

**NECESIDAD Y SENTIDO DE LOS CONSEJEROS INDEPENDIENTES.  
DIFICULTADES PARA EL TRASPLANTE AL  
DERECHO DE LAS SOCIEDADES COTIZADAS ESPAÑOLAS**

Francisco MARCOS FERNÁNDEZ

*Doctor en Derecho – Profesor de Derecho Mercantil*

Albert SÁNCHEZ GRAELLS

*Doctorando en Derecho – Abogado*

Presentado al Segundo Premio José María Cervelló – Gutiérrez de la Roza Abogados

*“El reto de la independencia en el gobierno de las sociedades  
¿Son posibles los Consejeros independientes?”*

Madrid, 30 de mayo de 2008

## **SUMARIO**

La institución de los consejeros independientes surge en el debate sobre el gobierno corporativo en los sistemas angloamericanos y se importa por los códigos de buen gobierno a nuestra regulación de las sociedades cotizadas. Desde hace diez años, con la adopción del Código Olivencia, se recomienda que las sociedades cotizadas integren consejeros independientes en sus órganos de administración. Actualmente, esta recomendación constituye uno de los pilares sobre los que se construye el sistema de gobierno corporativo que traza el Código Unificado de Buen Gobierno. Pese a la creciente atención que esta figura y su implantación en las sociedades cotizadas españolas han generado, la reflexión doctrinal no ha resuelto de manera pacífica el difícil transplante de esta institución a nuestro ordenamiento. Los problemas y dificultades que los consejeros independientes suscitan en otros sistemas se acumulan a otros derivados de su difícil encaje y acomodación en nuestros consejos de administración. Este trabajo estudia la necesidad y sentido de los consejeros independientes en el Derecho español de sociedades cotizadas.

### **PALABRAS CLAVE:**

Gobierno corporativo, sociedades de capital, sociedades cotizadas, consejo de administración, consejeros independientes, transplante legal, interés social, Derecho de sociedades, Derecho del mercado de valores.

### **CÓDIGOS JEL:**

G30, G34, K22.

## ÍNDICE

1. Introducción.....	1
2. ¿Por qué son necesarias las normas de gobierno corporativo? La maximización del interés social como criterio básico de gobierno corporativo .....	8
3. El mercado español de control de empresas: particularidades del gobierno corporativo en España .....	18
4. El problema del órgano de administración en el marco del gobierno corporativo en España.....	20
5. Los consejeros independientes como valedores del interés social: ¿Qué son y qué no son los consejeros independientes? .....	23
5.1. Concepto y requisitos del consejero independiente.....	24
5.2. Funciones propias y ajenas al consejero independiente .....	35
5.3. El problema de los “otros” consejeros externos (o consejeros vinculados o afiliados) .....	43
6. La desnaturalización de la independencia por exceso: El riesgo de “aislar” a los consejeros independientes .....	45
7. ¿Es posible el desarrollo de un mercado de consejeros independientes? .....	49
8. Conclusiones.....	53
9. Referencias .....	57



## 1. INTRODUCCIÓN

El movimiento por la mejora del gobierno corporativo que ha inspirado algunas de las principales y más recientes reformas legislativas en materia de Derecho de sociedades y de Derecho del mercado de valores se ha centrado en diversas figuras e instrumentos jurídicos (de distinta naturaleza y fuerza normativa) entre las que destaca sobremanera la de los llamados consejeros externos independientes –o, simplemente, independientes<sup>1</sup>-. Esta institución cuenta con una casi unánime aceptación y justificación doctrinal, y la independencia de determinados (o la mayoría) de los miembros del Consejo de Administración (CdA) ha venido a configurarse como un elemento imprescindible de la actual *corporate governance*<sup>2</sup>. En efecto, los consejeros independientes constituyen uno de los ejes sobre los que pivota el Código Unificado de Buen Gobierno (CUBG)<sup>3</sup> y era también una de las principales novedades introducidas en la Propuesta de Código de Sociedades Mercantiles (PCSM)<sup>4</sup>. No tiene, sin embargo, y a diferencia de lo que ocurre en otros ordenamientos, reconocimiento en un texto legal de cumplimiento obligatorio<sup>5</sup>.

---

<sup>1</sup> ESTEBAN VELASCO (2001) 36: “Sin duda, la seña de identidad del gobierno corporativo en materia de estructura reside en la incorporación de los llamados consejeros externos independientes”. En estos términos, MARTÍN DE VIDALES Y LÓPEZ – JARRÍN (2006) 278 y ALONSO UREBA (2006b) 364. Sobre la evolución de estas reformas normativas en España, véanse PIQUERAS BAUTISTA (2004), MATEU DE ROS (2004), RECALDE (2005) y OLIVENCIA (2007). También DUQUE (2006), que minimiza la importancia de la figura de los consejeros independientes, probablemente por ser su reflexión previa a la aprobación del CUBG y que, en cualquier caso, cuestiona su efectividad: “la serie de disfunciones que se han observado en la vida práctica de las sociedades cotizadas deriva de [...] la falta de transparencia, defectos que no se remedian con la institución de los administradores independientes, figura que, aunque vista con cierto interés, suscita la duda de que «sean realmente consejeros independientes»” (265–266). También cuestiona su implantación entre las sociedades cotizadas españolas, por su estructura de propiedad y control, ESTEBAN VELASCO (1999) 205–206 y (2006b) 92. En el mismo sentido crítico MARINA GARCÍA-TUÑÓN (2006) 125, que considera que la introducción de consejeros independientes “resulta en muchas ocasiones una pura falacia, que no soportaría el más elemental de los exámenes”.

<sup>2</sup> GORDON (2007). No faltan, sin embargo, voces críticas con la importancia atribuida a los consejeros independientes y con la confianza casi ciega de su utilización para alcanzar fines normativos. Por su tono especialmente crítico (que habla de “tristeza” y de “decepción” por el desarrollo excesivo de esta figura, por la implícita disminución en importancia de los deberes de lealtad del resto de consejeros) destaca GELB (2006) 129.

<sup>3</sup> Anexo I del informe del grupo especial de trabajo sobre buen gobierno de las sociedades cotizadas, disponible en <http://www.cnmv.es/publicaciones/CUDefinitivo.pdf>. Fuera de las múltiples referencias en el texto del CUBG y accesoriamente en otras recomendaciones, se dedican específicamente a los consejeros independientes las recomendaciones 10 a 13, 29 y 31.

<sup>4</sup> Propuesta de Código de Sociedades Mercantiles de 25 de noviembre de 2002. Publicada por el Ministerio de Justicia. Dedicada a los consejeros independientes diversos preceptos en el Capítulo II del Título IV del Libro III.

<sup>5</sup> Con el propósito de no sobrecargar las citas, con carácter general, este trabajo evita las referencias al derecho y a la doctrina extranjera, que sólo se incluyen cuando son estrictamente

La independencia de algunos miembros del CdA de sociedades que negocian sus acciones en los mercados de valores se ha configurado prácticamente como un *principio general* (o, al menos, como objetivo prioritario) del conjunto de normas relativas al gobierno corporativo. La independencia de algunos administradores se configura como una solución idónea para corregir los posibles desequilibrios de poderes (y los consiguientes conflictos de interés) en el seno del órgano de administración, con el propósito de garantizar la preeminencia del interés social en las decisiones y actuaciones del CdA. Por su experiencia y perspectiva, ajena a la sociedad específica, los administradores independientes aportarían otra visión a las reflexiones y debates del CdA, mejorando la calidad de las decisiones del órgano<sup>6</sup>. Su participación en este órgano de administración se concibe como un aporte crucial para un adecuado desempeño de las tareas de supervisión de los directivos y, en general, para la gestión de la sociedad<sup>7</sup>. La integración de consejeros independientes en el CdA, la delimitación de su estatuto jurídico, de su función y de sus responsabilidades ha dado lugar a una importante producción de legislación, normativa, doctrina administrativa y académica que, no obstante, aún no han concluido el debate iniciado entre nosotros a finales de los años noventa del pasado siglo.

Más aún, parece que el fenómeno de la independencia en el seno del CdA es todavía uno de los principales focos de debate en materia de gobierno corporativo, en la medida en que este propio concepto se encuentra aún en un estado de cierta indeterminación, que permea y tiñe otros debates, como los relativos a la relación entre interés social y responsabilidad social corporativa. De hecho, veremos como la necesidad de mantener una concepción clásica del interés social, limitada al ámbito de la propia sociedad y sus accionistas, constituye un punto de partida imprescindible para enfocar el debate en torno a los consejeros independientes y evitar determinados excesos asociados a una integración del fenómeno de la responsabilidad social corporativa en el ámbito estrictamente societario (*infra* §2). Este punto de partida

---

indispensables y contribuyen de manera relevante al discurso principal. Tampoco las citas a la doctrina española tienen ánimo de exhaustividad y sólo se realizan aquéllas que clarifican los aspectos conceptuales y funcionales de los consejeros independientes y que vienen exigidas por el uso académico más establecido.

<sup>6</sup> FIRSTENBERG Y MALKIEL (1980); también OLIVENCIA (1996) 2189–2191.

<sup>7</sup> BOROWSKI (1984) y PETRA (2005).

condicionará necesariamente nuestra aproximación al estudio de los consejeros independientes como institución propia del gobierno corporativo.

En este marco general –limitado al análisis de reglas que contribuyan a una mejor gestión de la sociedad en promoción del interés social y en beneficio del conjunto de los accionistas<sup>8</sup>- nos preocupa que la propia existencia de consejeros independientes y, muy especialmente, su función en el seno del CdA de sociedades cotizadas se han tomado como dadas, en cierta medida, por nuestras autoridades de regulación sectorial y gran parte de nuestra doctrina académica<sup>9</sup>; sin que, hasta el momento, el análisis de su posición y funciones en el seno de este órgano societario hayan sido depuradas y adaptadas a la realidad de las sociedades anónimas cotizadas españolas.

Antes de perfeccionar el régimen jurídico y el estatuto de responsabilidad de los consejeros independientes (como objetivos primordiales de desarrollo de las normas de gobierno corporativo), parece preciso aclarar su naturaleza y –sobre todo- los objetivos que su inserción en el CdA debe cumplir, a efectos de levantar las correspondientes construcciones jurídicas sobre unos cimientos más sólidos y de disponer de criterios generales que permitan orientar la totalidad de la regulación (ya sea *soft* o *hard law*) a la consecución de los objetivos de nuestro sistema de gobierno corporativo. Este constituirá básicamente el objeto de nuestro estudio, en el que intentaremos encuadrar la figura de los consejeros independientes sobre la base de una aproximación

---

<sup>8</sup> Sobre las distintas concepciones del gobierno corporativo, en función de su amplitud, véase FARRANDO MIGUEL (2006) 158, que realiza una clasificación de los distintos mecanismos e instrumentos de buen gobierno en cuatro categorías (de control, asociativos, de salida y disciplinarios, 176–177).

<sup>9</sup> La automaticidad con que nuestra doctrina ha asumido la existencia e importancia de estos consejeros pese a su limitado desarrollo y a las dificultades para su configuración llega, en ocasiones, a invertir el argumento. Véase MATEU DE ROS (2007a) 233: “*A pesar de las críticas vertidas sobre la figura del consejero independiente por su confusa definición y la posible vulneración de los principios de unidad, colegialidad y solidaridad del consejo como órgano social único en nuestro modelo de administración societaria, lo cierto es que la mayoría de informes de gobierno corporativo mantiene y atribuye gran relevancia a esta modalidad de consejeros*”. Situación de insuficiente análisis que no es exclusiva de nuestra doctrina administrativa y científica, sino una característica general en el desarrollo del gobierno corporativo. Véase, respecto a la situación en los Estados Unidos, CLARKE (2007) 73. En efecto, se ha indicado con acierto que la propia adopción de muchas medidas de *corporate governance* en Estados Unidos en los últimos años no es más que una reacción, en ocasiones no demasiado meditada, a escándalos financieros de todos conocidos. En particular, la promoción de los consejeros independientes (entendidos, en ese caso, como consejeros externos) se ha calificado de “irónica”, dada la existencia de diversos estudios empíricos que cuestionan su eficacia y contribución a una mejor gestión social; CLARK (2006) 16, 25–29 y 47–50. De forma particularmente expresiva, el autor indica que: “*la idea dominante [académicamente] está clara: gran parte del movimiento de reforma [de la corporate governance] se apoya en hipótesis aparentemente plausibles o en teorías apriorísticas, pero no se sustentan igual sobre estudios serios y metódicos de la realidad*” (33, traducción propia).

contractualista al Derecho de sociedades y conforme a un análisis económico basado en la teoría de la agencia<sup>10</sup>, particularizado para la realidad del mercado español.

En este sentido, antes de ahondar en la institución de los consejeros independientes, su configuración y la problemática que su intervención pueda suscitar en el gobierno societario, resulta indispensable establecer –como *prius*– las características del específico entorno societario y del mercado de valores español desde una perspectiva tanto jurídica como económica, pues es esa la realidad a la que se ciñe el análisis que este trabajo realiza y su aplicación. Con ese propósito dedicamos algunos de los apartados siguientes (*infra* §§3 y 4) a describir la realidad societaria española en que los consejeros independientes se insertarán, aclarando las circunstancias que justifican su presencia y el cometido que habrán de desempeñar. Esta contextualización de la institución de los consejeros independientes en el seno de las sociedades cotizadas españolas es imprescindible para su correcto análisis. Como veremos, algunos de los posibles excesos o de las posibles distorsiones en el funcionamiento del órgano de administración que identificaremos derivan de la introducción irreflexiva –o, cuanto menos, descontextualizada– de algunas normas de *corporate governance* en nuestro ordenamiento jurídico.

La institución de los consejeros independientes es de concepción y elaboración angloamericana<sup>11</sup> y, como tantas otras, ha sido “importada” hacia otros sistemas de gobierno corporativo y, en particular, al español<sup>12</sup> –aunque incluso allí se cuestiona su

---

<sup>10</sup> En general, véase EASTERBROOK y FISCHER (2002) *passim*, KRAAKMAN ET AL (2004) 21–70 y ARRUÑADA (1990) 213–292, más específicamente sobre el CdA, véase, CUERVO-CAZURRA (1996).

<sup>11</sup> Sobre el origen de la figura, véase GUERRA MARTÍN (2003) 339–376. GORDON (2007) proporciona una interesante panorámica de sus orígenes y desarrollo en los Estados Unidos hasta la actualidad.

<sup>12</sup> Todos los informes de gobierno corporativo aprobados hasta el momento en España – Olivencia (1998), Aldama (2003) y CUBG (2006)– y los documentos comunitarios en que se inspiran – especialmente la Recomendación 2005/162/CE de la Comisión relativa al papel de los administradores no ejecutivos o supervisores y al de los comités de consejos de administración o de supervisión, aplicables a las empresas que cotizan en bolsa– incorporan recomendaciones relativas a la inserción de consejeros independientes en el CdA de las sociedades españolas, sin que se haya producido un análisis detallado de la conveniencia o idoneidad de la “importación” de esta solución a nuestro ordenamiento jurídico. Esta solución no es específica de la normativa española de sociedades cotizadas, sino que supone una tendencia común en los ordenamientos jurídicos de nuestro entorno, HOPT Y LEYENS (2004) 135. Sobre la aproximación comunitaria a este y otros mecanismos de *corporate governance*, distinguiéndola del enfoque norteamericano, GARRIDO (2007) 65–70; otra comparación entre EE.UU y la UE, en FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA (2006b) 19–34, quien, sin embargo, relativiza las diferencias: “*El proceso de revisión del sistema de gobierno de las sociedades cotizadas europeas no difiere [...] en lo fundamental, siquiera tendencialmente de las propuestas político-jurídicas del derecho norteamericano, aunque existan peculiaridades de concepción y contenido que contribuyan a diferenciar ambos modelos*” (34).



idoneidad<sup>13</sup>, régimen jurídico<sup>14</sup> y eficacia<sup>15</sup>-. Esta operación de traslado o trasplante legal se efectúa en muchas ocasiones sin preocuparse de las posibles dificultades, problemas y consecuencias derivadas de su implantación en entornos que pueden ser muy diferentes de aquel en que originariamente se concibió<sup>16</sup>.

---

<sup>13</sup> Escéptico y bastante crítico con la promoción de los consejeros independientes, tanto en EE.UU. como en Canadá, véase NICHOLLS (2003). Más recientemente, la cuestión de la independencia de los miembros del CdA fue uno de los puntos destacados de discusión en la mesa redonda “New Challenges in the Boardroom”, celebrada en marzo de 2007 en el marco de la Seventh Annual Albert A. Destefano Lecture on Corporate, Securities and Financial Law de Fordham University School of Law, véase CLARK ET AL (2007) *passim* (esp. 793–795). Para un resumen de las distintas posiciones doctrinales y una valoración (generalmente positiva) de las recientes reformas legislativas en relación con los consejeros independientes en EE.UU., véase la nota *Developments in the Law: Corporations and Society* (2004-2005) 2181–2205.

<sup>14</sup> En este sentido, y para generar un mecanismo de control de la excesiva independencia o aislamiento del CdA en las sociedades estadounidenses de capital disperso, se ha propuesto otorgar facultades de propuesta de nombramiento de los miembros del CdA a determinados accionistas (*qualified shareholders*) –en un mecanismo parecido, aunque con importante salvedades, al de nombramiento de consejeros dominicales en el ámbito de las sociedades cotizadas españolas-. Por tanto, parece atisbarse una tendencia contraria a la que recoge el CUBG, que precisamente pretende limitar la capacidad de influencia de los accionistas significativos en el nombramiento de los miembros del CdA. La propuesta de refuerzo de los poderes de los accionistas significativos en el nombramiento de consejeros ha sido defendida, principalmente, por BEBCHUCK (2004) 47: “*Under the shareholder access regime being considered, companies would have to include candidates nominated by qualified shareholders in the proxy materials sent to shareholders prior to the annual meeting. Thus, the materials sent by the firm to voting shareholders would sometimes give them a choice between candidates nominated by the board and one or more candidates nominated by qualified shareholders*”. Sobre una propuesta similar analizada por la *Securities and Exchange Commission*, finalmente no aprobada, véanse ZUKIN (2006) y ASHBY (2005), que la considera un instrumento imprescindible para superar los problemas del actual sistema de nombramiento de consejeros (*proxy contest*). Esta propuesta ha dado lugar a una discusión doctrinal acerca de la conveniencia de que los accionistas significativos se involucren directamente en la elección del CdA. Véanse, por todos, BAINBRIDGE (2006), y la respuesta del propio BEBCHUCK (2006); así como BEBCHUCK (2007) y las réplicas de LIPTON Y SAVITT (2007) y OLSON (2007).

<sup>15</sup> La mayoría de los estudios empíricos disponibles refutan la hipótesis de que los consejeros independientes (*rectius*, externos) incrementen el valor social [HERMALIN Y WEISBACH (1991), KLEIN (1998), BHAGAT Y BLACK (2001)] o encuentran una relación negativa entre presencia de independientes en el CdA y valor social [AGRAWAL Y KNOEBER (1996)]; especialmente cuando los independientes son mayoría [BHAGAT Y BLACK (1999)]. No obstante, un estudio indica que el mercado reacciona positivamente al nombramiento de consejeros independientes [ROSENSTEIN Y WYATT (1990)]. El efecto positivo en las compañías taiwanesas se acredita en LUAN Y TANG (2007) que, además, contienen referencias a otros muchos trabajos previos.

<sup>16</sup> A partir del libro pionero de WATSON (1974), en los últimos años, diversos trabajos han profundizado en la dinámica de los “trasplantes legales” y en las circunstancias determinantes del éxito o fracaso en la recepción, véanse SCHAUER (2000), MILLER (2003) y BERKOWITZ, PISTOR Y RICHARD (2003a y 2003b). Entre nosotros, ya advirtió sobre la problemática traslación acrítica de soluciones angloamericanas a la regulación española de sociedades anónimas cotizadas, SÁNCHEZ ANDRÉS (1999) [si bien en relación con la introducción en la LSA del régimen aplicable a las acciones rescatables]. RECALDE (2002) 80: “*se debe adoptar una posición cautelosa y evitar la generalización de soluciones pensadas para una determinada y particular clase de sociedad anónima que, aunque sea muy importante, quizá no se corresponda al modelo más característico del mercado español*”. En el mismo sentido, MCKEAN (2003) 141: “*successful reform must move within the Spanish tradition and culture and should not seek to merely transplant an external governance regime which would conflict with the Spanish norms and customs, and possibly undermine the progress already made to date*”. También GARRIDO

Como ocurre con otras muchas instituciones societarias<sup>17</sup>, la esencia de la institución de los consejeros independientes y los objetivos que está llamada a desempeñar son sustancialmente coincidentes en los diferentes sistemas jurídicos y mercados a los que se incorpora. Ciertamente, su creación y existencia responde a una lógica de la propiedad difusa del capital de las sociedades cotizadas en los mercados de valores que se ha extendido de manera universal, aunque en diverso grado, conforme se han desarrollado estos últimos. Sin embargo, las características propias de cada mercado y de los sistemas jurídicos que los gobiernan (societario y de mercado de valores) deben condicionar de manera ineludible la operatividad y eficacia del trasplante institucional. No cabe ignorar que, aun teniendo varias características en común, la realidad propia de los mercados de valores y del derecho angloamericano se distancia notablemente de la española. Se hace imprescindible, por ende, subrayar y destacar las diferencias en la medida en que ello condiciona sobremanera la concepción, naturaleza y funciones de los consejeros independientes. Una traslación acrítica de la institución, de los planteamientos y de las polémicas doctrinales que han presidido su implantación en otras latitudes, puede resultar muy artificial y carente de rigor y eficacia en España. A diferencia de otros trasplantes, en el caso de los consejeros independientes el problema que puede suscitarse no es de rechazo en la recepción de la figura, sino más bien desajustes derivados de una falta de acomodación o adaptación de la misma al entorno económico y a la cultura jurídica en que la institución debe operar.

