proyecto empresarial. Reforzar la voz de los minoritarios en relación con el nombramiento de los independientes se acomoda bien a este esquema. La razón de ser de los independientes estriba precisamente en dar cabida en los consejos a unos consejeros diferentes a los ejecutivos y dominicales que, por su independencia respecto a quienes ostentan el control de la sociedad, estén en condiciones de velar por el interés de los externos y de oponerse a las decisiones interesadas que pudieran en un cierto asunto promover los socios de control. Por lo tanto, su cometido se restringe en esencia a fiscalizar los conflictos de interés (razón por la cual es relevante su presencia en las comisiones de nombramientos o de auditoría) pero no el proyecto empresarial como tal.

⁷⁴ GUTIERREZ URTIAGA, y SÁEZ LACAVE, «Strong Shareholders, Weak Outside Investors», *Journal of Corporate Law Studies*, 18(2), 2018, pp. 277 ss. explican que los inversores externos de las sociedades cotizadas están mal protegidos por los ordenamientos europeos porque las normas societarias están pensadas para las sociedades cerradas.

⁷⁵ Así lo explican ENRIQUES, HERTIG, KANDA, y PARGENDLER, «Related Party Transactions», en KRAAKMAN et al. (eds.), *The Anatomy Of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*, 3ª ed., Oxford University Press, 2017, pp. 145 ss., en pp. 157-158. Sin embargo, en España las reformas del derecho de sociedades no han seguido esta tendencia, y en lugar de profundizar en los deberes de abstención de los socios conflictuados en la junta general, se ha optado por la vía impugnatoria, que es una medida de protección de los minoritarios típicamente menos enérgica en un entorno con altos costes de adjudicación ex post. Respecto a estos costes v. GOSHEN, «The Efficiency of Controlling Corporate Self-Dealing: Theory Meets Reality», *California Law Review*, 91(2), 2003, pp. 393 ss.

Además, la propuesta de aumentar el poder de los accionistas externos no implica que estos puedan elegir a los independientes de su agrado. Esto continuaría siendo prerrogativa de los socios de control. Simplemente estos no podrían reelegir a los candidatos que no hayan demostrado satisfactoriamente a juicio de esos socios externos que han cumplido su función de representar a los inversores de mercado en casos de conflicto de intereses.

Por último, se podría argumentar que, en consonancia con el análisis que hemos hecho en la Sección 6 sobre los problemas de información y acción colectiva de los inversores externos, dar poder de voto a los inversores ajenos al control funcionará mejor si los inversores institucionales, mejor informados y sin restricciones de acción colectiva, se implican activamente. Si los inversores institucionales se muestran pasivos en el ejercicio de sus derechos reforzados para votar la reelección de los independientes, el cambio propuesto tendrá, previsiblemente, poco impacto. En todo caso, no podría decirse que, en ninguna empresa cotizada, independientemente de la composición o implicación de su accionariado minoritario, el mayor poder de voto colocaría a los minoritarios en peor posición que sin él.

8. Conclusiones

En este estudio hemos abordado la figura de los consejeros independientes de las sociedades cotizadas y reparado en las deficiencias de su régimen jurídico. En principio, para que los independientes puedan llevar a cabo la función de supervisión que tienen encomendada, el ordenamiento diseña un plan de acción sobre sus características personales de carácter estructural y profiláctico. Sin embargo, en entornos con socios significativos y de control tal actuación normativa puede no ser suficiente.

En este trabajo hemos discutido los problemas de incentivos que aparecen en este entorno porque el régimen legal de elección y cese por mayoría no se ajusta bien a la característica primordial de los consejeros independientes: ser supervisores del control. En particular, la libertad completa de cesar a los independientes por mayoría es un mecanismo poderoso de captura de sus voluntades por parte de los socios significativos a quienes están llamados a vigilar. Por todo ello, parece aconsejable reformar su régimen de nombramiento, renovación y cese de estos consejeros. Garantizar al máximo su independencia -no sólo externa, sino también estructural- es prioritario para dar confianza al mercado de que velan por los intereses de los inversores externos y atraer financiación para las sociedades.

En jurisdicciones como la nuestra, en las que las sociedades con capital concentrado son prevalentes, muchos factores se conjuran para que los independientes se vean sometidos a un proceso de desnaturalización o de “dominicalización”. Los supervisados no sólo son los ejecutivos, sino especialmente los socios significativos o de control, cuyo poder interno en la sociedad es enorme, y se expresa a través de la regla de la mayoría. En estas circunstancias, resulta muy comprometido preservar a los independientes fuera de la influencia de los socios de control. A esto se une la interpretación habitualmente pro-mayoritaria que se hace comúnmente del Derecho de Sociedades español, junto con las doctrinas tradicionales sobre la administración de la sociedad y los derechos de los socios, elaboradas en buena medida sobre el patrón de las sociedades cerradas, lo que hace que con frecuencia casen mal con la protección de los inversores externos de las sociedades cotizadas.

Sin embargo, la situación podría mejorar con una reforma legal consistente en combinar (i) la exigencia de que la separación o cese de los independientes por parte de la junta no sea *ad libitum*, sino *ad causam*, y en todo caso, constanding en el correspondiente orden del día y (ii) reforzar la voz de los inversores externos en la renovación de los independientes, bien a través de un derecho exclusivo de nombramiento o bien a través de un derecho de veto. El análisis que hemos realizado en este trabajo nos lleva a la convicción de que una reforma en esta línea permitiría reducir efectivamente el riesgo de captura de los independientes y minimizar, simultáneamente, la pérdida de control de los socios significativos.

9. Bibliografía

ARMOUR, John, ENRIQUES, Luca, y KRAAKMAN, Reinier, «The Basic Governance Structure: The Interests of Shareholders as a Class», en KRAAKMAN et al. (eds.) *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*, 3ª ed., 2017, pp. 62 ss.

ATANASOV, Vladimir, BLACK, Bernard, y CICCOTELLO, Conrad S., «Law and Tunneling», *Journal of Corporation Law*, vol. 37, núm. 1, 2011, pp. 1 ss.

BALP, Gaia, y STRAMPELLI, Giovanni, «Empowering Institutional Investors in Concentrated Ownership Contexts: The Case of Italy», *South Carolina Journal of International Law and Business*, vol. 17, núm. 1, 2020, pp. 44 ss.

BELCREDI, Massimo, y FERRARINI, Guido, «Board Elections and Shareholder Activism: The Italian Experiment», en BELCREDI, Massimo, y FERRARINI, Guido (eds.), *Boards And Shareholders In European Listed Companies: Facts, Context And Post-Crisis Reforms*, 2ª ed., Cambridge University Press, 2013, pp. 365 ss.

BERTRAND, Marianne, METHA, Paras, y MULLAINATHAN, Sendhil, «Ferretting Out Tunneling: An Application to Indian Business Groups», *Quarterly Journal of Economics*, vol. 117, núm. 1, 2002, pp. 121 ss.

BEBCHUK, Lucian A., «The Myth of the Shareholder Franchise», *Virginia Law Review*, vol. 93, núm. 3, 2007, pp. 675 ss.

BEBCHUK, Lucian A., «Dancing with Activists», *Journal of Financial Economics*, vol. 137, núm. 1, 2020, pp. 1 ss.

BEBCHUK, Lucian A., COATES, John C., y SUBRAMANIAN, Guhan, «The Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards: Theory, Evidence, and Policy», *Stanford Law Review*, vol. 54, núm. 5, 2002, pp. 885 ss.

BEBCHUK, Lucian A., y HAMDANI, Assaf A., «The Elusive Quest for Global Governance Standards», *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 157, núm. 5, 2009, pp. 1263 ss.

BEBCHUK, Lucian A., y HAMDANI, Assaf A., «Independent Directors and Controlling Shareholders», *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 165, núm. 6, 2017, pp. 1271 ss.