En el concreto caso de las normas de gobierno corporativo, se asiste a una convergencia internacional en la adopción de mecanismos o instituciones comunes, que corre pareja a la globalización de los mercados de valores, y que ha dado lugar a un fructífero intercambio de instituciones entre los distintos ordenamientos jurídicos<sup>18</sup>. En efecto, la cultura y la técnica de los códigos de buen gobierno corporativo es la principal

---

(2007) 45, que se refiere a esta situación como resultado de la *path dependence* de la mayoría de ordenamientos jurídicos. En contra, RECALDE (2003) 54, que cuestiona esta teoría.

<sup>17</sup> Véanse PETROVIC (2001), BLACK, KRAAKMAN Y TARASSOVA (2000) y DANIEL (2003).

<sup>18</sup> HANSMANN Y KRAAKMAN (2002). La influencia es recíproca, y también los sistemas angloamericanos han importado algunas instituciones o mecanismos de los sistemas continentales, véase MOMSEN (2003). No obstante, la convergencia no es absoluta. Incluso en el ámbito de la Unión Europea, los esfuerzos de armonización llevados a cabo por la Comisión todavía no han podido eliminar las diferencias sustanciales que presentan los distintos ordenamientos jurídicos. En relación con los consejeros independientes y el seguimiento de la Recomendación 2005/162/CE sobre consejeros independientes, véase SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE (2007) 299.

manifestación de esa tendencia y su difusión ha traspasado las fronteras nacionales<sup>19</sup>, prescindiendo en muchos casos de la idiosincrasia propia de cada mercado y sistema.

En este sentido, la evidencia existente acerca de este movimiento de homogeneización “formal” de las normas de gobierno de las grandes sociedades cotizadas es clara, pero también lo es la que atestigua su limitada eficacia<sup>20</sup>, en la medida que los trasplantes prescinden de las concretas circunstancias y características económicas, institucionales y jurídicas de cada sistema<sup>21</sup>. La traslación de mecanismos y figuras procedentes de otros sistemas jurídicos, ignorando las particularidades políticas e institucionales del ordenamiento de destino puede no ser eficaz o producir efectos distintos de los esperados<sup>22</sup>.

Por ello, una vez descrita la situación financiera y jurídica que configura el mercado español, y teniendo en cuenta los importantes condicionantes que las particularidades de la realidad española imponen a efectos de gobierno corporativo –y en particular, a la institución de los consejeros independientes–; pasaremos a analizar la configuración jurídica y las funciones que se les puede atribuir (y de las que les resultan ajenas), identificando los excesos que, a nuestro juicio, muestran las tendencias actuales de *corporate governance* en España y los riesgos que plantean para el futuro desarrollo y funcionamiento de la institución (*infra* §5). Por su especial relevancia, nos centraremos con mayor interés en la desnaturalización de la independencia de los consejeros que podría producirse si las recomendaciones actuales se llevasen hasta el extremo de acabar aislando a los consejeros independientes en el seno del CdA (*infra* §6). Por último, haremos mención a la posibilidad de que, a la luz de nuestro análisis y de las actuales recomendaciones de buen gobierno, se desarrolle en España un mercado eficiente de consejeros independientes (*infra* §7).

---

<sup>19</sup> CUERVO-CAZURRA Y AGUILERA (2004); AGUILERA Y CUERVO-CAZURRA (2004).

<sup>20</sup> TARUN, KOGAN Y PALEPU (2006).

<sup>21</sup> GUILLÉN (2000); HILL (2005) y SKELL (2004) 1544–1548 y 1569–1577. En este mismo sentido, ESTEBAN VELASCO (2001) 22: “En un plano general, es oportuno advertir ya que, si bien la actual fase de evolución del capitalismo contiene algunos elementos comunes, origina algunos problemas comunes y, por tanto, desencadena corrientes de convergencia entre los sistemas de gobierno de las sociedades cotizadas; no se puede olvidar que el carácter relevante de la estructura de propiedad y de los correspondientes sistemas financieros están vinculados a tradiciones y opciones de política económica y social y no de forma simple y mecánica a la lógica de la evolución económica, según el modelo neoliberal norteamericano”.

<sup>22</sup> JORDAN (2005) 992–994.

## 2. ¿POR QUÉ SON NECESARIAS LAS NORMAS DE GOBIERNO CORPORATIVO? LA MAXIMIZACIÓN DEL INTERÉS SOCIAL COMO CRITERIO BÁSICO DE GOBIERNO CORPORATIVO

Aunque, en términos generales y abstractos, la tradicional estructura orgánica de las sociedades anónimas se adapta bien a la realidad de la cotización de sus acciones en los mercados de valores, esta última circunstancia introduce normalmente un condicionamiento relevante en la dinámica orgánica de la sociedad anónima. En efecto, como consecuencia del crecimiento y difusión de la base accionarial –que es manifestación de la ampliación de las necesidades de financiación y de las operaciones de la sociedad- tanto la Junta General como el órgano de administración de la sociedad anónima experimentan un notable cambio en su concepción y funcionamiento, que ha tenido reflejo en nuestra legislación<sup>23</sup>. Junto al régimen común a todas las sociedades anónimas, surge y se aplica conjuntamente con el anterior una regulación específica propia de las sociedades cotizadas, que ha permitido sostener que se estaría configurando un subtipo dentro de las sociedades anónimas<sup>24</sup>.

En la medida en que la cotización en el mercado de valores incrementa el número de accionistas de la sociedad, aumentan las dificultades de organización y celebración de la Junta General de accionistas, y ello da lugar a una regulación específica y detallada de este órgano que no es precisa para las sociedades anónimas no cotizadas<sup>25</sup>. La regulación pretende, entre otras cosas, contrarrestar la tendencia al

---

<sup>23</sup> Ya puso de manifiesto esta necesidad de adaptación del régimen jurídico a la nueva realidad en este ámbito del Derecho mercantil, GARRIGUES (1933). En el mismo sentido, OLIVENCIA (1996) 2180–2186. Se ha criticado la tardanza en la adaptación de nuestra legislación mercantil a la necesaria reforma de los órganos de la sociedad anónima; PAZ-ARES (2001) 1806, la califica de “*la cuestión pendiente por excelencia*” de la reforma de 1989.

<sup>24</sup> Ya se ponía de manifiesto esta especialidad en SAN SEBASTIÁN (1996) 44–69, SÁNCHEZ CALERO (1997) 2361 e *ib.* (2001) *passim*. También EMBID (2006b) 1. En este mismo sentido, a ellas se dedica una lección independiente en SÁNCHEZ CALERO y SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE (2007) 565 (que se refieren a las “*especialidades que presentan, dentro del régimen de la sociedad anónima, la sociedad cotizada y la europea, que aparecen como especialidades o subtipos relevantes dentro de ese régimen general*”). Véase también FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA (2006a) 42. Véase el Título X de la ley 24/1988, de 28 de julio, de Mercado de Valores (LMV), añadido por Ley 26/2003, de 17 de julio, por la que se modifican la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores y el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas (LSA), aprobado por el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, con el fin de reforzar la transparencia de las sociedades anónimas cotizadas (Ley de Transparencia). Sobre estas modificaciones, véase REMÓN PEÑALVER (2004) 458–469 y MCKEAN (2003) 114–120.

<sup>25</sup> Sin embargo, la problemática relativa al funcionamiento de la Junta General de accionistas de sociedades anónimas cotizadas queda fuera del objeto de nuestro estudio. Pueden consultarse, sobre esta materia, SÁNCHEZ CALERO (2007), MORALES Y SÁNCHEZ SOLÉ (2006), GARCÍA DE ENTERRÍA (2006) y ALONSO LEDESMA (1999).

abstencionismo y la pasividad de los accionistas<sup>26</sup>, introduciendo fórmulas que favorezcan la participación de los socios en las reuniones de la junta<sup>27</sup>.

De modo análogo, necesidades funcionales derivadas de la mayor complejidad de la actuación societaria conllevan un notable cambio en la configuración del órgano de administración de la sociedad anónima cotizada que, a medida que la gestión se complica, se ve obligada a acudir a formas de organización colegiadas mucho más eficientes en su desempeño y que favorezcan la delegación de tareas<sup>28</sup>. El CdA de las sociedades anónimas cotizadas –que se impone indirectamente como la forma de organización del órgano de administración<sup>29</sup>- demanda una regulación propia de su funcionamiento, así como la creación de distintas comisiones especializadas en su seno.

En particular, la cotización de la sociedad anónima resucita con intensidad el debate sobre el contenido del interés social, como parámetro al que se ha de ajustar el deber de lealtad de los administradores de la sociedad<sup>30</sup>, en la medida en que constituye uno de los pilares sobre los que descansa el complejo de normas de gobierno corporativo. El deber de lealtad se predica de las actuaciones de los administradores en el ejercicio de su cargo, entendiéndose que su gestión de los asuntos societarios supone la realización de todas las actividades necesarias para la consecución del objeto social. Pues bien, en el desarrollo de esas actividades *los administradores deben regirse*

---

<sup>26</sup> MÉNENDEZ MENÉNDEZ (1976), SAN SEBASTIÁN (1996) 103–111.

<sup>27</sup> RECALDE (2003) 68–70 y GIMÉNEZ ZURIAGA (2003).

<sup>28</sup> ESTEBAN VELASCO (2001) 11–14, 28–31 y 41–44. En general, sobre la delegación de funciones en el seno del CdA, véase IGLESIAS PRADA (1971) y SAN SEBASTIÁN (1996) 276–311. Sobre las particularidades que afectan al funcionamiento del órgano de administración de la sociedad cotizada, *in extenso* SÁNCHEZ CALERO (2005) 677–832 y ALONSO UREBA (2006a) 771–772.

<sup>29</sup> El artículo 2.b) de la Orden de 26 de septiembre de 1986, que desarrolló el Real Decreto 710/1986, de 4 de abril, por el que se crea un segundo mercado de valores en las Bolsas Oficiales de Comercio y se modifican las condiciones de puesta en circulación de títulos de renta fija, ya exigía que la solicitud de admisión a cotización se acompañase de “*Certificación del acuerdo del Consejo de Administración y de la Junta general de accionistas de solicitar la admisión a cotización en el segundo mercado, en el que se haga constar el sometimiento a las normas que existan o puedan dictarse sobre contratación, permanencia y exclusión de dicho mercado*” (énfasis añadido). La exigencia sigue siendo indirecta pero es más clara en el artículo 115 de la LMV tras la Ley de Transparencia. Sin embargo, una búsqueda en los registros de la Comisión Nacional del Mercado de Valores permite hallar emisores con órgano de administración unipersonal, v. gr., JOAQUIM ALBERTI, S.A., por lo que la eficacia del requisito de administración colegiada es relativa.

<sup>30</sup> ESTEBAN VELASCO (2001) 48–50 y SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE (2006b) 873. La regulación de los deberes de los administradores se contiene en la LSA (arts. 127 a 127quáter), en la redacción dada por la Ley de Transparencia, que vino a modificar de manera relevante el régimen previgente.

*exclusivamente por el interés de la sociedad, excluyendo cualquier interés personal o de terceros.*

La fórmula aparentemente vacía con la que concluye el vigente artículo 127bis LSA, con arreglo al cual “[I]os administradores deberán cumplir los deberes impuestos por las leyes y los estatutos con fidelidad al interés social, entendido como interés de la sociedad” (énfasis añadido) –que fue objeto de discusión parlamentaria<sup>31</sup> y lo es de discusión doctrinal<sup>32</sup>- busca introducir en el corazón de los deberes de los administradores la persecución de un interés específico de la propia sociedad como criterio básico de evaluación de las decisiones del órgano de administración –y con una redacción que puede resultar confusa en una primera lectura-.

Es erróneo pensar que ese interés social aglutinaría al de los accionistas y a los de todos los que, de una manera u otra se ven implicados por las actividades de la sociedad en el tráfico (*stakeholders*)<sup>33</sup>; ni siquiera modulándolo en función de cuál sea el colectivo más directamente afectado por la decisión del órgano de administración social<sup>34</sup>. De igual manera no cabe llevar la ficción de la personalidad jurídica de la

---

<sup>31</sup> Originariamente, el Proyecto del Gobierno, se refería “*al interés social, entendido como el interés común de los accionistas*”, que es el tenor del 122 PCSM en el que se inspira en gran medida la nueva regulación de los deberes de los administradores.

<sup>32</sup> Véase, por ejemplo, PAZ-ARES (2007) 122–125, SÁNCHEZ CALERO (2005) 176–179, RECALDE (2005) 1899, o MARÍN DE LA BÁRCENA (2006) 270–274.

<sup>33</sup> Defendiendo esta postura, en que el interés social se viene a sustituir por la llamada responsabilidad social corporativa, y se orienta la gestión de la sociedad en atención de los intereses de terceros o de un difuso interés social, OLCESE (2005) *passim*, CANALS Y FONTRODONA (2006) 45; RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ (2002) y, más ampliamente, RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ (2003) 45-115. De manera clara, en esta misma línea, EMBID (2004a): “*el objetivo de la empresa organizada en forma de sociedad mercantil de capital no es sólo maximizar el beneficio y distribuirlo, en su caso, a sus socios; dicho en la forma habitual a los teóricos de la Corporate Governance, la empresa no sólo ha de tener como fin la creación de valor para el accionista*” (14); y “*hoy día los administradores han de considerar no sólo el objetivo de crear valor para el accionista, sino también el interés de la empresa y los intereses, plurales y diversos, de los grupos de sujetos o entidades nucleados en torno a ella*” (25) [de hecho, este autor ha llegado a apuntar que la responsabilidad social corporativa podría haber alcanzado eficacia vinculante por vía de la costumbre, EMBID (2004b) 56, en que se refiere al “*posible sometimiento de [la responsabilidad social corporativa] a la imposición jurídica por vía consuetudinaria*”]. De forma similar, RECALDE (2002) 91 critica que no se hagan valer en el seno del CdA “*otros intereses que igualmente se ven afectados por la sociedad anónima (stakeholders) sin que se haya explicitado la razón de esta omisión*”. Ya anticipaba este planteamiento, aunque de manera imprecisa, en RECALDE (1999) 174.

<sup>34</sup> Esta ha sido la postura defendida por MARÍN DE LA BÁRCENA (2006) 272–275, que considera que “*la desaparición de la identificación del concepto de «interés de la sociedad» con el «interés común de los socios» [...] permite defender una concepción del interés social [...] como] el interés del grupo de personas que esté más directamente afectado por la decisión de los administradores en el momento de adoptarse ésta, dadas las circunstancias concurrentes y desde una ponderación justa de los intereses en juego*” (referencias omitidas); de modo que, en definitiva “*según una concepción pluralista, el «interés de la sociedad» es un concepto relativo que habría que identificar con el interés del grupo de personas que*

sociedad hasta el extremo de creer que goza de un interés propio<sup>35</sup>. *El interés social no puede ser otro que el del conjunto de los accionistas.*

Esta concepción del interés social como el del conjunto de los accionistas plantea el problema de su determinación, en la medida en que podría confundirse con el interés de la mayoría o, en su caso, con el interés del socio mayoritario o de control<sup>36</sup>. En este sentido, *conviene diferenciar voluntad social de interés social*. La voluntad social se manifiesta por los accionistas en la Junta General y, por tanto, se determina conforme a las reglas de quórum y de mayorías establecidas en los estatutos sociales o, en su defecto, en la LSA. Por tanto, la voluntad social sí es la voluntad de la mayoría (o, en su caso, la del socio mayoritario), expresada en el ámbito y conforme a los procedimientos que regulan la Junta General de accionistas. Sin embargo, esta voluntad social no debe asimilarse automáticamente al interés social, como demuestra claramente la posibilidad de impugnación de los acuerdos de la Junta (*i.e.* las manifestaciones de la voluntad social) que resulten contrarios al interés social (en los términos del art. 115 LSA, los acuerdos que “*lesionen, en beneficio de uno o varios accionistas o de terceros, los intereses de la sociedad*”). Pero ello tampoco debe llevar a negar que existan casos en que la expresión de la voluntad social refleje adecuadamente el interés social (esto es, los correspondientes acuerdos de la Junta no sean impugnables, o superen la correspondiente impugnación, por no vulnerar los intereses sociales)<sup>37</sup>.

Vista esta imposibilidad de asimilación entre voluntad social (o voluntad de la mayoría o del mayoritario) e interés social (o interés del conjunto de los accionistas), debe quedar claro que, a efectos de interpretación del art. 127bis LSA y, en particular, del deber de fidelidad al que se encuentran sometidos todos los administradores, *no hay que confundir ni identificar automáticamente el interés social con el interés de la mayoría de socios o del socio mayoritario.*

---

*estén más directamente afectados por la decisión de los administradores en el momento de adoptarse ésta, según las circunstancias concurrentes” (274). ”. En contra, ESTEBAN VELASCO (2006b) 113: “en el derecho vigente no tenemos una cláusula expresa que ampare o imponga a los administradores un ejercicio diligente y leal de sus deberes de administración a favor de los plurales grupos de interés de partícipes relevantes o de afectados por la actividad empresarial. No tenemos base expresa para una aproximación multifiduciaria”.*

<sup>35</sup> Véase ARROYO (2003) 709–711: “*Cuando los fundadores constituyeron la sociedad dieron nacimiento a una persona jurídica, que debe ser respetada en su integridad, y no puede ser destruida por la voluntad mayoritaria de los socios o accionistas o disuelta sin más. [...] La sociedad tiene vida propia y no se puede destruir cuando la viabilidad está garantizada o al menos es razonable. Del mismo modo que unos padres, por muy progenitores que sean, no pueden disponer de la vida de sus hijos, tampoco los socios pueden liquidar la vida social cuando existen razones sobradas de viabilidad y mantenimiento*”.

<sup>36</sup> Yerra, en este sentido, BUSTILLO SAIZ (1999) 223 al considerar que “*no existe un interés social en sentido objetivo, fuera del determinado por la mayoría, que se imponga a los socios y frente al cual valorar si se adecua o no el interés concretamente perseguido*”.

<sup>37</sup> En tales casos, la expresión del interés social contenido en los acuerdos de la Junta General vinculará a los administradores, que no deberán realizar un juicio o determinación independiente del interés social, sino que se verán vinculados por el contenido de dichos acuerdos de la Junta.

Al contrario, *el interés social será el de todos los accionistas, o el del conjunto de los accionistas*, por lo que sólo serán conformes al interés social las decisiones del órgano de administración que beneficien al conjunto de los accionistas (que, como veremos enseguida, sólo serán aquellas que maximicen el valor del patrimonio social de manera sostenible, o a largo plazo). Y la determinación o concreción de este interés social —a diferencia de la voluntad social— deberá ahora realizarse en el seno del CdA y conforme a las normas de quórum y de formación de mayorías previstas en los estatutos sociales o en la LSA, en su defecto; sin que ello, de nuevo, nos deba llevar al error de confundir interés social con interés de la mayoría (en este caso, de forma mediata, en función de que la composición del CdA represente la composición del accionariado).

En definitiva, el interés social es el interés del conjunto de los accionistas, determinado por los administradores en el seno del CdA (a falta de manifestación expresa mediante un acuerdo de la Junta General que refleje adecuadamente este interés social) y que no puede confundirse ni asimilarse automáticamente con el interés de la mayoría de socios ni con el interés, en su caso, del socio mayoritario<sup>38</sup>.

En efecto, *el interés de la sociedad* —que, no se olvide, es un contrato plurilateral con aportaciones y ánimo de lucro en el desarrollo de un objeto en interés común de los socios (art. 1665 y 1666 CC y 116 CCom)<sup>39</sup>— *debe entenderse como el interés común de los accionistas o como el interés del conjunto de los accionistas*<sup>40</sup>, que es hacer máxima

---

<sup>38</sup> “Desde el punto de vista formal, la función de la cláusula [de interés social ... es] formular una directiva de conducta que siempre se halla sobreentendida o presupuesta por las partes. Desde un punto de vista material su función es regular las relaciones entre la mayoría y la minoría con el objeto de asegurar que bajo cualquier circunstancia las decisiones que se adopten toman en consideración el interés común de todos los accionistas. Desde un punto de vista operativo, la cláusula obliga a realizar juicios hipotéticos. La legitimidad de las decisiones adoptadas ex post por la mayoría dependerá de si habrían podido ser autorizadas ex ante en régimen de unanimidad. Sólo así se asegura la eficiencia o, lo que es lo mismo, la integridad del contrato [de sociedad]”. PAZ-ARES (1996) 138–139.