CNMV, *Comunicado sobre la Investigación Realizada Respecto a las Modificaciones del Consejo de Administración de Indra y los Eventuales Acuerdos entre sus Accionistas, 2022* [informe en línea, consultado el 8 de febrero de 2023]

<https://www.cnmv.es/portal/verDoc.axd?t=%7B08c7c58b-f08b-462e-a1be-b1d524381b11%7D>

CONTHE, Manuel, «Res Indra Loquitur», *Expansión*, 2 de julio 2022 [artículo en línea, consultado el 8 de febrero de 2023] <https://www.expansion.com/blogs/conthe/2022/07/02/res-indra-loquitur.html>

CONTHE, Manuel, «Reflexiones Dominicales», *Expansión*, 7 de octubre 2014 [artículo en línea, consultado el 8 de febrero de 2023] <https://www.expansion.com/blogs/conthe/2014/10/07/reflexiones-dominicales.html>

DAVIS-POLK-WARDWELL, GEORGESON, y URÍA MENÉNDEZ, *Estudio Relativo a los Micro Dominicales, 2018* [informe en línea, consultado el 8 de febrero de 2023] https://www.uria.com/documentos/publicaciones/5486/documento/Estudio_consejeros_microdominicales.pdf?id=7182

DEL VAL TALENS, Paula, «Los Consejeros Independientes ante el Activismo Accionarial», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, vol. 33, núm. 136, 2014, pp. 235 ss.

ENRIQUES, Luca, y TRÖGER, Tobias, «The Law and (Some) Finance of Related Party Transactions: An Introduction», en ENRIQUES, Luca, y TRÖGER, Tobias (eds.), *The Law and Finance of Related Party Transactions*, Cambridge University Press, 2019, pp. 1 ss.

ENRIQUES, Luca, HERTIG, Gerard, KANDA, Hideki, y PARGENDLER, Mariana, «Related Party Transactions», en KRAAKMAN Reiner et al. (eds.), *The Anatomy Of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*, 3ª ed., Oxford University Press, 2017, pp. 145 ss.

FAITH, Nicole, «The Cosmetic Independence of Corporate Boards», *Seattle University Law Review*, vol. 34, núm. 4, 2011, p. 1435 ss.

FCA, *PS14/8: Response to CP13/15—Enhancing the effectiveness of the Listing Regime, 2014* [informe en línea, consultado el 8 de febrero de 2023] <https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps14-08.pdf>

GARCÍA DE ENTERRÍA, Javier, «La composición del consejo: la función de los consejeros ejecutivos y dominicales», en RODRÍGUEZ ARTIGAS, Fernando et al. (eds.), *Junta General Y Consejo De Administración De La Sociedad Cotizada*, t. 2, Aranzadi Thomson Reuters, 2016, pp. 931 ss.

GARCÍA DE ENTERRÍA, Javier, «A vueltas con el concierto en materia de OPA obligatoria: los pactos parasociales y el ejercicio concertado de los derechos de votos», *Revista de derecho del mercado de valores*, vol. 31., 2022, versión electrónica.

GEORGESON, *Estudio Relativo A Los Consejeros Microdominicales 2018*[documento en línea, consultado el 8 de febrero de 2023] https://www.uria.com/documentos/publicaciones/5486/documento/Estudio_consejeros_microdominicales.pdf?id=7182

GORDON, Jeffrey N., «The Rise of Independent Directors in the United States, 1950-2005: Of Shareholder Value and Stock Market Prices», *Stanford Law Review*, vol. 59, núm. 6, 2007, pp. 1465 ss.

GOSHEN, Zohar, «The Efficiency of Controlling Corporate Self-Dealing: Theory Meets Reality», *California Law Review*, vol. 91, núm. 2, 2003, pp. 393 ss.

GOSHEN, Zohar, y SHANNON, Hannes, «The Death of Corporate Law», *New York University Law Review*, vol. 94, núm. 2, 2019, pp. 263 ss.

GUTIERREZ URTIAGA, María, y SÁEZ LACAVE, Maribel, «Deconstructing Independent Directors», *Journal of Corporate Law Studies*, vol. 13, núm. 1, 2013, pp. 63 ss.

GUTIERREZ URTIAGA, María, y SÁEZ LACAVE, Maribel, «Strong Shareholders, Weak Outside Investors», *Journal of Corporate Law Studies*, vol. 18, núm. 2, 2018, pp. 277 ss.

HARNER, Michelle M., «Corporate Control and the Need for Meaningful Board Accountability», *Minnesota Law Review*, vol. 94, 2010, pp. 541 ss.

HIRST, Scott, «Universal Proxies», *Yale Journal on Regulation*, vol. 35, núm. 2, 2018, pp. 437 ss.

HOPT, Klaus J., «Comparative Corporate Governance: The State of the Art and International Regulation», *American Journal of Comparative Law*, vol. 59, núm. 1, 2011, pp. 25 ss.

KASTIEL, Kobi, «Captured Boards: The Rise of ‘Super Directors’ and the Case for a Board Suite», *Wisconsin Law Review*, vol. 19, 2017, pp. 19 ss.

KHURANA, Rakesh, y PICK, Katharine, «The Social Nature of Boards», *Brooklyn Law Review*, vol. 70, núm. 4, 2005, pp. 1259 ss.

KRAAKMAN, Reinier et al., *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, 3ª ed., Oxford University Press, 2017.

LANGEVOORT, D. C., «The Human Nature of Corporate Boards: Law, Norms, and the Unintended Consequences of Independence and Accountability», *Georgetown Law Journal*, vol. 89, núm. 4, 2001, pp. 797 ss.

LASTER, J. T. y ZEBERKIEWICZ, John «The Rights and Duties of Blockholder Directors», *The Business Lawyer*, vol. 70, núm. 1, 2014, pp. 33 ss.

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

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*, vol. 62, 2021, versión electrónica.

LE MIRE, Suzanne, y GILLIGAN, George, «Independence and Independent Company Directors», *Journal of Corporate Law Studies*, vol. 13, núm. 2, 2013, pp. 443 ss.

LIN, Da, «Beyond Beholden», *Journal of Corporation Law*, vol. 44, núm. 3, 2019, pp. 515 ss.

MACEY, Jonathan R., *Corporate Governance: Promises Kept, Promises Broken*, Princeton University Press, 2008.

MARCOS, Francisco, y 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*, vol. 268, 2008, pp. 499 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. (eds.), *Derecho De Sociedades: Cuestiones Sobre Órganos Sociales*, 2019, Tirant lo Blanc, pp. 473 ss.

MATEU DE ROS CEREZO, Rafael, *La independencia de criterio de los consejeros de las sociedades cotizadas. La reconstrucción de los derechos y obligaciones de los consejeros externos dominicales e independientes*, Aranzadi, 2023.

MEJÍAS LÓPEZ, Javier, «Revisando el Ámbito de Aplicación del Deber de Independencia de los Administradores Sociales», en HERNANDO, L. (ed.), *Conflictos De Intereses En Las Sociedades De Capital: Socios Y Administradores*, Marcial Pons, 2022, pp. 229 ss.

MEJÍAS LÓPEZ, Javier, *El consejero independiente. Estatuto y funciones*, La Ley, 2012.

NILI, Yaron, «New Insiders: Rethinking Independent Directors' tenure», *Hastings Law Journal*, vol. 68, núm. 1, 2016, pp. 97 ss.

OECD, *OECD Corporate Governance Factbook 2021* [informe en línea, consultado el 8 de febrero de 2023]

<https://www.oecd.org/corporate/corporate-governance-factbook.htm>

OECD, *Related Party Transactions and Minority Shareholder Rights 2012* [informe en línea, consultado el 8 de febrero de 2023]

<https://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/relatedpartytransactionsandminorityshareholderrights.htm>

PAGE, Antony, «Unconscious Bias and the Limits of Director Independence», *University of Illinois Law Review*, vol. 237, núm. 1, 2009, pp. 237 ss.