<sup>39</sup> Véase PAZ-ARES (1993) 1307–1313, que cuestiona el requisito relativo al ánimo de lucro como requisito indispensable del fenómeno societario (“*nuestro ordenamiento no ha consagrado una relación de correspondencia necesaria entre forma societaria y materia lucrativa*”, 1309). Sí es claro e indiscutible el requisito de que la sociedad se establezca en interés común de los socios. Como indica este mismo autor: “*De ahí se sigue que una sociedad establecida en interés exclusivo de una o varias partes o bien es nula (societas leonina) o bien no es sociedad*” (1333) y “*lo decisivo para que haya sociedad es [...] que haya interés común en el sentido de interés de todos*” pues, en efecto, “*la norma así interpretada [...] consagra] la noción de fin común como elemento vertebrador del concepto de sociedad*” (1334). En este sentido, es interesante el caso de la nulidad de la decisión de una sociedad anónima (Colegio Oak House, S.A.) de donar el principal activo patrimonial de la sociedad a una fundación (Fundación Oak House), que continúa la actividad docente hasta entonces llevada a cabo por la sociedad. En efecto, la decisión es nula por ser contraria al interés social, atentar contra el fin lucrativo esencial de la sociedad y los derechos básicos del socio, como decreta la STS de 29 de noviembre de 2007 (confirmando SAP de Barcelona (Sec. 15ª) de 11 de junio de 2000). Un supuesto similar, aunque con argumentación distinta, se resolvió mediante la STS de 19 de febrero de 1991 (RJ 1991\14512).

<sup>40</sup> En esta misma línea se manifiesta el CUBG (comentario a la recomendación 7) “*el Código opta por una interpretación contractualista, que pone el énfasis en el interés común de los accionistas o, si se prefiere, en el interés del accionista común [...] Por ello aconseja que el objetivo último de la compañía y, por tanto, el criterio que presida la actuación del Consejo sea la maximización, de forma sostenida, del valor económico de la empresa*”. Sobre la configuración del interés social como interés común de los accionistas, que constituye la base de la concepción contractualista de la sociedad anónima, ESTEBAN VELASCO (1982) 584, ALFARO (1995) 51–62; HANSMANN Y KRAAKMAN (2001) 442; JUSTE



la valoración de los activos societarios y, por ende, del patrimonio social<sup>41</sup> –y, en su caso, proceder a su reparto (en forma de dividendos o, eventualmente de cuotas de liquidación)-. Mediante la constitución de la sociedad, los socios han decidido asignar determinados bienes al desarrollo de una actividad con ánimo de obtener beneficios y la cláusula del interés social permite integrar los vacíos en el contrato de sociedad que, por definición será siempre incompleto.

---

(1995) 50–56. La teoría contractualista de la sociedad es la que rige y sobre la que se construye e interpreta nuestra legislación societaria, según ha declarado reiteradamente el Tribunal Supremo, configurando el interés social como la “*suma de intereses particulares de los socios*” [SSTS (Sala de lo Civil) de 5 julio 1986 (RJ 1986\4415), de 19 febrero 1991 (RJ 1991\1512), de 27 octubre 1997 (RJ 1997\7617), de 18 septiembre 1998 (RJ 1998\6545), de 4 marzo 2000 (RJ 2000\1502), de 29 noviembre 2002 (RJ 2002\10400) –si bien esta redacción resulta críptica, por lo que su interpretación ha dado lugar a no poca controversia-. En una interpretación conforme, se ha considerado que “*la Ley, partiendo de una concepción contractualista del interés de la sociedad, contempla el supuesto de colisión del interés de la sociedad, como interés común de los socios, con el interés particular del socio o socios de la mayoría, o el interés más claramente extrasocial del tercero*”, SÁNCHEZ CALERO (2007) 375; y ya antes, SÁNCHEZ CALERO (2005) 656–657. En este mismo sentido, nos parece que la introducción del artículo 127bis LSA y su tenor literal es insuficiente para alterar la doctrina jurisprudencial que, de forma indubitada, configura nuestro ordenamiento societario sobre la base de la teoría contractualista (y descartando, por tanto, la institucionalista, en que cabrían consideraciones más próximas a la apertura del interés social a consideraciones relativas a intereses de terceros y, en particular, a la responsabilidad social corporativa). Implícitamente, en este sentido, al aplicar la doctrina jurisprudencial citada tras la aprobación de la reforma de la LSA por la que se introdujo el artículo 127bis LSA: Auto del Juzgado de lo Mercantil de Cádiz de 17 enero 2004 (AC 2005\162) (FJ 3º.A), STS de 12 de abril de 2007: “*El interés social que defiende el artículo 115.1 no es, efectivamente, el de los accionistas individualmente considerados (sentencias de 29 de noviembre de 2.002 y 20 de febrero de 2.003), sino el común a todos ellos (sentencias de 11 de noviembre de 1.983, 19 de febrero de 1.991, 30 de enero de 2.001 y 29 de noviembre de 2.002), el cual, a modo de cláusula general, permitirá integrar la relación contractual para resolver los conflictos en cada caso concreto*” (FJ 8º) En este mismo sentido, SÁNCHEZ–CALERO GUILARTE (2006b) 905–906, que asigna “*valor relativo [a] la mención al interés o intereses de la sociedad. No creo que su simple introducción en el art. 127bis LSA justifique la opinión a favor de una decisión legislativa consciente y consagrada de una visión pluralista o institucional del interés social*”. De opinión contraria es EMBID (2004a) 26 y (2004b) 61: “*la fórmula clásica de la visión contractualista del interés social («interés común de los socios») ha dejado paso a otra de corte, en apariencia, más institucional, en cuyo seno habrá que cobijar aspectos y vertientes que trasciendan al interés conjunto de los socios*” o, más aún, “[*nada*] impide afirmar que en nuestros días los administradores han de considerar no sólo el objetivo de crear valor para el accionista, sino también el interés de la empresa y los intereses, plurales y diversos, de los grupos de sujetos o entidades organizados en torno a ella”, EMBID (2004b) 60.

<sup>41</sup> PORTELLANO (1996) 22: “*La sociedad únicamente tiene claro un objetivo: maximizar el valor de la empresa, esto es, el valor de la inversión realizada por los socios*”. SÁNCHEZ–CALERO GUILARTE (2006b) 873: “*la maximización del valor de la empresa a favor del accionista ha de ser la orientación a la que ha de adecuarse la conveniencia y defensa del interés social*”. Ya antes, SÁNCHEZ–CALERO GUILARTE (2002) 1708: “*el valor para el accionista sólo debería ser posible allí donde la actividad empresarial dé lugar a un incremento estable del patrimonio neto de la sociedad*”. PAZ–ARES (2001) 1807–1809 y OLIVENCIA (2001) 1793 – 1795, si bien en relación con la polémica que suscitó al efecto la aprobación del informe Olivencia en 1998 y la difícil relación que establecía entre esta concepción contractualista del interés social y los intereses de otros grupos, al introducir consideraciones éticas y de buena fe en la persecución del interés social por parte de los administradores. Cuestiona la solución adoptada por el código Olivencia y mantenida, en sus términos básicos por el CUBG, FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA (2006b) 15, al considerar que el debate relativo al buen gobierno “*pone en juego no sólo una eventual redefinición del interés social, quizás apresuradamente buscada en la teoría financiera de la creación de valor para el accionista –insuficiente para atender por sí sola la complejidad de objetivos y responsabilidades inherentes a la actividad de empresa [...]*”.

Y, por tanto, *el interés de la sociedad es hacer ese beneficio máximo en el largo plazo* (salvo que la sociedad estuviera constituida por tiempo determinado). Esta es la posición de partida del CUBG, que recomienda que *“el Consejo desempeñe sus funciones con unidad de propósito e independencia de criterio, dispense el mismo trato a todos los accionistas y se guíe por el interés de la compañía, entendido como hacer máximo, de forma sostenida, el valor económico de la empresa”* (recomendación 7).

El carácter jurídicamente indeterminado del criterio del interés social no puede llevar a negar su contenido normativo<sup>42</sup>. Tampoco cabe atribuirle una flexibilidad o variabilidad que no posee por el solo hecho de que su aplicación deba ser particularizada a las circunstancias de cada caso<sup>43</sup>.

En este sentido, no puede desdibujarse o minimizarse el contenido del propio concepto de interés social por el hecho de que no sea idéntico para todas las sociedades anónimas cotizadas, ni para una misma sociedad anónima a lo largo del tiempo. De una parte, el interés social se determina en función de múltiples circunstancias de cada sociedad anónima cotizada (tales como su estructura accionarial y de financiación, su estrategia corporativa, su sector de actividad, etc.), por lo que difícilmente nos encontraremos con dos sociedades cotizadas a las que pueda atribuirse idéntico interés social (no existe un interés social abstracto, o *“one size fits all”*).

De otra parte, el interés social identificable en una misma sociedad cotizada variará en función de las circunstancias que afecten a su actividad en cada momento, por lo que la concreción de las acciones más ajustadas al interés social evolucionará en la misma medida en que lo haga la propia sociedad y la actividad económica que desarrolle (interés social como concepto dinámico). Sin embargo, en todos estos casos, *el interés social será siempre el interés del conjunto de los accionistas de la sociedad cotizada (de cada una de ellas, y en cada momento), sin que quepa por ello atribuirle un carácter pluriforme o una geometría variable*. En definitiva, el interés social no se diferencia en nada de otros conceptos jurídicos indeterminados, a los que no puede negarse contenido normativo por el sólo hecho de su necesaria determinación en cada caso.

---

<sup>42</sup> En términos parecidos, se ha abogado por una configuración estable del interés social, al albur de la evolución de los mercados y sus eventuales crisis, por SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE (2002) 1660. Quizá el único límite a esta inmutabilidad del criterio del interés social haya que establecerlo en las situaciones en que la crisis económica avoque a la sociedad anónima a la insolvencia, en cuyo caso la interpretación del interés social deberá trasladar su centro de atención de los accionistas a los acreedores, en cuanto titulares económicos de la sociedad (o titulares del *ultimate financial interest in the company*) [MARÍN DE LA BÁRCENA (2006) 255–256, pero no por las razones dadas por este autor, basadas en una conceptualización del interés social como interés del grupo más directamente afectado por la decisión del CdA, ya criticadas en nota 34 *supra*, sino por el cambio de titularidad económica del patrimonio societario].

<sup>43</sup> En contra de lo que sostiene DUQUE (2006) 281, que le atribuye un contenido *“relativo y que no puede identificarse con el [interés] de la mayoría”*, al considerar que se trata *“de un concepto de interés social de geometría variable”*.

Naturalmente, las decisiones de los administradores en el ejercicio de su cargo afectarán a otros intereses ajenos al de la sociedad (de los trabajadores, los acreedores, los proveedores, la comunidad local y las administraciones públicas), pero el interés social nunca puede comprender a los anteriores<sup>44</sup>. Sin embargo, esto no excluye que la maximización del valor de la sociedad pueda exigir la toma en consideración mediata de estos intereses para valorar su eventual impacto, positivo o negativo, sobre la sociedad<sup>45</sup>; pero sin alterar por ello el contenido del criterio del interés social, circunscrito al interés común de los accionistas<sup>46</sup>.

Todo lo anterior no impide que, en su caso, los accionistas de una sociedad cotizada puedan particularizar, definir o condicionar el interés social en los estatutos (introduciendo una cláusula expresa que defina el interés social) o mediante acuerdos de la Junta General de accionistas en que den instrucciones o directrices al órgano de administración que venga a limitar su discrecionalidad o a imponerle la atención de intereses de terceros<sup>47</sup>. En cualquier caso, con carácter general, resultará siempre

---

<sup>44</sup> Lo que no significa que no existan disciplinas y normas jurídicas, al margen del derecho societario, que se dediquen a proteger esos intereses, véase ALFARO (1995) 53 y 63–65. También SÁNCHEZ–CALERO GUILARTE (2006b) 888: “*la protección o derechos de los stakeholders no es función propia del Derecho de sociedades anónimas, sino de otras disposiciones (las laborales, las concursales, etc.)*”.

<sup>45</sup> En términos parecidos, ESTEBAN VELASCO (2001) 55: “*lo que no parece discutible es la posibilidad de que las sociedades pudieran proceder en sus estatutos (que sería el marco regulador adecuado) a una formulación pluralista del interés social, de acuerdo con la complejidad de los objetivos de la empresa*”; e *ib.* (2006b) 113: “*Nada se opone a que sea perfectamente realizable por los administradores cualquier exigencia de responsabilidad social que simultáneamente contribuya a mejorar la rentabilidad de los accionistas. Por ello deben reconducirse a esta perspectiva todas aquellas orientaciones sobre la responsabilidad social corporativa que sean instrumentales, mediatas o reflejas respecto a la rentabilidad económica prioritaria de los accionistas (propietarios). En suma, la cuestión no parece discutible en tanto se considera a la RSC como una variable que contribuye a la creación de valor para el accionista al mismo tiempo que satisface los intereses de otros grupos de implicados y deriva de las modificaciones de conducta de consumidores e inversores*”.

<sup>46</sup> SÁNCHEZ–CALERO GUILARTE (2002) 1720: “*Sin perjuicio de que esa acción social beneficie intereses más o menos amplios, no cabe duda de que éstos están situados fuera del ámbito societario, dentro del cual la correcta actuación de los administradores seguirá dependiendo de la satisfacción de los intereses comunes de los accionistas*”. Pero esto es muy distinto de lo que sugiere EMBID (2006a) 27–28 quien, a nuestro juicio, malinterpreta una recomendación (cuestionable) del CUBG, que introduce confusión al matizar el criterio básico de la recomendación 7 y recomendar que el CdA “*vele asimismo para que en sus relaciones con los grupos de interés (stakeholders) la empresa respete las leyes y reglamentos; cumpla de buena fe sus obligaciones y contratos; respete los usos y buenas prácticas de los sectores y territorios donde ejerza su actividad; y observe aquellos principios adicionales de responsabilidad social que hubiera aceptado voluntariamente*”. En definitiva, es errónea la postura intermedia de “*considerar que el interés social es el del conjunto de socios, pero que su logro no debe obtenerse perjudicando el de los trabajadores, los acreedores o el interés general, los cuales deben ser tenidos en cuenta por los administradores*”, DÍAZ ECHEGARAY (2004) 147, pues introduce una necesidad de ponderar o condicionar el criterio del interés social que resulta ajena a la dicción del art. 127bis LSA.

<sup>47</sup> En este mismo sentido, ESTEBAN VELASCO (2006b) 113: “*Nada impide que en el terreno de la autorregulación, por tanto, de las políticas sociales de base voluntarista, se puedan incorporar cláusulas de consideración de otros grupos de interés*”. Sobre la posibilidad de que la Junta imparta directrices al

impracticable contemplar de manera exhaustiva todas las posibles concreciones del interés social. Ante el silencio de los estatutos sociales y la inexistencia de otras directrices que puedan vincular al órgano de administración, el cumplimiento del deber de diligencia (ordenado empresario) de los administradores vendrá a reforzar el rechazo a la atención de intereses de terceros en la adopción de decisiones societarias.

Pensemos en cualquier caso en que el interés social (entendido estrictamente como el del conjunto de los socios) pueda alcanzarse por dos vías. La primera de ellas supone un coste más elevado para la sociedad, pero permite una posición más garantista de intereses de otros *stakeholders*; mientras que la segunda implica una menor exigencia de recursos sociales, pero resulta menos deseable desde una perspectiva social o medioambiental. En la medida en que ambas opciones sean legales y no generen un impacto negativo significativo en el valor del patrimonio social (que, en su caso, debería incluirse en la valoración de las distintas opciones en aras a obtener una estimación adecuada de su coste real, no sólo monetario, para la sociedad), el deber de administración diligente exige que los administradores se decanten por la segunda de las opciones disponibles, en la medida en que es más eficiente y supone una mejor asignación de los recursos societarios.

No obstante, en la medida en que entra dentro de la discrecionalidad del administrador el optar por una u otra alternativa (*business judgment*), y ello suele exigir la consideración de otras variables o circunstancias que difícilmente son objetivables y que tienen un impacto imprevisible en la determinación del coste real de los distintos proyectos, hay que otorgar amplia discrecionalidad al órgano de administración. Por otra parte, el análisis *ex post* de tales circunstancias imprevisibles no debe servir a los efectos de valoración de las decisiones del órgano de administración ni para justificar su

---

órgano de administración, véase MORILLAS JARILLO (2002) 159, 162 y 447–449 y las referencias allí citadas. En contra de la posibilidad de dictar instrucciones a los administradores, por el respeto a las funciones de gestión y representación que les atribuye la LSA, SÁNCHEZ CALERO (2007) 56–59. En cualquier caso, entendemos que la posible concreción estatutaria del interés social o las eventuales instrucciones al CdA en ningún caso impiden que, frente a terceros, esta restricción de los medios disponibles para la administración pueda no resultar oponible (art. 129 LSA) sino que, eventualmente, su incumplimiento vendrá a generar responsabilidad de los administradores. En definitiva, “*el derecho societario sería un verdadero caos si se aceptase lo contrario, olvidando los efectos de toda actuación representativa en su ámbito*” [SSTS 21 de septiembre (RJ 1997\7933) FJ 4º, y de 5 noviembre 1997 (RJ 1997\8095) FJ 4º]. Véanse también RDGRN de fecha 11 de noviembre 1991 y 11 de marzo 1992. En la primera de ellas: “*Si bien es cierto que el objeto social constituye el punto de referencia obligado para determinar el límite del poder de representación de los administradores, los medios que estos pueden utilizar no tienen más límites que los derivados de la ley, la moral y el orden público, aparte, claro es, su necesaria coherencia con el objeto social o, lo que es lo mismo, su utilidad para lograrlo. Ahora bien, debe tenerse en cuenta que la conexión de un acto con el objeto social no es sencilla en general, a priori, ya que esa conexión tiene en algún aspecto matices subjetivos –sólo conocidos por el administrador– participa en muchas ocasiones del factor riesgo, implícito en los negocios mercantiles, y suele precisar del conveniente sigilo para no hacer ineficaces –por públicas– determinadas decisiones empresariales que pretenden por medios indirectos resultados negociales propios del objeto de la sociedad que representan [...N]o puede el tercero asumir la carga de interpretar la conexión del acto que va a celebrar con el administrador, con un objeto social redactado unilateralmente por la otra parte contratante – artículo 1258 CC– por lo que normalmente es la entidad, y a posteriori, la única legitimada para contrastar esa conexión y exigir las responsabilidades procedentes al administrador que hubiese realizado actos desconectados del interés social o, incluso, la anulación del acto si ese resultase claramente contrario al interés social”]. Véanse también SÁENZ GARCÍA DE ALBIZU (1990) 239–278 y SÁNCHEZ RUS (1996) 2449–2450.*

responsabilidad frente a la sociedad o frente a terceros (que, por lo demás, sólo nacerá en aquellos casos en los que se provoca un daño).

Es en ese sentido en el que *entendemos que los intereses de terceros, ajenos al ámbito estrictamente societario, quedan fuera del concepto de interés social y, por tanto, no pueden condicionar la actuación del CdA –en ausencia de mención estatutaria o de otra manifestación expresa de la voluntad social (a través de instrucciones de la Junta General que resulten vinculantes para los administradores)-*. La promoción de los intereses de terceros y el establecimiento de los incentivos que hagan que la primera de las opciones sea preferible desde un punto de vista estrictamente societario (a través de esquemas fiscales, o de otros mecanismos de incentivo positivo o negativo de la actuación de los particulares), pertenecen a la esfera de lo público y deben ser objeto, en su caso, de otras disciplinas jurídicas (Derecho laboral, medioambiental, administrativo, fiscal, etc.) pero no pueden incrustarse en el Derecho privado y, particularmente, en el Derecho societario –que está basado en principios radicalmente diferentes, como el de la libertad de pactos y el respecto al derecho de propiedad privada-.

En definitiva, esta concepción “clásica” o estricta del interés social, es inescindible de la configuración de la sociedad anónima desde una perspectiva contractual, y viene a limitar los problemas de gobierno corporativo al ámbito estrictamente societario, con exclusión de cualquier influencia de tendencias propias de la conocida como responsabilidad social corporativa. Desde esta perspectiva, el ámbito propio de la *corporate governance* se limita a las cuestiones atinentes a los problemas de gestión social y a sus efectos sobre los accionistas, la propia sociedad y sus órganos.

Y es a este ámbito al que hay que limitar las instituciones propias del buen gobierno societario y –en lo que a nosotros nos importa- el debate relativo a los consejeros independientes. Sólo será necesaria la adopción de esta institución de gobierno corporativo en la medida en que su ausencia dificulte o impida que el órgano de administración desarrolle adecuadamente su función de gestión conforme al interés social, o mejor, en la medida en que su presencia pueda contribuir de manera efectiva a una mejor gestión de la sociedad anónima cotizada en persecución del interés social, entendido como el del conjunto de los socios<sup>48</sup>.

---

<sup>48</sup> En términos parecidos, ESTEBAN VELASCO (2001) 40, que considera que, en cualquier caso, su contribución será indirecta y se muestra escéptico sobre su efectividad.

### 3. EL MERCADO ESPAÑOL DE CONTROL DE EMPRESAS: PARTICULARIDADES DEL GOBIERNO CORPORATIVO EN ESPAÑA

Como hemos indicado, en materia de *corporate governance* resulta especialmente necesario contextualizar la propuesta de adopción de soluciones desarrolladas en ordenamientos jurídicos foráneos. Cualquier disparidad significativa en la realidad en que deban insertarse las soluciones traídas de otros ordenamientos o entornos—o en los problemas hacia cuya resolución se encaminen— desvirtuará en gran medida la idoneidad de dicha adopción. En este sentido, debemos subrayar que la estructura de propiedad de las sociedades cotizadas españolas condiciona de manera determinante la eficacia de las instituciones y de los mecanismos de gobierno societario<sup>49</sup>. A diferencia de lo que ocurre en otros mercados, los españoles exhiben un considerable grado de concentración de la propiedad de las sociedades cotizadas<sup>50</sup>, y ello puede dificultar la implantación en nuestro ordenamiento jurídico de soluciones pensadas para los problemas que se suscitan en entornos en los que no hay accionistas de control y la propiedad del capital de las sociedades se halla mucho más diseminada en los mercados.

En particular, la concentración de la propiedad de las sociedades cotizadas hace que la conocida separación entre la propiedad y el control<sup>51</sup>, que ha movido y motivado gran parte de las reformas societarias en los sistemas angloamericanos, no exista (o sólo

---

<sup>49</sup> CUERVO GARCÍA, FERNÁNDEZ Y GÓMEZ ANSÓN (2002) y ESTEBAN VELASCO (2001) 15. De manera clara, GARRIDO (2007) 46–47: la estructura accionarial es “*el dato económico más relevante a la hora de definir un modelo de gobierno societario, ya que los problemas que se experimentan en sociedades de propiedad dispersa son distintos de los problemas que existen en las sociedades de propiedad concentrada*”. También RECALDE (2003) 54: “*no cabe duda [...] de que la regulación sobre el gobierno de las sociedades debe tener en cuenta la estructura de la propiedad accionarial de aquellas empresas sobre las que se pretenden aplicar sus propuestas*”. En el mismo sentido, HOFSTETTER (2005–2006) 597 pone de manifiesto que las normas de gobierno corporativo no tienen por qué ser las mismas para sociedades abiertas y cerradas, en la medida en que la distinta estructura accionarial plantea diversos problemas y reclama soluciones diferentes. Igualmente, DALLAS Y SCOTT (2006).

<sup>50</sup> Los datos relativos a la concentración de la propiedad de las sociedades cotizadas españolas varían en función de la fuente y del periodo estudiado, pero esta característica general de nuestro mercado de valores se destaca de manera unánime en todos los estudios consultados y permanece a lo largo del tiempo; véanse GALVE GÓRRIZ Y SALAS (2006); SANTANA MARTÍN Y AGUIAR DÍAZ (2004) 21–27; REYES RECIO (2001) 150–153 y (2002) 121–122; CRESPI CLADERA Y JANSSON (2004) 19–30; CRESPI CLADERA Y GARCÍA–CESTONA (2001) y (2002) 127–130; CUERVO CAZURRA (1998) 15; MCKEAN (2003) 108–109; GARRIDO (2002) 72–75 y (2007) 46–47, que enfatiza la diferencia de estructura accionarial entre Estados Unidos y Europa, pese a una cierta convergencia en los últimos años. Un estudio más detallado de la tendencia dinámica a la “*superconcentración de la propiedad de las sociedades cotizadas españolas*” (dados los incentivos a la colaboración entre los cinco accionistas con mayor proporción del capital social) en LEECH Y MANJÓN (2002) 164–168 y (2003) 851–857. La misma situación está presente en la mayoría de los mercados asiáticos, HAN (2003) 357 y 365–366.

<sup>51</sup> BERLE Y MEANS (1967) y, desde otra perspectiva, JENSEN Y FAMA (1983).

de manera muy matizada) entre las sociedades españolas<sup>52</sup>. En efecto, sólo un reducido porcentaje de las grandes sociedades anónimas españolas que cotizan en los mercados de valores presentan una estructura de propiedad difusa, e incluso en algunas de ellas existe un accionista con una participación que –aunque minoritaria- le confiere una influencia significativa que le permite hacerse cargo de la administración de la sociedad. Respecto de la mayoría de las sociedades cotizadas, en cambio, existe una participación de control que permite al accionista o grupo de accionistas titulares de las mismas asumir o intervenir directamente en la gestión o administración de la compañía, por lo que la separación entre propiedad y gestión es una situación relativamente marginal en la realidad del mercado español.

La existencia de una elevada concentración de la propiedad de las sociedades cotizadas en el mercado español de valores no significa, naturalmente, que no exista un mercado de control societario. Sin embargo, esa circunstancia condiciona de manera muy relevante su funcionamiento y hace que en él se suscite una problemática diversa a la que se plantea en los mercados de valores en los que la propiedad de las acciones se encuentra muy diseminada entre los inversores. En vista de esta importante particularidad del mercado de valores español (que lo diferencia claramente de los mercados americanos y británicos, y lo configura, en cierto modo, de manera más similar a otros mercados europeos continentales), la mera extrapolación de ideas y planteamientos sobre la eficacia del mercado de control societario –que son plausibles para otros mercados- no tiene sentido en el mercado español<sup>53</sup>. La concentración de la propiedad de las acciones de las sociedades cotizadas dificulta las tomas de control mediante oferta pública de adquisición (OPA) y facilita las operaciones de adquisición

---

<sup>52</sup> ESTEBAN VELASCO (2001) 16–19 y RECALDE (1999) 175. Como acreditan LA PORTA, LÓPEZ-DE-SILANES Y SHLEIFER (1999) la propiedad difusa del capital de las sociedades sólo existe en aquéllos mercados en los que existe una protección adecuada a los derechos del accionista.

<sup>53</sup> Aunque la mayor parte de nuestra doctrina económica sigue otros derroteros (trasladando los modelos teóricos norteamericanos e insertando en ellos, sin más, los datos y la realidad empírica de las sociedades cotizadas españolas). Véanse FERNÁNDEZ Y GÓMEZ (1999); LOZANO, DE MIGUEL Y PINDADO (2004 y 2005); LOZANO (2005); SEGURA (2004) 138, GÓMEZ-ANSÓN (1998) y FERNÁNDEZ, GÓMEZ-ANSÓN Y FERNÁNDEZ-MÉNDEZ (1998). A nuestro juicio, la concentración de la propiedad no es un mecanismo de corrección de un problema de agencia sino que determina una situación en la que el eventual problema de agencia se plantea en otros términos, de modo que su análisis teórico tiene un error de partida insalvable en su aplicación a la realidad española. Todo puede venir de una lectura equivocada de DEMSETZ Y LEHN (1985) 1174, que apunta precisamente a los nuevos problemas que el cambio en la estructura de propiedad puede suscitar (“*A decision by shareholders to alter the ownership structure of their firm from concentrated to diffuse should be a decision made in awareness of its consequences for loosening control over professional management*”).

societaria mediante la compra de paquetes de control<sup>54</sup>. En suma, la concentración del capital de las sociedades cotizadas constituye un elemento crucial que ha de condicionar el análisis de las cuestiones de gobierno corporativo.

En particular, en lo que afecta a la institución de los consejeros independientes, *esta concentración del capital de las sociedades cotizadas españolas viene a cuestionar definitivamente la función primordial que su inserción en el CdA está llamada a cumplir*<sup>55</sup>; y que analizamos en la sección siguiente.

#### 4. EL PROBLEMA DEL ÓRGANO DE ADMINISTRACIÓN EN EL MARCO DEL GOBIERNO CORPORATIVO EN ESPAÑA

La concentración de la propiedad de las acciones de las sociedades cotizadas en los mercados de valores españoles configura un entorno en el que es probable que el CdA se encuentre en una relación demasiado estrecha con el accionista o accionistas mayoritarios<sup>56</sup>. No será infrecuente que estos últimos participen en el órgano de administración de la sociedad, sea directamente como consejeros, o indirectamente a través de personas por ellos designadas (consejeros dominicales), y que tengan una influencia muy significativa en la designación de los directivos de la empresa que vayan a integrarse en el CdA (consejeros ejecutivos). Lo anterior hace que *no pueda hablarse de una separación entre la propiedad y la gestión (por los administradores) de la sociedad: el CdA es controlado por los accionistas de control y sólo cabrá hablar de un eventual desamparo y desprotección de los accionistas minoritarios*<sup>57</sup>.

---

<sup>54</sup> CRESPI CLADERA Y GISPERT (2002).

<sup>55</sup> En efecto, ya se cuestionó la eficacia de la figura de los consejeros independientes en las sociedades cotizadas españolas, por la mayor concentración de su capital. Véase ESTEBAN VELASCO (1999) 191: *“para este tipo de sociedades el sentido y papel de los consejeros independientes tal como aparece diseñado en la teoría (de la agencia) queda notablemente amortiguado en la práctica”*.

<sup>56</sup> CUERVO CAZURRA (1998) 15 y 17. Esta situación es radicalmente distinta de la existente en los mercados de valores angloamericanos, en que originariamente se ha desarrollado la institución de los consejeros independientes. En dichos mercados, la dispersión del capital de las sociedades cotizadas elimina esta cercanía entre accionistas de referencia y genera una separación entre propiedad y gestión (o control) de la sociedad que da lugar a un conflicto de agencia a cuya neutralización se orienta la institución de los consejeros independientes.

<sup>57</sup> Alerta frente al riesgo de una traslación acrítica del paradigma de separación de propiedad y control a nuestro mercado, CUERVO CAZURRA (1998) 11: *“Sin embargo, las reformas basadas en estos supuestos no son aplicables a las empresas en España donde existe, por un lado, una elevada concentración de accionistas y poca separación de propiedad y control y, por otro, el control del consejo por los grandes accionistas. El problema de los consejos en España no es el conflicto entre directivo y*



Por tanto, el principal problema a que deberán orientarse las normas de gobierno corporativo españolas es el de un eventual conflicto entre accionistas significativos o mayoritarios y accionistas dispersos<sup>58</sup>; mientras que en mercados con una menor concentración del capital, el núcleo de la *corporate governance* se centrará en el potencial conflicto entre accionistas (dispersos) y administradores. Este distinto enfoque de la problemática derivada de la gestión societaria condicionará de manera fundamental las soluciones a adoptar en cada uno de estos escenarios que, en todo caso, deberán fundamentarse en la promoción y consecución del interés social.

En definitiva, el peso del accionista o accionistas de control en la designación de los integrantes del CdA, y el posible conflicto de sus intereses con el interés social, plantea el escenario en el que cabe analizar las posibles funciones de los consejeros independientes. La participación de los accionistas de control en la administración de la sociedad, bien sea mediante su influencia en el nombramiento de los directivos encargados de su gestión bien, formalmente, mediante el nombramiento de los miembros del CdA, suscita el problema de que éstos últimos puedan intervenir en la sociedad con el propósito de satisfacer los intereses de los accionistas que les han designado y no el interés social. Como hemos visto, el interés del accionista o accionistas mayoritarios no es necesaria ni automáticamente el interés social (*supra* §2), aunque aquéllos puedan designar un número elevado de consejeros en atención a su elevada participación en el capital de la compañía –consejeros que serán ejecutivos o no, pero que son en todo caso considerados dominicales en el sentido de haber sido designados por el titular de un paquete significativo-. Huelga advertir que *el carácter dominical de los administradores se predica exclusivamente respecto de la influencia en su nombramiento de un determinado accionista, pero que ello en nada puede alterar su régimen jurídico y sus deberes y, sobre todo, la obligación de comportarse siempre de manera leal al interés social, entendido como el interés del conjunto de los socios.*

No obstante lo anterior, pueden surgir situaciones conflictivas en las que el consejero actúe en la práctica ignorando el interés social y, aunque las reglas societarias en materia de conflicto de intereses (art. 132.2 LSA) y, en última instancia las acciones de responsabilidad (art. 133 a 135 LSA) proporcionan instrumentos para atajar esas

---

*accionista, sino el existente entre accionista mayoritario y minoritario, donde el accionista mayoritario puede obtener beneficios privados”.*

<sup>58</sup> POLO (1996) 2269–2272 y 2283–2286.

actuaciones, se plantea la posibilidad y la conveniencia de diseñar mecanismos de gobierno corporativo que *ex ante* eviten dichas situaciones<sup>59</sup>. En efecto, frente a la posible reacción *ex post* de los accionistas para separar al consejero en conflicto de intereses o, en caso de daño, para reclamarle responsabilidad a través de la acción social, se articula la posibilidad de regular la composición del CdA con el propósito de evitar ese conflicto. De esta manera, mediante la limitación de la excesiva influencia de los accionistas de control en el nombramiento de los integrantes del órgano de administración se vendría a reforzar la persecución del interés social<sup>60</sup>. La figura de los consejeros independientes surge, por tanto, como mecanismo de compensación o minimización de los potenciales conflictos de intereses en que se encuentran los otros tipos de consejeros<sup>61</sup>.

De una parte, los consejeros ejecutivos se ven afectados por el posible conflicto de interés entre la gestión de la sociedad en el mejor interés de los accionistas –en persecución, pues, del interés social- y la gestión de la sociedad en su propio beneficio o en atención a sus propios intereses (o, en el caso español y por la concentración de la propiedad, de los accionistas significativos que los hayan nombrado). Situación que puede dar lugar al conflicto de interés “clásico” entre agente y principal, derivado de la disociación entre propiedad y gestión propia de las sociedades de capital y, en particular, de las sociedades cotizadas.

De otra parte, los consejeros dominicales se ven afectados por el potencial conflicto de interés entre el ejercicio de su cargo a favor de la totalidad de los accionistas –de nuevo, la persecución del interés social- y el ejercicio a favor del accionista que los haya designado, con quien mantienen una relación de especial proximidad y confianza<sup>62</sup>. Esta situación da lugar a un (potencial) conflicto de interés

---

<sup>59</sup> Sobre la existencia de mecanismos *ex ante* y *ex post* de gobierno corporativo, véase KRAAKMAN ET AL (2004) 27–28.

<sup>60</sup> “*Se desplaza el problema de control y supervisión hacia el comportamiento de los accionistas o grupos de control mayoritarios, que a su vez detente el poder en los órganos de gestión en la empresa.*” CRESPI CLADERA y GARCÍA-CESTONA (2002) 124. En términos análogos, CRESPI CLADERA (2002) 41.

<sup>61</sup> CUERVO-CAZURRA (1998) 19, en términos generales, indica que: “*el objetivo de las reformas [en la composición del CdA] es la protección de los derechos de los accionistas minoritarios frente a los accionistas mayoritarios y los directivos, así como el aumento de la eficiencia de la operativa del consejo*”. También GARRIDO (2007) 42, aunque descuida a los consejeros dominicales.

<sup>62</sup> Relación que probablemente pueda configurarse jurídicamente como de mandato o representación, en función del caso, y que viene a cuestionar la posibilidad de que el consejero cumpla con el mandato de fidelidad a la sociedad regulado en el artículo 127bis LSA. Aparentemente en contra.

entre accionistas mayoritarios y minoritarios o, entre accionistas de control y accionistas dispersos, derivado de la posibilidad de apropiación de rentas de que gozan los accionistas mayoritarios (más conocidos como beneficios privados del control)<sup>63</sup>.

## 5. LOS CONSEJEROS INDEPENDIENTES COMO VALEDORES DEL INTERÉS SOCIAL: ¿QUÉ SON Y QUÉ NO SON LOS CONSEJEROS INDEPENDIENTES?

Frente a la existencia de la doble tipología de conflictos de interés que se acaba de ver (de entre los que el segundo será el más específico o el que se dé con mayor intensidad en los CdA de las sociedades cotizadas españolas, a la vista de la situación descrita *supra* §3), la institución de los consejeros independientes surge como un mecanismo re-equilibrador o de neutralización idóneo<sup>64</sup>.

En efecto, presumiblemente en la medida en que se trate de consejeros desvinculados de la gestión societaria y de los accionistas, los independientes estarán en una buena posición para hacer valer el interés social. Para ello, deben establecerse determinados criterios formales que tiendan a garantizar la inexistencia de vínculos que puedan situar a estos consejeros en una posición de potencial conflicto con el interés

---

aunque con las mismas reservas en torno a la posibilidad de que esta relación sea propiamente de representación y, en definitiva, pueda llegar a desvirtuar el deber de fidelidad a que se encuentran sometidos todos los consejeros, ESTEBAN VELASCO (2006b) 94–96 y 111: “*No estamos aquí en el ámbito de la representación (entendida como mecanismo jurídico por el que la voluntad formada y declarada por un sujeto [el representante] produce sus efectos en un sujeto distinto [el representado] y que como regla general tiene el fin de realizar los intereses del representado). El órgano de representación de la sociedad –persona jurídica (y no de los accionistas)- es el CdA y su pauta de actuación es el interés de la sociedad [...] Ni siquiera en el caso «fuerte» de la representación proporcional del derecho español [...] se rompe el principio de la vinculación de los consejeros al interés social, cualquiera que sea su procedencia*”. En términos similares, MATEU DE ROS (2007a) 209–210, que niega que la representación exista “*en el sentido técnico de la palabra*”. En cualquier caso, se plantea una difícil situación para el consejero en caso de nombramiento conforme al artículo 137 LSA. Sobre el derecho de representación proporcional, véanse MARTÍNEZ SANZ (1992), esp. 15–32, y ALCOVER GARAU (1994) 83–88.

<sup>63</sup> CUERVO CAZURRA (1999) 37 describe la importancia de estos beneficios privados en el caso en que los accionistas de control son bancos: “*El análisis empírico muestra que el control bancario, la presencia continua de un banco entre los tres accionistas más importantes, está positivamente relacionada con el endeudamiento de la empresa y la deuda bancaria y negativamente relacionada con su liquidez o independencia financiera. El control de la empresa por el banco le permite al banco inducir la sustitución de fuentes alternativas de capital por sí mismo y obtener beneficios privados*”. Véase también DÍAZ DÍAZ Y GARCÍA OLAYA (2002).

<sup>64</sup> Pese a que la aparición de los consejeros independientes en el ámbito anglosajón se orientase a la neutralización de primer tipo de conflicto de interés (i.e. propiedad-gestión), y en términos abstractos, no parece que haya que excluir su idoneidad teórica para actuar como elemento de neutralización de este segundo tipo de conflicto de interés (i.e. mayoría-minoría, o socios de control-accionistas dispersos). No obstante, su configuración y régimen jurídico deberían adecuarse a la distinta finalidad que su presencia en el CdA de la sociedad cotizada española está llamada a cumplir.

social, asegurando su independencia o autonomía de criterio. Sin embargo, como la experiencia demuestra con otras instituciones societarias a las que se exige independencia (v. gr., auditores de cuentas<sup>65</sup>), esta aproximación puede presentar algunas deficiencias, en la medida en que se encuentra limitada por su rigidez y casuismo.

Por otra parte, la configuración actual de los consejeros independientes en las recomendaciones de buen gobierno vigentes en España (CUBG) –o el desarrollo de propuestas de modificación de estas recomendaciones en determinadas direcciones– podría suscitar nuevos conflictos de interés que cuestionarían la idoneidad de la presencia de este tipo de consejeros en los CdA de las sociedades cotizadas. Por tanto, no sólo debe tratar de definirse el conjunto de criterios que tiendan a preservar su capacidad de actuación incondicionada, sino que hay que prestar especial atención a las funciones que se pretenda atribuir a estos consejeros para evitar reproducir situaciones de posible conflicto de interés análogas a las que se han expuesto en relación con los otros tipos de consejeros.

Conviene, en todo caso, y con carácter preliminar, sentar el concepto de los consejeros independientes para entender mejor su posición y posibilidades de actuación en el seno del CdA, antes de asignarles funciones que resulten incompatibles con su deseada independencia –y, en última instancia, con la promoción del interés social–.

### **5.1. CONCEPTO Y REQUISITOS DEL CONSEJERO INDEPENDIENTE**

La definición de independencia en el ámbito del CdA, o de consejero independiente, plantea algunas dificultades. Generalmente, la independencia del consejero se determina en términos relativos o por oposición a la situación en que se encuentran otros consejeros. Así, la independencia se puede asociar, con carácter general, con alguna de las siguientes tres concepciones: el consejero independiente como *consejero desinteresado* (por oposición a los consejeros que se encuentren en conflicto de interés<sup>66</sup>, y en especial por oposición a los consejeros dominicales, en el caso de sociedades cotizadas españolas), el consejero independiente como *supervisor objetivo*

---

<sup>65</sup> El mismo paralelismo en ESTEBAN VELASCO (2001) 36.

<sup>66</sup> GORSLINE (1989).