PASCHOS, Nikolaos, y GOSLAR, Sebastian, «Unabhängigkeit von Aufsichtsratsmitgliedern nach den neuesten Änderungen des Deutschen Corporate Governance Kodex», *NZG*, vol. 41, 2012, pp. 1321 ss.

PAZ ARES, José Cándido, *Identidad y Diferencia del Consejero Dominical*, Colegio de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España, 2019.

PAZ ARES, Cándido, y MARTÍN, Jordano Luna, «El Perímetro de Vinculación», *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, vol. 56, 2021, pp. 71 ss.

RECALDE CASTELLS, A., «Artículo 190. Conflicto de Intereses», en JUSTE MENCÍA, J. (ed.), *Comentario A La Reforma Del Régimen De Sociedad De Capital En Materia De Gobierno Corporativo (Ley 31/2014). Sociedades No Cotizadas*, Thomson Reuters-Civitas, 2015, pp. 67 ss.

REDDY, Bobby, «The Fat Controller: Slimming Down the Excesses of Controlling Shareholders in UK Listed Companies», *Oxford Journal of Legal Studies*, vol. 38, núm. 4, 2018, pp. 733 ss.

RICHTER, Mario Stella Jr., y FERDINANDI, Federico, «The Evolving Role of the Board: Board Nomination and the Management of Dissenting Opinions», *Italian Law Journal*, vol. 4, núm. 2, 2018, pp. 611 ss.

RODRIGUES, Usha, «The Fetishization of Independence», *Journal of Corporation Law*, vol. 33, núm. 2, 2008, pp. 447 ss.

SÁEZ LACAVE, Maribel, «Consejeros Dominicales Minoritarios y Buen Gobierno Corporativo», *InDret*, vol. 1, 2022, pp.1 ss.

SÁEZ LACAVE, Maribel, «Activismo Accionarial, Hedge Funds, y el art. 161 LSC», *InDret*, vol. 4, 2018, pp. 1 ss.

SÁEZ LACAVE, Maribel, «Nombramiento y Cese de los Consejeros Minoritarios», *InDret*, vol. 3, 2012, pp. 1 ss.

SHILL, Gregory H., «The Golden Leash and The Fiduciary Duty of Loyalty», *UCLA Law Review*, vol. 64, 2017, pp. 1246 ss.

STRAMPELLI, Giovanni, «How to Enhance Directors' Independence at Controlled Companies», *Journal of Corporation Law*, vol. 44, núm. 1, 2018, pp. 103 ss.

STRAMPELLI, Giovanni, «Italian slate voting and semi-dispersed corporate ownership: Lessons from the Generali case», *The ECGI Blog*, 21 junio 2022 [artículo en línea, consultado el 8 de febrero de 2023]

<https://www.ecgi.global/blog/italian-slate-voting-and-semi-dispersed-corporate-ownershiplessons-general-case>

STRINE, Leo E., «The Inescapable Empirical Foundation of the Common Law of Corporations», *Delaware Journal of Corporate Law*, vol. 27, 2002, pp. 499 ss.

TUNG, Frederick, «The Puzzle of Independent Directors: New Learning», *Boston University Law Review*, vol. 91, 2011, pp. 1175 ss.

VELASCO, Julian, «Structural Bias and the Need for Substantive Review», *Washington University Law Quarterly*, vol. 82, 2004, pp. 821 ss.

VENTORUZZO, Marco, «Empowering Shareholders in Directors' Elections: A Revolution in the Making», *European Company and Financial Law Review ECFR*, vol. 8, núm. 2, 2011, pp. 105 ss.