(de la actuación de los consejeros ejecutivos), o el consejero independiente como *profesional* (o casi como consultor o asesor del resto de miembros del CdA y de los directivos<sup>67</sup>). Cada una de estas concepciones viene a ser un intento de superación de la anterior, y refleja un aspecto concreto de la independencia que el buen gobierno exige de los consejeros de sociedades anónimas cotizadas; pero ninguna alcanza a sintetizar todos los aspectos de un concepto funcional de consejero independiente<sup>68</sup>.

Quizá por la dificultad de alcanzar un concepto claro, unívoco y omnicompreensivo de las condiciones que garantizan su independencia<sup>69</sup>, la definición del consejero independiente se aborda, generalmente, en sentido negativo, o por oposición con el resto de miembros del CdA –a los que es más fácil identificar por las relaciones que mantienen bien con algunos accionistas, bien con la dirección de la sociedad-. Así, se determina que un consejero será independiente cuando no sea ejecutivo ni dominical (ni esté afectado por relaciones análogas con la sociedad, sus accionistas o directivos, en cuyo caso surge la residual y conflictiva categoría de los “otros consejeros externos”, *infra* §5.3).

Esta es la aproximación seguida –aunque de forma un tanto implícita- por el CUBG, que define a los consejeros independientes en los siguientes términos: “*se considerarán consejeros independientes aquellos que, designados en atención a sus condiciones personales y profesionales, puedan desempeñar sus funciones sin verse condicionados por relaciones con la sociedad, sus accionistas significativos o sus directivos*” (CUBG, III.5). Dada la amplitud y vaguedad de esta definición, de la que no es fácil aprehender el concepto de consejero independiente, y por un criterio de funcionalidad, es necesario definir aquellas relaciones con la sociedad, sus accionistas

---

<sup>67</sup> CHEFFINS (1997) 604–605.

<sup>68</sup> En relación con la realidad estadounidense, en que se han ido desarrollando estas tres aproximaciones a la institución del consejero independiente, véase la nota *Beyond «Independent» Directors* (2005-2006) *passim*.

<sup>69</sup> Ya tempranamente se puso de manifiesto que el concepto de independencia no está claro, ni adquiere el mismo significado para todos sus promotores; BRUDNEY (1982) 597. Recientemente, ha intentado aclarar el contenido de este concepto MARCHESANI (2005) 335, que vincula la independencia del consejero a su autonomía de actuación (o a su actuación no condicionada, en términos similares a los utilizados en la definición contenida en el CUBG, *infra* §5.1).

significativos o sus directivos que desvirtúan la independencia del consejero y, por tanto, impiden su consideración como independiente<sup>70</sup>.

El establecimiento de estas condiciones requiere un casuismo y grado de detalle bastante elevados, que permitan establecer las principales situaciones que pueden condicionar la actuación del consejero pretendidamente independiente. Para ello y siguiendo la Recomendación 2005/162/CE (Anexo II), el CUBG establece hasta nueve factores enervantes de la condición de independencia de los consejeros, por la proximidad en que sitúan al consejero independiente respecto de la sociedad, sus accionistas significativos o sus directivos, basándose en relaciones pasadas de empleo, dirección o prestación de servicios con la sociedad, en relaciones personales o profesionales del pretendidamente independiente con los directivos o accionistas; así como en aspectos puramente formales como su nombramiento o renovación a propuesta de la Comisión de Nombramientos del CdA<sup>71</sup>.

Sin embargo, la del CUBG (como cualquier otra que pudiera elaborarse<sup>72</sup>) no puede considerarse una enumeración exhaustiva de los factores enervantes de la independencia del consejero, puesto que siempre podrán existir lazos de afinidad o relaciones interpersonales imposibles de capturar por cualquier indicador externo de vinculación con la sociedad, sus accionistas significativos o sus directivos<sup>73</sup>. Por otra

---

<sup>70</sup> Véase ESTEBAN VELASCO (2006b) 97–98 y (2007) 513–514, que configura la técnica legal como definición de una cláusula general y el establecimiento de grupos de casos que excluyen la idoneidad del consejero para su nombramiento o renovación como consejero independiente. Sin embargo, pese a su esfuerzo por configurar la cláusula general como un criterio de valoración de la independencia de los consejeros que no se encuentren afectados por ninguna de las circunstancias concretas de los distintos grupos de casos, entendemos que su aplicabilidad práctica será muy reducida (tanto por lo prolijo de los casos definidos, como por las dificultades de interpretación de la etérea cláusula general).

<sup>71</sup> Para un análisis en mayor detalle de cada una de estas circunstancias, véanse ESTEBAN VELASCO (2006b) 98–103 y (2007) 516–525, o MATEU DE ROS (2007a) 236–242. Critica el excesivo casuismo, SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE (2006a) 56–58.

<sup>72</sup> Véase artículo 422 de la PCSM (prohibiciones para ser miembro independiente del Consejo de administración).

<sup>73</sup> La jurisprudencia comparada ya ha dado signos relativos a la necesidad de tener en cuenta estos lazos de afinidad o amistad entre consejeros que puedan desvirtuar su independencia. Sin embargo, el test legal aún está por definir y su apreciación estará siempre necesariamente influenciada de manera determinante por las circunstancias del caso concreto. Véase GELB (2006) 139–149, que describe la evolución de la jurisprudencia del Tribunal Supremo de Delaware [casos *Beam v. Steward*, 845 A.2d 1040 (Del. 2004) e *In re Oracle Corp. Derivative Litigation*, 824 A.2d 917 (Del. Ch., 2003), *appeal denied*, *Oracle Corp. v. Barone*, 829 A.2d 141 (Del. 2003)]. En relación con este último caso, y con otros dos pronunciamientos en el mismo sentido [*In re Walt Disney Co. Derivative Litig.*, 825 A.2d 275 (Del. Ch., 2003) y *Hollinger Int'l, Inc. v. Black*, 844 A.2d 1022 (Del. Ch., 2004)], véase FINK (2006) 457, que urge en la necesidad de tener en cuenta los vínculos sociales de consejeros a efectos de evaluar su independencia y que, sin embargo, reconoce que la propuesta es paternalista y que su ejecución requeriría

parte, dada la necesidad de establecer indicadores externos de independencia, la definición funcional empleada podrá negar la condición de independientes a consejeros que se encuentren de hecho en situación de desempeñar sus funciones sin verse afectados por sus relaciones con la sociedad, sus accionistas significativos o sus directivos. Por ello, quizá merezca la pena profundizar –en la medida de lo posible– en lo que es y en lo que no es un consejero independiente, a efectos de alcanzar una idea algo más concreta de su concepto.

*A. ¿Es un componente obligatorio del CdA?* Se trata de una cuestión vinculada al valor o fuerza normativa de las normas de buen gobierno corporativo. Dada la voluntariedad formal del CUBG y la ausencia de regulación de la figura de los consejeros independientes en las normas vinculantes de gobierno corporativo (*i.e.* Derecho de sociedades y del mercado de valores), su presencia en el CdA es inicialmente voluntaria para las sociedades cotizadas, con la única obligación de explicar, en su caso, la total ausencia de consejeros independientes en el correspondiente informe anual de gobierno corporativo (conforme al principio general de voluntariedad y a su corolario deber de “cumplir o explicar” contenidos en el CUBG)<sup>74</sup>. Sin embargo, no parece que esta situación pueda producirse en el mercado español (o prácticamente en cualquier otro) por el importante peso de este “uso” en la configuración del órgano de administración de las sociedades cotizadas en bolsa<sup>75</sup>. Por tanto, pese a que no se trate de un miembro obligatorio del CdA desde una perspectiva estrictamente legal, debe partirse de la asunción de que los consejeros independientes estarán presentes en todos los CdA de sociedades cotizadas españolas.

---

una sustancial inversión de tiempo y recursos (494). Véase también DRAVIS (2007) 23–24. No faltan, no obstante, estudios que apuntan a posibles efectos beneficiosos de la existencia de lazos sociales en el seno del CdA, WESTPHAL (1999) 7 (por la mayor frecuencia en los intercambios de información y consejos en contactos informales entre los diversos tipos de consejeros).

<sup>74</sup> En este sentido, ya se puso de manifiesto que la institución de los consejeros independientes carece de reconocimiento expreso en nuestro ordenamiento positivo. MATEU DE ROS (2004) 50 y ALONSO UREBA (2006b) 365, que considera que “*la normativización de los consejeros independientes no debería llevarse a cabo si no es en el marco de una reforma global de la estructura de gobierno de las sociedades cotizadas en la que se aborde la configuración del Consejo de administración como órgano de supervisión y, a su vez, se delimite el ámbito de la supervisión frente al de la dirección-gerencia, para, a partir de ello, establecer un estatuto jurídico diferenciado de los distintos consejeros (facultades, deberes y responsabilidades)*”. Véase *infra* §5.1.D y nota 83.

<sup>75</sup> SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE (2006a) 35: “*la presencia de consejeros independientes no es una exigencia normativa, sino que su conveniente incorporación queda a la decisión de cada sociedad [... si bien] al menos en cuanto al IBEX-35, todas las sociedades han optado por contar con independientes*”.

**B. ¿Debe ser un profesional de la administración o la alta dirección de empresas?** No existe un perfil predefinido de la experiencia que ha de acreditar el consejero independiente, pero en términos generales se considera que debe contar con alguna formación que le habilite para el desarrollo del puesto y con la necesaria experiencia y prestigio<sup>76</sup>. Este requisito de cualificación para el puesto no parece diferente del aplicable, con carácter general, a todos los consejeros de sociedades anónimas, que necesariamente deberán cumplir con los requisitos objetivos (y eventualmente estatutarios) necesarios para el desarrollo de su función<sup>77</sup>. No obstante, con la especial mención a la formación y experiencia de los consejeros independientes, parece que las normas de gobierno corporativo quieren aprovechar para incrementar el nivel técnico de los CdA de sociedades cotizadas<sup>78</sup>. Cuestión distinta es la relativa a su dedicación profesional (o exclusiva, en cierto modo) a la administración o alta dirección de empresas (a la que nos referiremos *infra* §7).

**C. ¿Debe ser independiente del resto de independientes?** De la aproximación al concepto de consejero independiente, parece claro que debe carecer de relaciones relevantes con la sociedad, sus accionistas significativos o sus directivos (entre los que parece que deba incluirse, conforme a una interpretación razonable, tanto a los consejeros ejecutivos como a los dominicales, especialmente atendiendo a la consideración de las “consejerías cruzadas” entre compañías cotizadas como elemento enervante de la independencia del consejero, a la vista de la difusión de esta práctica en nuestro sistema<sup>79</sup>).

Esta configuración de su independencia o autonomía plantea la cuestión de la relación de los consejeros independientes entre sí. Con carácter general, asumiendo que todos ellos se encuentran en idéntica situación de ausencia de relaciones tanto con la sociedad, como con sus accionistas significativos y sus directivos, no parece que quepa ninguna razón que exija la imposición de especiales limitaciones a la relación que los consejeros independientes puedan mantener entre sí (profesionales, personales o de otro

---

<sup>76</sup> SKELL (2001) construye una interesante teoría sobre el papel del prestigio y la reputación de las compañías y de sus administradores/directivos como sistema de normas informales.

<sup>77</sup> Véase MORILLAS JARILLO (2002) 300-306.

<sup>78</sup> Sobre la importancia de la variedad de calificaciones y extracción profesional de los consejeros, especialmente en caso de los miembros del comité de auditoría, en línea con la Recomendación 2005/162/CE, véase SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE (2006a) 70-71.

<sup>79</sup> AGUILERA (1998).



tipo). Sin embargo, en la medida en que algunos o varios de los consejeros independientes de una sociedad cotizada mantengan estrechos vínculos entre sí, podrían nacer situaciones que condicionen su actuación en el seno del CdA.

El problema puede apreciarse quizá de modo más claro en caso de coincidencia y repetición de consejeros independientes en diversas sociedades cotizadas. En este caso, pueden producirse situaciones de “colectivización” de la actuación de los consejeros independientes, que pueden incorporar criterios ajenos al interés social en la toma de decisiones (por protegerse o apoyarse unos a otros, por un cierto reparto de funciones o especialización de cada consejero en alguna de las sociedades en cuyo CdA se sienten en común, etc.). En definitiva, parece que la vinculación de un consejero independiente a otro consejero independiente de una misma sociedad (y, especialmente, si la vinculación deriva de la coincidencia de su condición de consejeros independientes en diversas sociedades cotizadas) es una fuente de potenciales conflictos de interés o de condicionamiento de su actuación *qua* consejeros que podría merecer mayor atención que la actualmente prestada por las normas de gobierno corporativo<sup>80</sup>.

En definitiva, la minimización de los vínculos de consejeros independientes entre sí podría contribuir a reforzar su independencia, preservando su capacidad de actuación no condicionada, y a minimizar el riesgo de su actuación de forma colectiva en el seno del CdA de la sociedad cotizada<sup>81</sup> (sobre la indeseabilidad de que los consejeros independientes actúen de forma coordinada o “en bloque”, *infra* §5.2.C).

***D. No es un “extraño” en el Consejo de Administración o, de otro modo, es un miembro (de pleno derecho) del Consejo de Administración.*** El consejero independiente es un consejero no ejecutivo o externo, es decir, un miembro del CdA que no participa en la gestión de la empresa que desarrolla la sociedad cotizada (por ser esta una tarea reservada a los consejeros ejecutivos)<sup>82</sup>.

Pese a que resulte una obviedad, conviene enfatizar que los independientes son administradores de la sociedad, miembros de su CdA en tanto que órgano societario colegiado y permanente encargado de la gestión social, que se integran en el mismo en

---

<sup>80</sup> RITCHIE (2007).

<sup>81</sup> En definitiva, todos los consejeros tienen un deber de actuación independiente respecto del resto de miembros del CdA, como puso de manifiesto SALELLES CLIMENT (1995) 123.

<sup>82</sup> ESTEBAN VELASCO (2007) 507.

igualdad de condiciones que el resto de consejeros (ejecutivos, dominicales y “otros” consejeros externos) y que asumen exactamente las mismas obligaciones y deberes en el desempeño de su cargo en promoción del interés social –y todo ello sin perjuicio de su participación en las distintas comisiones del CdA o de las normas de organización interna que resulten aplicables a una determinada sociedad cotizada-.

Desde una perspectiva estricta de Derecho societario, *la totalidad de los miembros del CdA comparten estatuto jurídico, funciones y régimen de responsabilidad, sin que la legislación vigente establezca distingo alguno en función de las circunstancias que hayan llevado a su nombramiento, o de la clasificación que dichos consejeros merezcan en el ámbito del Derecho del mercado de valores*<sup>83</sup>. Por tanto, al menos hasta que se genere un estatuto jurídico diferenciado para los consejeros independientes (si es que se estima oportuno), no puede configurarse a este tipo de consejeros de modo muy distinto a los ejecutivos y dominicales; puesto que a unidad de régimen jurídico, debe asignarse una identidad de funciones y responsabilidades.

En este sentido, sería un error tender en exceso a la configuración de los consejeros ejecutivos como miembros de un órgano de supervisión dentro del CdA (no regulado en nuestra normativa societaria, que adopta de forma clara el modelo monista de órgano de administración social, *infra* §5.2), puesto que acabarían resultando “extraños” al CdA y, al mismo tiempo, sometidos al mismo estatuto jurídico aplicable a los miembros restantes del CdA.

De una parte, si deben involucrarse en el funcionamiento ordinario del CdA y participar en sus deliberaciones y votaciones, a la vez que fiscalizan el simultáneo desempeño de su cargo por parte del resto de consejeros, los independientes pueden verse en la difícil situación de que su mano izquierda acabe teniendo que controlar a la derecha. De otra parte, si deben centrarse en la supervisión del resto de miembros del

---

<sup>83</sup> En efecto, como indica MATEU DE ROS (2007a) 246, “*ni las reformas más recientes de la LSA y de la LMV ni las recomendaciones que el CUBG formula autorizan a asignar a los consejeros independientes un modelo especial de derechos, funciones, deberes y responsabilidades, por razón de su categoría*”. Situación criticada por nuestra doctrina. Véanse, por todos, SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE (2006a) 4–5, 42–44 (que lo considera “*la principal encrucijada del modelo español del buen gobierno societario*”) y ESTEBAN VELASCO (2007) 501. Se hace eco de las propuestas y reformas legislativas de otros ordenamientos jurídicos europeos para la diferenciación del régimen jurídico aplicable a los consejeros encargados de funciones de supervisión, ALONSO UREBA (2006a) 773–774 y 788–806, que realiza una propuesta de modificación del régimen de responsabilidad contenido en la LSA, al menos para los consejeros no ejecutivos, a modo de particularización de su régimen jurídico (*esp.* 832–848). También crítico con la unidad de régimen jurídico, RECALDE (2002) 92.

CdA, dejando de lado o en un segundo plano su propia participación en la actividad orgánica, no se comprende que deban asumir exactamente la misma responsabilidad (solidaria)<sup>84</sup> por el resultado de dicha actividad (que vendría a configurar una especie de *culpa in vigilando* objetiva que podría comprometer significativamente los incentivos para asumir la función de consejero independiente de una sociedad cotizada, o llevar a un exceso de celo que acabara por frenar el funcionamiento del órgano de administración).

Incluso desde una perspectiva más funcional, y haciendo abstracción del régimen jurídico aplicable, enfatizar en exceso o limitar las funciones de los consejeros independientes a la supervisión de los consejeros ejecutivos (y dominicales) puede dificultar la integración y colaboración de todos los miembros del CdA que, recuérdese, forman parte de un órgano colegiado cuyo eficaz funcionamiento es clave para la gestión de la empresa desarrollada por la sociedad y, en definitiva, para la promoción del interés social. Por tanto, *una distinción excesiva del cometido de los consejeros independientes puede generar disfuncionalidades en el seno del CdA, ralentizar su toma de decisiones y, en definitiva, mermar la eficacia del órgano de administración.*

En definitiva, en la configuración y atribución de funciones a los consejeros independientes, y en el actual escenario de unidad de régimen jurídico aplicable a todos los miembros del CdA, debe medirse muy bien la diferenciación de estos consejeros respecto al resto, puesto que no son extraños (o ajenos) al CdA, sino miembros de pleno derecho del mismo.

***E. No es (simplemente) un consejero desinteresado o libre de conflictos de interés.*** Una posible interpretación de la definición de consejero independiente es que se trata de un consejero que se encuentra libre de conflictos de interés, puesto que puede actuar sin encontrarse condicionado por ningún tipo de relación con la sociedad, sus accionistas significativos o sus directivos<sup>85</sup>. Ciertamente, *la ausencia de conflictos de*

---

<sup>84</sup> Véanse artículo 133.3 LSA y FJº 2 de la STS de 5 de mayo de 2005 (RJ 2005\3974).

<sup>85</sup> En este sentido debe interpretarse la Recomendación 2005/162/CE de la Comisión que, en su apartado 13.1, indica que “*debe considerarse que un administrador es independiente cuando no está vinculado por ninguna relación comercial, familiar o de otro tipo —con la empresa, su accionista mayoritario o la dirección de cualquiera de los dos— que cree un conflicto de intereses que haga obstáculo a su capacidad de juicio*” y, quizá de modo aún más claro, en su considerando 7 determina que “*se entenderá por independencia la ausencia de cualquier conflicto material de intereses*”. En esta misma línea, atribuyendo a los consejeros independientes una función principal de actuación desinteresada o aséptica, MARTÍN DE VIDALES Y LÓPEZ-JARRÍN (2006) 281. Sin embargo, esta identificación entre

*interés es una condición necesaria para garantizar la independencia del consejero, pero no es suficiente.* Por ello, una interpretación que limite la condición fundamental de independencia al “desinterés” del consejero para el desarrollo de sus funciones, resulta errónea e insuficiente, si se analiza desde una perspectiva más amplia que la del puro gobierno corporativo (entendido aquí como normas de voluntario cumplimiento).

En este sentido, y como contenido irrenunciable de su deber de lealtad, nuestra legislación mercantil impone a *todos* los consejeros (independientes o no) el deber de actuación desinteresada, o en ausencia de conflicto de interés<sup>86</sup>. Así lo estipula el artículo 127ter.3 LSA, al indicar de forma inequívoca (aunque pensada para situaciones de conflicto de interés puntuales, más que estructurales) que: *“los administradores deberán comunicar al consejo de administración cualquier situación de conflicto, directo o indirecto, que pudieran tener, con el interés de la sociedad. En caso de conflicto, el administrador afectado se abstendrá de intervenir en la operación a que el conflicto se refiera”*<sup>87</sup>.

*A contrario*, este deber de abstención en caso de conflicto de interés impone a todos los consejeros un deber positivo de actuación desinteresada en el desarrollo de sus funciones de administración de la sociedad. Deber que, en realidad, no se distingue en gran medida del deber de fidelidad establecido en el artículo 127bis LSA –que, recuérdese, exige que los administradores cumplan *“los deberes impuestos por las leyes*

---

ausencia de conflicto de interés e independencia resulta insuficiente, al menos en el marco del ordenamiento societario español. En el mismo sentido, SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE (2006a) 52 y ESTEBAN VELASCO (2007) 516 (*“los llamados criterios o requisitos de independencia apuntan a ir delimitando supuestos que cierren el acceso a personas que puedan estar condicionadas por tipos de relaciones que creen conflictos de interés con el interés social y afecten [...] a su capacidad de juicio «desinteresado»”*); aunque este autor se hace eco de que *“en puridad de conceptos todo consejero está vinculado a la defensa de los intereses de la compañía y debe actuar con independencia de juicio, sea o no ejecutivo”* (526), si bien califica este planteamiento de “radical dogmático” [también ESTEBAN VELASCO (2006b) 104].

<sup>86</sup> En este mismo sentido, ESTEBAN VELASCO (2006b) 111: *“el interés social es una pauta común para todos los consejeros, cualquiera que sea su procedencia, y [...] el deber de fidelidad, también como pauta común, implica que en caso de conflicto entre los intereses privados, directos o indirectos, del consejero y los intereses de la sociedad, debe dar prioridad a estos últimos y cuando surja un concreto conflicto de interés contemplado en el art. 127ter LSA se aplica la normativa prevista lo mismo al independiente que a los demás”*. También MATEU DE ROS (2007a) 246: *“Los valores de objetividad e imparcialidad del consejero y los deberes de diligencia y de comportamiento ético son comunes a todos los administradores”*.

<sup>87</sup> La norma también requiere que las situaciones de conflicto de intereses en que se encuentren los administradores de la sociedad se recojan en el informe anual de gobierno corporativo.

y los estatutos con fidelidad al interés social, entendido como interés de la sociedad”<sup>88</sup>-. Y así lo reitera el CUBG, indicando que “*todos los consejeros, con independencia de cual sea el origen o la causa de su nombramiento, deben tener como propósito común la defensa del interés social*” (comentario a la recomendación 7).

Por tanto, *una configuración del consejero independiente como consejero (simplemente) desinteresado resulta inadecuada, tanto por exceso como por defecto*. Resulta demasiado estrecha porque no alcanza a diferenciar a los consejeros independientes del resto de miembros del CdA, que se encuentran exactamente igual de sujetos al deber de actuación en ausencia de conflicto con el interés social<sup>89</sup>. Y es demasiado amplia porque parece permitir el desarrollo de una nueva categoría de “*conflicto de interés difuso*” o de “*conflicto de interés estructural*” que afectaría al resto de miembros del CdA (por sus relaciones con la sociedad, sus accionistas significativos, o sus directivos) y del que sólo se encontrarían a salvo los independientes (por la ausencia de dichas relaciones)<sup>90</sup>.

Así, una configuración (a efectos estrictos de gobierno corporativo o de normas de *soft law*) de los consejeros independientes como consejeros desinteresados o no condicionados por ningún conflicto de interés derivado de su relación con la sociedad, sus accionistas significativos o sus directivos, podría dar lugar a un tratamiento distinto del conflicto de interés a efectos de gobierno corporativo (*soft law*) y del ordenamiento legal societario (*hard law*). Implícitamente, se estaría asumiendo y tolerando la existencia de un conflicto de interés “*difuso*” o “*estructural*” tanto en los consejeros

---

<sup>88</sup> En este mismo sentido, SÁNCHEZ CALERO (2005) 176: “*La Ley distingue los deberes de fidelidad (a los que dedica el art. 127bis) y los deberes de lealtad (a los que dedica el art. 127ter). La distinción entre unos y otros no está nada clara. Es más, ha venido siendo frecuente el uso indistinto de ambos términos para tratar de los mismos deberes*”. En términos parecidos, RECALDE (2005) 1899: “*Estas normas revelan graves defectos de carácter técnico-jurídico, como la injustificada e insólita diferenciación semántica entre «deberes de fidelidad» y «deberes de lealtad» (art. 127bis y 127ter LSA)*”.

<sup>89</sup> En el mismo sentido, SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE (2006a) 51: “*la independencia intelectual o de criterio, como condición común que ha de presumirse y exigirse de todos los miembros del Consejo, no tiene capacidad diferenciadora de los denominados como independientes*”. De hecho, algunas de las propuestas recientes en otras jurisdicciones se construyen sobre la base de un requisito de independencia aplicable a la totalidad de los miembros del CdA, y no sólo a los formalmente independientes. Véase *Beyond «Independent» Directors* (2005-2006) 1555.

<sup>90</sup> En términos parecidos, RECALDE (2002) 91 discute el acierto de esta configuración desde “*un plano estrictamente político-jurídico [...] porque la condición de representantes de los accionistas de referencia o más importantes respecto de algunos de los administradores suscita conflictos entre los intereses del representado y los de la sociedad anónima que se gestiona, que son los únicos que deberían tener en cuenta y defender todos los administradores*”.

dominicales como en los ejecutivos que, sin embargo, no alcanzaría el umbral del deber de abstención impuesto por el artículo 127ter.3 LSA –puesto que, de lo contrario, estos consejeros deberían cesar en su cargo por la imposibilidad manifiesta de su desarrollo-. Así, se estaría asumiendo que el deber de abstención impuesto por el artículo 127ter.3 LSA sólo opera en casos de conflicto de interés “*específico*” o “*puntual*”, en que se encuentre el consejero (independiente o no). Esta interpretación resulta contraria no sólo a la literalidad del artículo 127ter.3 LSA (que no admite matizaciones, al referirse a conflictos de interés directos o indirectos, sin más), sino también a una interpretación sistemática acorde con el supuesto especial de separación de administradores previsto en el artículo 132.2 LSA, que regula la posibilidad de separación de administradores que “*bajo cualquier forma tengan intereses opuestos a los de la sociedad*”<sup>91</sup>.

Por tanto, el riesgo de configuración de los consejeros independientes como (simplemente) desinteresados, reside en asumir la normalidad o aceptabilidad de este tipo de conflicto de interés “*difuso*” o “*estructural*” del resto de consejeros que, indirectamente, podría venir a modular la interpretación del deber de fidelidad de estos consejeros (y, por tanto, afectar a la baja su estándar de responsabilidad), en contra de la literalidad de las normas legales imperativas (y de la unidad de estatuto jurídico aplicable a todos los miembros del CdA, sin distinciones).

---

<sup>91</sup> La existencia de un conflicto de interés duradero o estructural con la sociedad será causa suficiente de separación del administrador: “*en la segunda formulación («las personas que bajo cualquier forma tengan intereses opuestos a la sociedad») el concepto es más amplio, incluso genérico, y puede manifestarse en la realidad «bajo cualquier forma». No se trata de un conflicto aislado, coyuntural o eventual, que obligaría al consejero a abstenerse en una votación determinada. El que contempla la norma es un conflicto de intereses permanente, estructural, derivado de cualquier circunstancia que objetivamente genere una predisposición contraria a los intereses de la sociedad, una oposición o enfrentamiento estable con el interés social. Y para su resolución el legislador opta por exigir la extinción de la relación en la que surge y puede manifestarse ese conflicto estructural o permanente, evitando así, preventivamente, el riesgo de lesión del interés social derivado de la concurrencia de un interés extrasocial y contrapuesto. El art. 132.2 opera, de esta forma, ex ante, a modo de tutela preventiva del interés de la sociedad, sin necesidad de que el conflicto se materialice concretamente en el ejercicio del cargo, ni de que efectivamente se lleguen a infringir los deberes de lealtad y confidencialidad*” [SAP Barcelona (Sección 15ª), núm. 522/2005 de 14 diciembre (AC 2007\12) (FJ 8º)].

## 5.2. FUNCIONES PROPIAS Y AJENAS AL CONSEJERO INDEPENDIENTE

Del anterior análisis y conceptualización del consejero independiente se desprende que su único objetivo funcional o cometido (como el del resto de miembros del CdA) es el desarrollo de las actuaciones comprendidas en el objeto de la sociedad para la promoción del interés social, entendido como el interés del conjunto de los accionistas. Cualquier función que vaya más allá, o que dificulte, la persecución del interés social por parte de los consejeros independientes supondrá una alteración del régimen general establecido por nuestra normativa societaria y una grave distorsión de las normas de gobierno corporativo.

En este sentido, *resulta cuestionable que, como concreción de este deber básico, las normas de gobierno corporativo atribuyan a los consejeros independientes una especial función de supervisión de la actuación del resto de miembros del CdA y, en particular, de los consejeros ejecutivos*<sup>92</sup>. Esta asignación de una función principal de supervisión se aprecia claramente en la configuración de las comisiones del CdA (auditoría, nombramientos y retribuciones), en las que el papel supervisor del consejero independiente (y del resto de consejeros externos integrados en la comisión, sean dominicales u “otros” consejeros externos) es particularmente evidente<sup>93</sup>.

---

<sup>92</sup> Esta parece ser la función que se les asigna generalmente, ALONSO UREBA (2006b) 367–368. Tal función vendría a ser de “supervisión de la supervisión” de la gestión social; véase SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE (2008) 5. A pesar de que la legislación societaria encarga al órgano de administración la función de realizar las actividades de gestión y administración de la sociedad anónima, sin desconocer que para ello puede servirse de la delegación de tareas en otras personas (arts 149–152 RRM) la realidad contrasta de manera significativa con este modelo. En efecto, aunque la libertad de organización de las sociedades impide realizar afirmaciones que sean universalmente aplicables al conjunto de las sociedades cotizadas españolas, en su mayoría se constata el carácter meramente supervisor, de control y de dirección estratégica del CdA; mientras que la ejecución de la gestión y administración de la sociedad se encarga a directivos contratados por la sociedad, alguno de los cuales puede integrarse en el órgano de administración (como consejero ejecutivo) [véase GARRIDO (2002) 99, que se refiere a la realidad indubitada de que “la verdadera gestión está fuera del consejo de administración, y de hecho es frecuente que quienes toman decisiones de extraordinaria importancia para la sociedad no ostenten el cargo de consejeros”]. Por tanto, la realidad del sistema monista de gobierno societario español configura al CdA como un órgano rector y supervisor de la sociedad, parecido al consejo de vigilancia del derecho societario alemán, mientras que la gestión de la actividad societaria correría a cargo de los directivos designados por el CdA [en el fondo, los distintos ordenamientos jurídicos se distinguen en función de su reconocimiento mayor o menor del grado de formalización (y flexibilidad estructural permitida en su adopción) por las sociedades de esa distinción, véase ESTEBAN VELASCO (2006a) 731–732 y 748–749]. Para alinear los incentivos de los directivos al interés social, evitando interferencias de sus intereses propios o de terceros (incluido, en su caso, indirectamente el interés de los accionistas de control canalizado mediante la influencia de los consejeros) se diseña un complejo entramado de mecanismos (control, remuneración y sustitución) [véanse CRESPI-CLADERA (2002) y GISPERT y ORTÍN (2002)].

<sup>93</sup> Les atribuye esta función MATEU DE ROS (2007a) 233, al considerar que: “esas comisiones son los órganos a través de los cuales los consejeros independientes ejercen de modo habitual sus funciones

Sin embargo, el consejero independiente no es (exclusivamente) un “supervisor” del resto de consejeros, ni de los consejeros ejecutivos en particular<sup>94</sup>. No puede olvidarse que el consejero independiente no es un extraño en el CdA. Por tanto, deberá desarrollar la totalidad de las funciones que su posición orgánica conlleva<sup>95</sup> y que, en ocasiones, podrán ser difíciles de compaginar con determinados grados de supervisión de la actuación del propio CdA. En aquellos casos en que el cumplimiento diligente de sus responsabilidades como consejero impidan el desarrollo efectivo de una función de supervisión del resto de miembros del CdA (por falta de tiempo, por ejemplo), podrá generarse un conflicto entre sus deberes “generales” en tanto que miembro del CdA y de los “especiales” que se haya atribuido a su condición de independiente. En tales casos, el criterio que deberá regir la elección de las funciones a desarrollar por el consejero independiente deberá ser la mejor promoción del interés social, de manera leal y diligente. Por tanto, probablemente deberán decaer sus deberes “especiales” en aras del adecuado cumplimiento de su deber “general”: la promoción del interés social.

Dada la dificultad de concretar las funciones propias del consejero independiente —que, por lo demás, en poco se pueden diferenciar de las funciones propias de cualquier otro miembro del CdA— conviene descartar funciones que colocarían al consejero independiente en una situación de conflicto de interés que vendría a eliminar o a mermar gravemente su independencia y su capacidad para promover el interés social, así como funciones que sitúen al conjunto de los consejeros independientes en una relación de superioridad respecto al resto de consejeros (ejecutivos y dominicales), puesto que alteraría el sistema monista de órgano de administración previsto en nuestra legislación societaria.

---

*de supervisión del propio consejo como un todo, de los consejeros ejecutivos en particular y, por ende, de la dirección ejecutiva”.*

<sup>94</sup> Ya lo puso de manifiesto la Comisión Aldama, al indicar que la función de controlar a los restantes miembros del CdA no es la única asignada a los consejeros independientes. Véase SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE (2006a) 29. No obstante, este mismo autor parece atribuirles indirectamente esta función de policía al indicar que “*de los consejeros independientes se espera que impidan determinadas actuaciones contrarias al interés social o, incluso, manifiestamente ilícitas en el seno del Consejo*” (95).

<sup>95</sup> No es este el lugar para analizar las funciones de este órgano societario. Puede consultarse un estudio en mayor profundidad en SALELLES CLIMENT (1995) y SÁNCHEZ CALERO (2005).



*A. El consejero independiente no debe actuar como consejero “dominical” de la minoría.* El consejero independiente no es un consejero “dominical” de la minoría y, por tanto, no puede tener por función primordial la defensa de los intereses de la minoría<sup>96</sup>. Ya ha quedado claro que la función del consejero independiente –como la de los demás consejeros– es la promoción del interés social, entendido como el interés del conjunto de los accionistas; por lo que *la primacía del interés de los accionistas minoritarios por parte de los consejeros independientes en su actuación resultaría tan contraria a su función como la promoción de los intereses de los accionistas significativos por parte de los consejeros dominicales (y ejecutivos) nombrados por ellos*<sup>97</sup>.

Del mismo modo que los consejeros ejecutivos no pueden promover su propio interés, ni los consejeros dominicales el de los accionistas a que se encuentran

---

<sup>96</sup> Dado que la minoría se compone de un conjunto relativamente disperso de accionistas individuales, la atribución de un interés común a este colectivo puede resultar una simplificación excesiva. Sin embargo, nos será útil para ilustrar el conflicto de interés que estamos tratando de describir, véase también POLO (1996) 2291–2293. Para un estudio del concepto de minoría en la sociedad anónima, véase JUSTE (1995) 38–49.

<sup>97</sup> En este mismo sentido, se ha considerado que la defensa de los intereses de los accionistas minoritarios puede complicar la función de los consejeros independientes en defensa del interés social y que, por tanto, debe “concluir cuando la lesión de los intereses de los accionistas minoritarios puede estar justificada por la primacía del interés social”; SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE (2006a) 96–97; aunque la posición de este autor queda algo difuminada por algunas consideraciones previas: “el cumplimiento de esa función [de vigilancia] reclama que esos consejeros tengan especial consideración – siempre en relación con la defensa del interés social – la defensa de los intereses de los accionistas minoritarios” (17). Por su parte, y pese a reconocer la situación de conflicto de interés entre accionistas-inversores y accionistas-empresarios (que puede asimilarse al conflicto de interés que nosotros describimos entre minoritarios e interés social), RODRÍGUEZ RUIZ DE VILLA (2008) considera que “la razón de ser [...] de los consejeros independientes es que protejan los intereses de los accionistas ordinarios, en el sentido de accionistas numerosos, que carecen del control de la sociedad” (117–120). En una posición intermedia, ESTEBAN VELASCO (2001) 36–37, que busca un equilibrio un tanto difícil de precisar, y ha asignado a los consejeros independientes la función de “hacer presente la perspectiva del conjunto más difuso y heterogéneo del accionariado, del llamado capital flotante (sin representación en el CdA)” ESTEBAN VELASCO (2006b) 92. Esto es, la función de garantizar “una mejor defensa del interés social y específicamente desde la perspectiva de los intereses de los accionistas no presentes o no influyentes en la composición del CdA”; si bien se ha precisado que “hacer presente esa perspectiva del pequeño accionista [...] no quiere decir que exista una relación de representación propiamente dicha, sino la posibilidad de contribuir a conformar el interés social con sus valoraciones dentro de lo que permite su flexibilidad y susceptibilidad de interpretación evolutiva” pero sin obviar las exigencias de “su contenido material exigible en cada caso”, ESTEBAN VELASCO (2007) 508–509. Cae en el exceso de configurar a los consejeros independientes como valedores exclusivamente de los intereses del capital flotante, o de los accionistas dispersos, LLAVERO (2003) 113. También RECALDE (2003) 71: que considera que los “consejeros independientes [...] deberían actuar con imparcialidad y objetividad encargándose preferentemente de tutelar los intereses de los pequeños accionistas”.

vinculados<sup>98</sup>, los consejeros independientes no pueden perseguir ningún interés de la minoría que entre en conflicto con el interés social.

Pese a la claridad expositiva que la asignación de una función de tutela de los derechos de los accionistas minoritarios o dispersos pueda tener para describir el cometido de los consejeros independientes en términos latos, se trata de una configuración excesivamente simplista y, en su extremo, errónea. Los consejeros independientes no podrán promover los intereses de los socios minoritarios en aquellos supuestos en que se opongan al interés social. Conviene profundizar en esta idea, en la medida en que habitualmente se configura a los accionistas minoritarios como poseedores o representantes del interés social “puro”; por oposición a los accionistas mayoritarios, a los que se dibuja imbuidos de intereses particulares y opuestos a la promoción del bien común del conjunto de propietarios de la sociedad. Figura que, pese a su plasticidad para explicar la situación de conflicto de intereses en que se pueden encontrar los accionistas mayoritarios y los consejeros dominicales por ellos nombrados, nos ofrece exclusivamente la mitad de la escena.

En efecto, esta dicotomía o simplificación en la atribución de motivaciones y objetivos obvia una importante situación de potencial conflicto de intereses entre los propios de la minoría y el interés social que, conceptualmente, se opone diametralmente al conflicto mayoría-interés social (o es su imagen de espejo, como se prefiera). En efecto, podrán producirse situaciones en que el interés propio de los accionistas que no se encuentren involucrados con el proyecto empresarial (p. ej. por el carácter especulativo de su inversión) se separe del interés social, especialmente en aquellos casos en que la promoción del interés social implique la adopción de medidas a un plazo mayor que aquél en que los accionistas minoritarios pretendan mantener su inversión (piénsese, por ejemplo, en casos de reestructuración empresarial o de acometimiento de proyectos que requieran destinar una parte sustancial del resultado empresarial a su financiación, limitando en el corto plazo la política de dividendos de la sociedad y, probablemente, reduciendo el atractivo financiero de las acciones en el mercado secundario). En tal supuesto la oposición de los consejeros independientes a este tipo de proyectos, cuando promuevan adecuadamente el interés social (y no el interés de los

---

<sup>98</sup> Afirma lo contrario, proponiendo una superación del sistema de representación proporcional previsto en el artículo 137 LSA que permita ejercer a los accionistas significativos “*un verdadero derecho de participación en el Consejo de administración*”, MATEU DE ROS (2007b) 14–15.

ejecutivos de la empresa por perpetuar una actividad inviable o por hacerla crecer innecesariamente), en defensa de un interés de la minoría (en mantener la cotización *spot* de las acciones, en este caso) resultaría manifiestamente contraria a la función que los independientes deben cumplir en tanto que consejeros de la sociedad.

*No cabe, pues, llevar al extremo el recurso lógico de atribuir a los consejeros independientes la función de defensa de los intereses de la minoría (por oposición a los intereses de la mayoría, presuntamente en conflicto con el interés social), hasta el punto de configurar a los independientes como consejeros “dominicales” de la minoría.* En tal caso, los consejeros independientes se situarían en una posición de claro conflicto de interés y, por tanto, perderían la propia condición de independencia. Así, la configuración del régimen jurídico del consejero independiente debe evitar situarle en dicha situación de conflicto de interés entre minoría y mayoría, o minoría e interés social (que es idéntico al que se atribuye a los consejeros dominicales en relación con los accionistas significativos o mayoritarios a quienes se encuentren vinculados).