10. Apéndice

TABLA 4. Empresas incluidas en la muestra

Empresas del Ibex 35: Acciona, Acerinox, Acs, Aena, Amadeus IT Group, Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, Banco De Sabadell, Banco Santander, Bankinter, Caixabank, Cellnex Telecom, Compañía de Distribución Integral Logista Holdings, Corporación Acciona Energías Renovables[¥], Enagas, Endesa, Ferrovial, Fluidra, Grifols, Iberdrola, Indra Sistemas, Industria de Diseño Textil, Inmobiliaria Colonial Socimi, International Consolidated Airlines Group, Laboratorios Farmacéuticos Rovi, Mapfre, Melia Hotels International, Merlin Properties Socimi, Naturgy Energy Group, Red Eléctrica Corporación, Repsol, Sacyr, Solaria Energía y Medioambiente, Telefónica, Unicaja Banco.

Empresas del Ibex Medium Cap: Almirall, Applus Services, Atresmedia Corporación de Medios de Comunicación, Cie Automotive, Construcciones y Auxiliar de Ferrocarriles, Corporación Financiera Alba, Ebro Foods, Edreams Odigeo[¥], Ence Energía Y Celulosa, Ercros, Faes Farma, Gestamp Automoción, Global Dominion Access, Grenergy Renovables, Línea Directa Aseguradora[¥], Pharma Mar, Prosegur, Talgo, Vidrala, Viscofan.

Empresas del Ibex Small Cap: Aedas Homes[£], Airtificial Intelligence Structures, Amper, Atrys Health[¥], Audax Renovables, Azkoyen, Deoleo, Distribuidora Internacional de Alimentación, Duro Felguera[£], Grupo Ecoener[¥], Grupo Empresarial San José, Iberpapel Gestión, Laboratorio Reig Jofre, Lar España Real Estate Socimi, Mediaset España Comunicación, Miquel y Costas & Miquel, Neinor Homes, Nicolas Correa, Nueva Expresión Textil, Obrascón Huarte Lain, Oryzon Genomics, Promotora de Informaciones, Prosegur Cash, Soltec Power Holdings[¥], Técnicas Reunidas, Tubacex, Urbas Grupo Financiero[£], Vocento.

Empresas del Mercado Continuo: Adolfo Domínguez, Alantra Partners, Arima Real Estate Socimi, Bodegas Riojanas[£], Borges Agricultural & Industrial Nuts[¥], Clínica Baviera, Compañía Española de Viviendas en Alquiler, Compañía Levantina de Edificación y Obras Públicas, Desarrollos Especiales de Sistemas de Anclajes, Elecnor, Fomento de Construcciones Y Contratas, General de Alquiler de Maquinaria, Grupo Catalana Occidente, Grupo Ezentis, Inmobiliaria Del Sur, Innovative Solutions Ecosystem[¥], Libertas 7, Lingotes Especiales, Metrovacesa, Montebalito, Naturhouse Health, NH Hotel Group, Nyesa Valores Corporación, Pescanova, Prim, Realia Business, Renta 4 Banco, Renta Corporación Real Estate, Siemens Gamesa Renewable Energy, Squirrel Media[£], Tubos Reunidos.

Empresas adicionales que aparecen en los Informes Anuales de Remuneración de los Consejeros: Amrest Holdings, Ayco Grupo Inmobiliario, Bankia, Barón de Ley, Biosearch, Bolsas y Mercados Españoles[£], Cementos Molins, Codere, Corporación Empresarial de Materiales de Construcción[£], Ecolumber, Euskaltel, Finanzas e Inversiones Valencianas, Liberbank, Liwe Española, Masmovil Ibercom[£], Minerales y Productos Derivados, Mobiliaria Monesa, Quabit Inmobiliaria, Saint Croix Holding Immobilier Socimi, Service Point Solutions[£], Solarpack Corporación Tecnológica, TR Hotel Jardín del Mar, Unión Catalana De Valores, Urbar Ingenieros, Zardoya Otis[£].

Fuente: Elaboración propia. [¥]Falta en los IARC; [£]Falta en el IARC 2019, [£]Falta en el IARC 2020, [£]Solo aparece en el IARC 2019; [£]Solo aparece en el IARC 2020.