***B. El consejero independiente no debe actuar como “guardián de la responsabilidad social corporativa”.*** El consejero independiente tampoco es el “guardián de la responsabilidad social corporativa”<sup>99</sup>. La extensión del interés social más allá del interés común de los socios constituye una interpretación excesivamente amplia del concepto y distorsiona las reglas y estructuras básicas de nuestro Derecho de sociedades, trayendo al ámbito privado funciones e intereses más propios, en su caso, de la esfera jurídico-pública (*supra* §2). La responsabilidad social corporativa, entendida como la sensibilidad de la empresa hacia problemas sociológicos, socio-económicos, medioambientales o de otro tipo, que eventualmente la lleve a asumir de manera voluntaria estándares de actuación o de protección superiores a los impuestos por la legislación y normativa vigentes, debe entenderse como una política más de la empresa, cuya determinación deberán llevar a cabo los administradores en función del interés social (en función, en su caso, de la concreción estatutaria o asamblea de los

---

<sup>99</sup> De nuevo, en contra, RODRÍGUEZ RUIZ DE VILLA (2008) identifica una “necesidad de que hoy la actuación de los administradores atienda al favorecimiento de intereses cada vez más amplios, que trascienden los estrechos muros de la sociedad que administran, entre los que se encuentra, fundamentalmente [...] el fomento de la responsabilidad social de las sociedades de capital. En este último punto los verdaderos independientes sí que pueden estar llamados a desempeñar una importante función” (135–136). Como ya hemos apuntado (*supra* §2), el interés social debe limitarse a su dimensión intra-muros de la sociedad y, por tanto, la función de los administradores (y, por tanto, la de los consejeros independientes) no debe orientarse hacia la promoción de intereses ajenos a la misma.

mismos). En ningún caso podrán equipararse, o confundirse, responsabilidad social corporativa e interés social y, aún menos, supeditarse este último a las exigencias de la primera. Lo contrario supondría una quiebra radical de nuestra concepción del contrato de sociedad, imponiendo una obligación de administración de las sociedades en atención a intereses ajenos a las mismas (y de carácter eminentemente difuso), que vendría a suponer un deber de administración en beneficio de terceros o de la colectividad en su conjunto, completamente opuesto a los más fundamentales límites del derecho de propiedad.

Adicionalmente, la atribución a los consejeros independientes de un deber de actuación conforme a los mandatos de la responsabilidad social corporativa plantea un problema estructural, al situarles en una situación de conflicto de interés en todos aquellos casos en que el interés social se separe de los presuntos mandatos de la responsabilidad social corporativa. No será extraño que se produzcan situaciones en que el interés social exija la adopción de determinadas decisiones empresariales contrarias a las *desirata* de los valedores de la responsabilidad social corporativa (piénsese, por ejemplo, en el rechazo de una exigencia de reducción de la jornada laboral por los sindicatos de la empresa en la negociación del convenio colectivo, en decisiones de relocalización o deslocalización de unidades productivas que puedan tener un impacto negativo para el empleo de una determinada zona, la desestimación de inversiones en el incremento voluntario de los sistemas de minimización del impacto ecológico de la empresa por encima de los niveles fijados por la regulación aplicable, etc.).

En todos estos casos de comportamiento empresarial legítimo (cuya adecuación o no a las preferencias de los accionistas y, de algún modo, de la sociedad en general, debe dejarse a los mercados de capitales), los consejeros independientes se encontrarían en una situación de claro conflicto de interés si se opusieran a la adopción de decisiones beneficiosas para el interés social (por ejemplo, por el destino de los correspondientes recursos económicos al desarrollo de otros proyectos más productivos para la empresa) en aras de una promoción “ciega” de la responsabilidad social corporativa. Situación de conflicto de interés que en nada se diferencia de las analizadas anteriormente y que, por tanto, merece el mismo rechazo.

Cuestión distinta es que los consejeros independientes deban velar por el cumplimiento de la política de responsabilidad social corporativa *ya adoptada*, con carácter particular, por la empresa de manera voluntaria (*supra* §2), cuya supervisión no

dista en nada de la relativa al cumplimiento de la política de inversión, de la política de investigación y desarrollo o de cualquier otra política definida por el órgano de administración o por la alta dirección de la empresa. O que puedan impulsar estrategias para el desarrollo o mejora de la política de responsabilidad social corporativa de la empresa. Pero siempre actuando en promoción del interés social, como único criterio de adopción de decisiones, también en esta materia.

***C. El consejero independiente no debe actuar como “árbitro” o “intérprete” del interés social, ni individualmente, ni de forma colectiva.*** El consejero independiente tampoco es un árbitro encargado de dirimir potenciales conflictos o disputas entre consejeros de otras categorías<sup>100</sup>. Así, en aquellos casos en que consejeros dominicales y ejecutivos mantengan posiciones encontradas respecto a lo que deba considerarse más adecuado para la promoción del interés social, la decisión del conflicto no deberá atribuirse a los consejeros independientes (exclusivamente, ni más allá de lo que exijan las normas de quórum y mayorías para la adopción de decisiones en el seno de este órgano colegiado). Los consejeros independientes no pueden configurarse como un “panel arbitral” encargado de dirimir cada caso en que surja una discrepancia en torno a qué actuación se corresponda mejor con el interés social en una determinada situación. No puede configurarse a los consejeros independientes como “intérpretes” del interés social –en el sentido de que puedan determinar de manera cualificada la interpretación “auténtica” de las exigencias del interés social<sup>101</sup>–.

---

<sup>100</sup> En una variación de esta función (que entendemos ajena a los consejeros independientes), se ha llegado a proponer la necesidad de que determinados consejeros externos (que vendrían a coincidir con los “otros” consejeros externos) jueguen un papel de mediación entre independientes y ejecutivos. *Beyond «Independent» Directors* (2005-2006) 1572–1573. No obstante, esta función de mediación no será exclusiva de ninguna clase de consejeros, sino que eventualmente será un papel que asuma cualquiera de ellos, en función de la dinámica particular del CdA en que se integren.

<sup>101</sup> Parece apuntar en esta línea, al exigir una “*defensa cualificada del interés social*” y considerar que “*el sentido de la figura [de los consejeros independientes] sea particularmente apreciable como instrumento de defensa del interés social*”, SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE (2006a) 96. También parece apuntar en esta línea GARRIDO (2007) 42–43 al considerar que la función principal de los consejeros independientes es asumir: “*el liderazgo en las situaciones de conflicto de intereses que puedan presentarse respecto de los consejeros ejecutivos, ya sean ocasionales o permanentes*”. En este mismo sentido, ESTEBAN VELASCO (1999) 201, que consideraba que la inserción del consejero independiente se justifica “*en cuanto aporta independencia de juicio para las funciones de control y en particular para solucionar los conflictos de interés entre los consejeros y la compañía, que afectan especialmente a los consejeros ejecutivos*”. Aunque posteriormente ha matizado su posición, ESTEBAN VELASCO (2001) 37 [“*se espera de ellos un papel protagonista cuando surjan conflictos de intereses entre la dirección ejecutiva y los más amplios intereses de la sociedad (p. ej. en operaciones de toma de control, renovación del consejo, remuneración de los consejeros), ya que los consejeros no ejecutivos independientes, cuyos intereses resultan menos directamente afectados, gozan de una buena posición para ayudar a resolver*”].

Lo contrario supondría una fractura del órgano de administración, en la medida en que este “panel arbitral” constituido por los consejeros independientes vendría a situarse en una posición de superioridad respecto al resto de consejeros; sin que, en ausencia de conflicto de interés del resto de consejeros, estén en una mejor situación que estos últimos para determinar el contenido y las exigencias del interés social. Recuérdese que todos los consejeros deben actuar conforme a este principio y que, por tanto, todos se encuentran en situación de igualdad para interpretar subjetivamente en qué deba concretarse este criterio general en cada una de las situaciones a que dé lugar la administración social.

El propio funcionamiento ordinario del CdA podrá generar situaciones en que la totalidad de los consejeros no estén de acuerdo en las exigencias del interés social frente a una circunstancia concreta, pero ello no genera un conflicto cuya resolución deba asignarse a los consejeros independientes<sup>102</sup>, que no son los únicos “intérpretes” del interés social. Al contrario, la decisión deberá adoptarse en el seno del CdA en bloque, como decisión del órgano colegiado, y por aplicación del principio mayoritario<sup>103</sup>. Y los consejeros independientes deberán votar individualmente, en función de lo que cada uno de ellos considere más adecuado al interés social (sin necesidad de consenso previo en una especie de “comisión” o de “panel arbitral” de consejeros independientes, puesto que deben ser independientes también entre sí; *supra* §5.1.C).

---

*tales situaciones”] y (2006b) 96 [concreta que “se intenta fomentar la presencia de esta categoría de consejeros expertos e independientes [...] para intervenir en aquellos supuestos en que el potencial conflicto de intereses en las decisiones que corresponden al CdA es más grave: en las decisiones sobre nombramiento y retribución y control interno [...] en la prevención de actuaciones desleales en operaciones vinculadas y singulares operaciones relevantes donde se concentra el núcleo de las facultades del CdA”].*

<sup>102</sup> En caso contrario se les estaría otorgando una especie de derecho de veto, que sería contrario a los principios configuradores de la sociedad anónima, véase RDGRN de 10 de noviembre de 1993, RJ 1993\9115 (que rechaza la atribución al consejero-delegado de un derecho de veto sobre determinadas decisiones del Consejo, porque tal cláusula, al imponer de hecho la actuación conjunta de aquél y de éste, determina la presencia de dos órganos de administración distintos sujetos a régimen de actuación conjunto).

<sup>103</sup> En términos parecidos, aunque referidos a la impropiedad de presentar a la Junta General estas eventuales disensiones intestinas del órgano de administración, SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE (2006a) 40. Implícitamente, ESTEBAN VELASCO (2007) 502 reconoce esta participación de todos los consejeros en la “*conformación que de hecho se dé al interés social*”, con independencia de la categoría a que se encuentren adscritos en virtud de las circunstancias de su nombramiento.

El resultado de la deliberación y votación en el seno del CdA determinará lo que este órgano considera más adecuado al interés social en función de las circunstancias concurrentes, y concretará la decisión de administración necesaria para su implementación. Todo ello sin perjuicio de la aplicación general de las reglas de impugnación de los acuerdos del CdA lesivos del interés social por parte de cualquiera de los consejeros (independientes o no), que hayan mantenido una posición contraria a la decisión adoptada y estimen oportuno el ejercicio de la correspondiente acción de impugnación (*ex art. 143.1 LSA*).

### **5.3. EL PROBLEMA DE LOS “OTROS” CONSEJEROS EXTERNOS (O CONSEJEROS VINCULADOS O AFILIADOS)**

Con independencia de la anterior discusión en torno al concepto y funciones del consejero independiente, sí es claro que la concurrencia de alguna de las condiciones enervantes de la independencia previstas en el CUBG impide la consideración como independiente del consejero afectado (principalmente, por la indisponibilidad de las definiciones contenidas en el propio CUBG). Sin embargo, en la medida en que las definiciones de consejeros ejecutivos y dominicales son bastante más limitadas y presentan límites y contornos mejor definidos<sup>104</sup>, no es tampoco posible “reclasificar” a estos consejeros en ninguno de los dos grupos de manera automática<sup>105</sup>. Aparece, así, la extraña categoría (residual) de los “otros” consejeros externos (a los que también se ha referido como consejeros vinculados o afiliados), que plantea un problema a efectos de interpretación y de aplicación de las normas de buen gobierno corporativo y, en general, de funcionamiento del CdA de las sociedades cotizadas españolas<sup>106</sup>.

Esta categoría intermedia, que desdibuja la clasificación de los consejeros en dominicales, independientes y ejecutivos, resulta confusa. Hubiera sido conveniente aclarar que los consejeros vinculados no constituyen una clase autónoma de consejeros

---

<sup>104</sup> No por ello están exentas de crítica. ESTEBAN VELASCO (2001) 35.

<sup>105</sup> Aunque incluso en los Estados Unidos la distinción entre consejeros internos y externos suscita dificultades en su aplicación práctica, véase DAILY, JONSON Y DALTON (1999).

<sup>106</sup> Este problema no es secundario ni despreciable, en la medida en que el endurecimiento de la definición de consejero independiente incrementa su presencia en el CdA. Como ya apuntaba SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE (2006a) 26, “*es llamativo que algunas de las más grandes sociedades españolas tengan casi tantos «otros» consejeros externos, como los que son definidos como independientes, al margen del mayor o menor número de dominicales*”.

(que, por lo demás, carece de tratamiento a lo largo del CUBG), sino que serán asimilados a aquél tipo de consejeros con quienes mantengan una mayor similitud. Así, consideramos que los consejeros vinculados a los accionistas deberían asimilarse a los dominicales, y los vinculados a los directivos de la sociedad o a la sociedad misma, a los consejeros ejecutivos. Esta “asimilación” de consejeros que no reúnen los requisitos (formales) de independencia con la categoría de consejeros con que presenten vínculos más estrechos permitiría superar las importantes dificultades interpretativas que su existencia conlleva.

En primer lugar, la consideración de estos consejeros pretendidamente independientes –y que, conforme a la definición del CUBG, no lo son- como consejeros externos en todo caso, plantea un problema en aquellas circunstancias en que su independencia resulte enervada por las relaciones que mantienen con los directivos de la sociedad. En este caso, el sentido común aconseja asimilarlos a todos los efectos a los consejeros ejecutivos (considerándolos, eventualmente “otros” consejeros internos o ejecutivos), a efectos de no desvirtuar las limitaciones que las normas de gobierno corporativo imponen a la participación de consejeros ejecutivos en el CdA (recomendación 10 CUBG) y, más concretamente, en sus comisiones (recomendación 44 CUBG). En caso contrario, se podría estar permitiendo la participación de consejeros quasi-ejecutivos en funciones reservadas a consejeros externos de la sociedad, que podría resultar en una reducción de la efectividad de las normas de buen gobierno (que se considerarían, sin embargo, formalmente respetadas).

En segundo lugar, la creación de la categoría (residual) de otros consejeros externos, en vez de su asimilación a los consejeros dominicales cuando sean relaciones (directas o indirectas) con los accionistas significativos las que desvirtúen la independencia del consejero afectado, merma la eficacia de cualquier recomendación relativa a la proporción entre consejeros dominicales e independientes en el seno del CdA (recomendación 12 CUBG). Esta recomendación, orientada a que la composición del CdA (excluyendo a los consejeros ejecutivos) refleje la proporción entre el capital representado por los consejeros dominicales y el capital flotante, puede resultar simplemente superflua si se permite una interpretación formalista de la recomendación que venga a reducirla a una limitación de la sobre-ponderación de consejeros dominicales. Así, en la medida en que estos “otros” consejeros externos no se computen como consejeros dominicales sino como independientes en el ratio



dominicales/independientes (¿y qué criterio lo impide, más que una interpretación sistemática del CUBG que nosotros asumimos?), se puede producir una sobreponderación efectiva de los consejeros dominicales que, en definitiva, limite las recomendaciones relativas a la presencia de independientes en el CdA a la regla del tercio (recomendación 13 CUBG).

En definitiva, los esfuerzos por la conceptualización y promoción de la presencia de los consejeros independientes parecen exigir la supresión de esta categoría residual de “otros” consejeros y abogar por un criterio de asimilación a las otras categorías de miembros del CdA previstas en las normas de buen gobierno. De lo contrario, el esfuerzo de definición conceptual y funcional de los consejeros independientes puede perder eficacia por la menor técnica, o mayor flexibilidad, empleada en otros ámbitos de las recomendaciones de buen gobierno.

#### **6. LA DESNATURALIZACIÓN DE LA INDEPENDENCIA POR EXCESO: EL RIESGO DE “AISLAR” A LOS CONSEJEROS INDEPENDIENTES**

Más allá de asignar funciones impropias a los consejeros independientes, las tendencias actuales hacia el reforzamiento de su presencia en el CdA pueden dar lugar a efectos no deseados, en la medida en que las normas y recomendaciones de gobierno corporativo acaben por configurar un “bloque” de consejeros independientes en el seno del CdA que, de hecho, se encuentre aislado tanto de la dirección de la empresa desarrollada por la sociedad (no sólo de los consejeros ejecutivos, sino también de la alta dirección de la empresa, funcional y naturalmente más próxima a estos<sup>107</sup>), como de los accionistas de control de la misma (y de los consejeros dominicales).

El “control” del CdA por parte de los consejeros independientes vendría a romper el sistema monista de órgano de administración previsto en nuestra legislación societaria y, más allá de establecer un órgano de supervisión o de control distinto del órgano ejecutivo o de dirección, vendría a concentrar el poder de toma de decisiones en un grupo de consejeros, quebrando con las reglas de funcionamiento colegiado del

---

<sup>107</sup> El riesgo de aislamiento de los miembros independientes del CdA respecto de los miembros ejecutivos y, en general, la dirección de la empresa desarrollada por la sociedad cotizada, ya se anticipó en Estados Unidos, donde la interacción entre unos y otros es, si cabe, más importante, dada su estructura de control de sociedades cotizadas (*supra* §3); véase CLARK (2006) 34–38.

órgano de administración y situando a los consejeros independientes en una posición de superioridad que va más allá de la intención atribuible a las normas de gobierno corporativo.

Este riesgo será aún mayor si, en aras de la independencia de cada uno de los consejeros y para evitar la formación de este “bloque” de consejeros independientes (*supra* §5.1.C), se acaba promoviendo un ambiente de excesiva desconfianza y conflictividad interna en el CdA. El aislamiento de los consejeros independientes no sólo es preocupante si se produce respecto a consejeros de otras clases, sino también si se produce entre consejeros independientes. En este sentido, la independencia de unos consejeros independientes respecto a otros debe preservarse, pero no debe forzarse una situación de excesiva conflictividad entre consejeros independientes, que podrá producirse en la medida en que adquieran un mayor peso (quizá excesivo) en el funcionamiento del CdA. Los conflictos entre ellos serán potencialmente mayores en la medida en que su capacidad de influencia en la toma de decisiones sea mayor, y peor aún si su participación acaba resultando clave para la adopción de decisiones (por ejemplo, por la creación de dos grupos enfrentados de consejeros independientes en el seno del CdA, que acabe configurando a alguno de estos consejeros como “consejero bisagra”, o como consejero díscolo o *maverick*, que acabe teniendo una influencia decisiva para la adopción de determinadas decisiones<sup>108</sup>).

En definitiva, una aplicación estricta de las recomendaciones de buen gobierno podría desembocar en una “balcanización” del CdA<sup>109</sup> y llevar a un entorpecimiento grave de sus funciones por las permanentes disensiones internas entre consejeros<sup>110</sup>; especialmente si se trasladan al ámbito jurisdiccional, mediante las correspondientes acciones de impugnación de acuerdos del CdA por parte de los consejeros disidentes,

---

<sup>108</sup> La dinámica que se puede establecer en estos casos no dista mucho de las que afectan a la s organizaciones en la esfera política. En este sentido, cualquier exceso en el aislamiento de los consejeros independientes que pueda llegar a “politizar” su función dentro del CdA acabará por generar resultados potencialmente más negativos que los derivados de la actuación de CdA menos independientes.

<sup>109</sup> La expresión se utiliza como recurso descriptivo de la potencial fragmentación y conflictividad a que un exceso en la configuración de los consejeros independientes puede dar lugar en el seno del CdA; *Beyond «Independent» Directors* (2005-2006) 1560. En contra, MATEU DE ROS (2007a) 234, que considera que estas críticas exageradas y niega la posibilidad de que el modelo basado en la presencia de consejeros independientes en el CdA “*implique beligerancia alguna respecto del resto de vocales del consejo ni ruptura de la unidad y solidaridad legal del órgano de administración*”.

<sup>110</sup> No puede olvidarse que, como indica el propio CUBG, “*la cohesión y la unidad de actuación del Consejo son, al margen del origen del nombramiento de cada consejero, factores decisivos para lograr un adecuado gobierno de la empresa*” (comentario a la recomendación 10).

sean independientes o no. Esta fragmentación y conflictividad del órgano de administración será potencialmente mayor cuanto más relevante sea el rol de los consejeros independientes y cuanto más aislados se encuentren del resto de consejeros y entre sí.

En este sentido, la configuración de un CdA compuesto mayoritariamente por consejeros independientes (en teoría, posible conforme a las actuales recomendaciones del CUBG, que propone la minimización de la presencia de ejecutivos y la adecuada proporción entre dominicales e independientes, con una recomendación a la no sobreponderación de consejeros dominicales o, *a contrario*, a favor de la sobreponderación de independientes<sup>111</sup>), en que estos consejeros externos sean a su vez mayoritarios o únicos miembros de las comisiones especializadas (auditoría, nombramientos, retribuciones; recomendación 44 y, con carácter más general, 46 a 58) y con una fuerte presencia –acaso también mayoritaria- en la comisión delegada (recomendación 42), no parece un objetivo deseable con carácter general.

En primer lugar, porque hace resurgir el conflicto de intereses “clásico” entre propiedad y control societario que generalmente existe en mercados societarios de accionariado disperso, si bien en una versión distinta y acaso más compleja. Los consejeros independientes nombrados a su propia propuesta, en el seno de la comisión de nombramientos (recomendación 27) –en un proceso de “quasi-cooptación”<sup>112</sup>- y por

---

<sup>111</sup> Este podría ser el resultado conjunto de la aplicación estricta (o extrema) de las recomendaciones n.º 10 (“*Que los consejeros externos dominicales e independientes constituyan una amplia mayoría del Consejo*”), n.º 12 (“*Que dentro de los consejeros externos, la relación entre el número de consejeros dominicales y el de independientes refleje la proporción existente entre el capital de la sociedad representado por los consejeros dominicales y el resto del capital*”) –con una orientación relativamente clara a la sobreponderación de independientes, al indicar en su comentario que no “*se trata de una regla matemática exacta, sino de una regla aproximada cuyo objetivo es asegurar que los consejeros independientes tengan un peso suficiente en el Consejo y que ningún accionista significativo ejerza en el Consejo una influencia desproporcionada respecto a su participación en el capital*”), y n.º 13 (“*Que el número de consejeros independientes represente al menos un tercio del total de consejeros*”) del CUBG.

<sup>112</sup> En la medida en que i) la propuesta de nombramiento de los consejeros independientes por parte de la Comisión de Nombramientos (y Retribuciones, en su caso) es un elemento formal imprescindible para la atribución del carácter de independiente al consejero, ii) la Comisión puede llegar a estar exclusivamente integrada por consejeros independientes, y iii) el funcionamiento de la Junta General suele llevar a una simple confirmación (automática) de las propuestas de la Comisión de Nombramientos; el sistema de selección y nombramiento de consejeros (independientes) se verá afectado, con algunas salvedades, por las mismas limitaciones y disfunciones que se vienen atribuyendo al sistema de cooptación; y particularmente a los problemas de la aplicación conjunta de este régimen y el de representación proporcional (arts. 137 y 138 LSA) [véanse ROJO (1988) 397–401 y JUSTE (2006) 347–348]. Por ello utilizamos esta expresión que, pese a no ser técnica, resulta ilustrativa. Sobre problemas similares, en el contexto de las sociedades cotizadas estadounidenses, BEBCHUCK (2004) 48–50.

un periodo de seis años relativamente inamovible (dadas las recomendaciones encaminadas a garantizar o favorecer su presencia estable en el CdA , en especial, la numero 31, y sin perjuicio de la difícilmente comprensible recomendación 29 de rotación de consejeros independientes) pueden llegar a encontrarse en una situación de distanciamiento, si no de aislamiento, respecto a los accionistas similar a la que afecta a los consejeros ejecutivos en CdA en los que éstos son mayoritarios.

Esta situación vendría a generar un conflicto de interés entre estos agentes y sus principales (en este caso, la totalidad de accionistas, incluidos los mayoritarios cuya representación en el CdA fuera menos que proporcional), haciendo renacer los problemas previos al inicio de la *corporate governance*. Pero con el agravante añadido de que, al encontrarse también en un posible conflicto de interés respecto a la dirección de la empresa y en una situación de relativa desinformación (por su falta de implicación en funciones ejecutivas), su capacidad para gestionar la sociedad y adoptar decisiones ajustadas al mejor desarrollo del interés social pudiera verse gravemente mermada<sup>113</sup>.

En segundo lugar, porque genera un mayor riesgo de captura de los consejeros independientes que puede llegar a cuestionar su posible independencia, al menos en fases posteriores a su nombramiento y a lo largo del desarrollo de su mandato. En la medida en que se encuentren en una situación de “control” del CdA, los consejeros independientes se verán sometidos a mayores presiones por parte de los distintos grupos de presión involucrados o afectados por las actividades de la sociedad<sup>114</sup>. La presión de los accionistas mayoritarios y de la dirección de la empresa es evidente (puesto que, en promoción de sus intereses particulares, necesitarán extender su ámbito de influencia más allá de su representación en el órgano de administración por sus consejeros dominicales o ejecutivos, cuya presencia podría incluso llegar a resultar superflua), pero las presiones de otros grupos de interés como los trabajadores u otros que pudieran surgir, no será menos relevante. En esta tesitura, la capacidad de los consejeros independientes para la toma de decisiones no condicionadas por ninguna de estas presiones será cuestionable y, en definitiva, la pretendida tutela del interés social a

---

<sup>113</sup> DUCHIN, MATSUSAKA Y OZBAS (2008) 33–35, apuntan a la necesidad de ajustar la evaluación de la eficacia de los consejeros independientes a las circunstancias concretas de cada sociedad y a la dificultad y a los costes de información en cada caso.

<sup>114</sup> Atisba esta situación indeseable de excesivo poder de los consejeros independientes, aunque la descarta a la luz de las propuestas del CUBG, MATEU DE ROS (2007a) 235–236.

través de la promoción de la presencia de consejeros independientes en el CdA acabará viéndose desvirtuada, por exceso.

Por estos riesgos, la configuración y la ponderación de la presencia de consejeros independientes en el CdA y la asignación de funciones en exclusiva a este grupo de consejeros debe realizarse con la máxima cautela y con el objetivo de evitar los excesos que lleven a su aislamiento respecto del resto de consejeros, los accionistas de la sociedad y sus directivos. Los conflictos de interés y riesgos de captura de los consejeros independientes a que darían lugar estos excesos no se producirían en una situación preferible a la existente antes de la creación o promoción de esta figura por las normas de gobierno corporativo.

En definitiva, los equilibrios requeridos para asegurar una efectiva, pero no excesiva, independencia de estos consejeros, hacen cuestionable la viabilidad o factibilidad de un desarrollo adecuado de esta institución de gobierno corporativo en las sociedades cotizadas españolas (al menos conforme a la legislación societaria vigente). Sobre esta dificultad volveremos en nuestras conclusiones (*infra* §8).

## 7. ¿ES POSIBLE EL DESARROLLO DE UN MERCADO DE CONSEJEROS INDEPENDIENTES?

Por último, asumiendo que la configuración y presencia de los consejeros independientes en el CdA de sociedades españolas cotizadas pueda alcanzar el difícil equilibrio que venimos cuestionando y, por tanto, desarrollar una función de promoción efectiva del interés social; queda pendiente la difícil cuestión de la creación de un verdadero mercado de consejeros independientes que permita nutrir el sistema de profesionales cualificados para el desarrollo de esta función, y que a su vez funcione como mecanismo efectivo de incentivo para el mejor cumplimiento de su cometido<sup>115</sup>. A la postre, la normativa y recomendaciones de gobierno corporativo relativas a los consejeros independientes serán estériles si no pueden ejecutarse en la práctica por la ausencia de este mercado.

El posible desarrollo de un mercado de consejeros independientes depende, crucialmente aunque no de forma exclusiva, de las decisiones que se adopten en tres

---

<sup>115</sup> Sobre la importancia de incentivar a los consejeros independientes para el mejor desarrollo de sus funciones, identificando el riesgo de que “*al no guardar ninguna relación mercantil ni ninguna otra distinta de aquella que lo vincula como consejero, [actúe] negligentemente*”, véase OLCSE (2005) 43.

dimensiones hasta cierto punto encontradas<sup>116</sup>. El diseño de normas relativas a la dedicación de los consejeros independientes (y en especial a la acumulación de cargos o consejerías), a su cualificación y a su remuneración determinarán las posibilidades de aparición y desarrollo de este mercado de consejeros independientes<sup>117</sup>.

Las recomendaciones actuales del CUBG, centradas en i) una limitación de la dedicación de los consejeros independientes, tanto por el número de consejerías que conviene que acumulen (recomendación 26)<sup>118</sup>, como por la aparente bondad de que desarrollen otras actividades que les garanticen un sustento ajeno a su función como consejeros independientes y les permitan tener experiencia en ámbitos relevantes para la gestión y administración de la empresa; ii) una limitación de su remuneración (recomendación 37) y de sus componentes variables (recomendación 36) a efectos de no comprometer su independencia por su interés en mantener la consejería “a cualquier precio”; y iii) el establecimiento de elevados requisitos de cualificación y experiencia, para asegurar que contribuyen con un *input* positivo a la toma de decisiones en el seno del CdA, acaban por restringir la posible aparición de un verdadero mercado de consejeros independientes capaz de generar incentivos adecuados para controlar su actuación y desempeño (comentario a la recomendación 27)<sup>119</sup>.

---

<sup>116</sup> Aparte de otras cuestiones, como la transparencia de la información relativa a la actuación de los consejeros independientes, o las normas de funcionamiento de la comisión de nombramientos en cuanto a la evaluación del desempeño de las funciones de los independientes y a la aparición de observatorios independientes que traten, analicen y difundan esta información; que, siendo igualmente claves para la aparición y adecuado funcionamiento de este mercado de consejeros independientes, están más indirectamente relacionadas con el objeto de nuestra reflexión.

<sup>117</sup> Sobre las dificultades para el desarrollo de un verdadero mercado de consejeros independientes, en torno al difícil equilibrio entre acumulación de consejerías, remuneración y dedicación, véase SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE (2006a) 75–78 y 88–90 (aunque su oposición a la remuneración variable de los consejeros independientes, salvo si es forma de entrega de acciones de la sociedad en términos prefijados en el momento de su nombramiento, no se entiende bien, dado que prácticamente todas las opciones de remuneración variable generan incentivos similares para los consejeros). También GELB (2006) 161–162.

<sup>118</sup> FICH Y SHIVDASANI (2006) 722: “our results show that boards relying heavily on outside directors that serve on several boards are likely to experience a decline in their quality of corporate governance [...] we are inclined to suggest that for some firms, the optimal board design entails lower reliance on outside directors that serve on numerous boards”.

<sup>119</sup> Aproximadamente en los mismos términos, SEGURA (2004) 143 ha sintetizado las dificultades que estos requisitos imponen al desarrollo de un mercado de consejeros independientes: “un consejero independiente debe tener una remuneración relativamente modesta para que el coste de abandonar el CdA no sea excesivo; sin elementos variables, más que quizá una cláusula de indexación automática [...]; deben ser nombrados por los accionistas, no por los propios ejecutivos; por periodos largos y no renovables; no deben tener directa ni indirectamente intereses que puedan entrar en conflicto con la empresa o sus accionistas y, por último, deben ser profesionales competentes. Cabe sospechar que estos requisitos –todos imprescindibles para lograr la independencia real– limitan drásticamente la oferta de

Frente a estas restricciones, parece que no quepa más que el desarrollo de un mercado de consejeros independientes “semi-profesionales” o “a tiempo parcial”, lo que siempre pondrá en cuestión su verdadera independencia o, al menos, generará potenciales situaciones de conflicto de interés sobrevenido, en función de la evolución de las otras actividades del consejero independiente a lo largo de su mandato. La difícil profesionalización de los consejeros independientes deriva de la desconfianza en que su principal (si no única) fuente de ingresos sea el desarrollo de su cargo como consejero independiente. Mientras que es razonable que el consejero no dependa económicamente de una sola de las sociedades en que ocupa un asiento en el CdA, no se aprecia una buena razón para que su modo de vida no sea exclusivamente el desempeño de esta función para varias sociedades cotizadas. Sin embargo, esta posibilidad se ve restringida por la limitación en el número de consejerías que idealmente debe ocupar si se quiere garantizar una dedicación suficiente a sus funciones como miembro del órgano de administración. En efecto, la compatibilización de un elevado número de cargos de consejero puede mermar la efectividad de la actuación del consejero independiente, especialmente en aquellas épocas del año (o del ejercicio económico, si se prefiere) en que la acumulación y solapamiento de compromisos de asistencia y participación en las reuniones de los distintos CdA sea prácticamente inevitable (cierre de ejercicio, formulación de cuentas, celebración de la Junta General ordinaria, etcétera). Por tanto, el primer conflicto entre dependencia económica y acumulación de cargos se plantea de manera irresoluble.

De otra parte, la posible profesionalización de los consejeros independientes también se ve dificultada por los requisitos de cualificación implícitos en las recomendaciones de buen gobierno corporativo. En la medida en que se potencia la diversidad de extracción profesional de los consejeros (no sólo de los independientes) y que desarrollen actividades que les aporten una experiencia y contacto con la realidad económico-empresarial que aporten un valor añadido a su presencia en el CdA, se generan potenciales situaciones de conflicto de interés a lo largo del mandato del consejero independiente cuya evitación viene a limitar su efectividad. Pese a no encontrarse en situaciones de competencia con la sociedad cotizada, ni de vinculación

---

*consejeros independientes. Y si la ley acaba exigiendo un número elevado de consejeros independientes funcionarán los mecanismos de mercado: o su remuneración se elevará erosionando su independencia efectiva o la competencia profesional exigida se degradará”.*

con la sociedad, sus accionistas significativos o sus directivos, en el momento de su nombramiento, el desarrollo de actividades propias por el consejero independiente de forma paralela durante el desempeño de su cargo puede dar lugar a este tipo de relaciones o vinculaciones, o a posibles conflictos de interés (especialmente en el caso de profesionales como abogados o economistas). La obligación de mantener su independencia a lo largo de todo el periodo en que sea miembro del CdA viene a restringir, por tanto, las actividades que el consejero independiente puede desarrollar o, cuanto menos, el público al que puede dirigirse (a efectos de evitar el establecimiento de relaciones de proximidad o de conflicto de interés con la sociedad, sus accionistas significativos o sus directivos). Esta restricción no sólo limita su capacidad para seguir acumulando experiencia y desarrollando actividades complementarias y positivas para el desarrollo de su función de consejero, sino que también tendrá un impacto negativo en su capacidad para obtener rendimientos derivados de estas actividades (la cuestión de la remuneración es, desde luego, central para este problema y aparece desde diversas perspectivas).

En la medida en que las recomendaciones de buen gobierno dificultan en gran medida la existencia de consejeros independientes profesionales, con dedicación plena a esta función, para un número relativamente reducido de sociedades cotizadas de las que obtienen la mayor parte de sus ingresos, la aparición de un verdadero mercado de consejeros independientes se antoja difícil y su funcionamiento parece insuficiente para incentivarles adecuadamente al desempeño de sus funciones con la necesaria dedicación y verdadera independencia. De hecho, el conjunto de las recomendaciones de buen gobierno viene a limitar la posible participación como consejeros independientes a un núcleo reducido de personas que, por su ocupación principal o por su patrimonio, puedan compatibilizar esta función a tiempo parcial (y, principalmente, al excluir la posibilidad de actuación como consejero independiente a consejeros ejecutivos o dominicales en otras sociedades, a académicos o profesores universitarios y, en menor medida, a profesionales independientes). Esta restricción condiciona la existencia de un verdadero mercado de consejeros independientes (por su profundidad, amplitud y las elevadas barreras de entrada) y limita las posibilidades de elección de los comités de nombramientos de las sociedades cotizadas para atraer a verdaderos consejeros independientes profesionales. En definitiva, viene a limitar la efectividad de la institución de los consejeros independientes como herramienta de buen gobierno.



## 8. CONCLUSIONES

El movimiento de buen gobierno corporativo y la consiguiente convergencia de la regulación española de las sociedades cotizadas con las propias de otros ordenamientos europeos –y, quizá más especialmente, con los angloamericanos- se ha basado en el trasplante, en ocasiones acrítico, de instituciones foráneas desarrolladas para resolver problemas específicos de otras realidades socioeconómicas. En general, la técnica de las recomendaciones de buen gobierno y su difusión en nuestro ordenamiento societario – más habituado a las normas imperativas en aspectos cruciales de la estructura y el gobierno corporativo de las sociedades de capital- provoca algunas distorsiones y demuestra una eficacia reducida en la práctica.

Las recomendaciones sobre la composición del CdA, en particular las relativas a los consejeros independientes, constituyen un claro ejemplo de un trasplante con finalidad y eficacia discutible. Por tanto, pese a la relativamente larga tradición de esta recomendación de integración de miembros independientes en el CdA, todavía resulta pertinente el estudio de su necesidad y sentido para las sociedades cotizadas españolas.

Como hemos visto, las dificultades para el trasplante de la institución de los consejeros independientes derivan principalmente de la particular estructura de propiedad y control de las sociedades cotizadas españolas. La existencia de accionistas significativos o de referencia, propia de un sistema de bloques de control o de propiedad concentrada, plantea una problemática peculiar y muy diferenciada de la propia de mercados de accionariado disperso. Los conflictos de interés derivados de la relación de agencia entre administradores y accionistas son débiles, dada la proximidad entre accionista o accionistas de control y gestores. En cambio, se plantea una nueva relación de agencia entre estos accionistas de control y los accionistas minoritarios o dispersos, que da lugar a un conflicto de interés peculiar que se concreta en la posible extracción de beneficios privados del control. Ante esta disparidad de problemas de agencia y conflictos de interés, los consejeros independientes de sociedades cotizadas españolas están necesariamente llamados a desarrollar, en su caso, una función distinta de la que se les atribuye en los ordenamientos angloamericanos.

Por tanto, al no poderseles asignar sin más el rol que les corresponde en sus ordenamientos jurídicos de origen, *en el ámbito de las sociedades cotizadas españolas los consejeros independientes son una institución en busca de sentido y función*. Cabe pensar razonablemente que este vacío tenga que integrarse atendiendo a la esencia del problema que dio lugar a su aparición, que no es otro que la necesidad de asegurar que la gestión de la sociedad se realiza para la maximización del interés social –en su base, no es otro el problema planteado en el entorno anglosajón, en que la gestión se consideraba desarrollada en interés de los propios administradores, y no en interés de los socios-. Así, el análisis de la necesidad y sentido de los consejeros independientes requiere, como inevitable punto de partida, la correcta determinación del interés social; pues *su presencia sólo se justificará en la medida en que pueda contribuir de manera efectiva a una mejor gestión de la sociedad anónima cotizada en persecución del interés social*.

La legislación societaria española se basa en el modelo contractualista de sociedad, por lo que el interés social sólo puede ser el interés común del conjunto de los accionistas, que con carácter general no es otro que el incremento del valor de la sociedad de forma sostenida a largo plazo. La esencia del contrato de sociedad es la persecución de un fin común de carácter lucrativo y esa esencia, destilada a través de la cláusula del interés social, debe iluminar las actuaciones del órgano de administración. De este modo, y a salvo las precisiones y alteraciones que los socios puedan introducir por vía estatutaria o mediante otros mecanismos voluntarios de limitación o concreción del interés social (independientemente de su mera eficacia *ad intra*), la gestión del CdA deberá orientarse exclusivamente a la maximización del interés del conjunto de los socios, sin que quepa imponerles ningún deber de tener en cuenta intereses extrasociales o de terceros. En definitiva, la gestión llevada a cabo por el CdA no deberá basarse en principios o consideraciones de responsabilidad social corporativa que resulten ajenas al interés social (que, en su caso, corresponde tutelar a otras ramas del ordenamiento jurídico). Y, por tanto, *la necesidad y sentido de los consejeros independientes tampoco podrán justificarse por su eventual función de promoción de esta responsabilidad social corporativa, sino que debe limitarse a su capacidad para contribuir de manera efectiva a la mejor promoción del interés social, entendido como el interés del conjunto de los accionistas*.

Desde esta perspectiva restringida de las normas de buen gobierno corporativo, la institución de los consejeros independientes plantea destacables dificultades conceptuales de dos clases, de las que resulta especialmente compleja su distinción respecto al resto de miembros del CdA. En primer lugar, la taxonomía de consejeros resulta necesariamente insatisfactoria por las dificultades que una estructura de control como la española impone para establecer una distinción clara entre consejeros ejecutivos y dominicales (puesto que el nombramiento de los ejecutivos difícilmente podrá producirse sin el consentimiento del accionista o accionistas de control), y entre dominicales e independientes (en la medida en que las fronteras conceptuales entre estos tipos de accionistas externos son difíciles de articular en la práctica) – como evidencia la aparición de la categoría (residual) de los “otros consejeros” externos que viene a cuestionar la solidez conceptual de las definiciones empleadas-. En segundo lugar, y en esta misma línea, la configuración de los requisitos de independencia exigibles a estos consejeros resulta igualmente insatisfactoria, al tener que basarse necesariamente en criterios indirectos y formales, que pueden resultar inadecuados tanto por exceso, como por defecto.

Adicionalmente, estas dificultades de conceptualización vienen acompañadas de una no menos compleja problemática asociada a la atribución de funciones específicas a los consejeros independientes que, a su vez, sean diferenciadoras de esta categoría (o ajenas al resto de tipologías de consejeros). En efecto, la existencia de un único régimen jurídico aplicable a la totalidad de los miembros del CdA (base, o consecuencia necesaria, de la configuración monista de este órgano) impide la asignación de funciones estrictas de supervisión (del propio CdA o del resto de consejeros) a los consejeros independientes. Por otra parte, las exigencias de actuación desinteresada (o en ausencia de conflicto de interés) y de promoción del interés social (que propiamente excluye, recuérdese, consideraciones propia de la responsabilidad social corporativa) también son insuficientes para la configuración de un régimen funcional específico para los consejeros independientes. En definitiva, no resulta sencillo encontrar un cometido claro para los consejeros independientes que no esté asignado, explícita o implícitamente, a la totalidad de los miembros del CdA por nuestra regulación de sociedades cotizadas.

Por último, incluso asumiendo una superación de las anteriores dificultades de conceptualización y asignación de funciones propias a los consejeros independientes, se plantean dos dificultades operativas que no contribuyen a despejar las dudas relativas a su necesidad y sentido en el ámbito de las sociedades cotizadas españolas. De una parte, y con carácter interno, se plantean dificultades de integración de los consejeros independientes en el órgano colegiado de administración. En el extremo, la promoción excesiva de su presencia puede llevar a una situación de “aislamiento” de estos consejeros en el seno del CdA que venga a desvirtuar su concepción unitaria y funcionamiento colegiado, configurando una situación de “control” del órgano de administración por los consejeros independientes que vendría a resucitar un conflicto de interés similar al que dio lugar a su nacimiento en el ámbito anglosajón, a dificultar la existencia de mecanismos de información adecuados para la gestión societaria, y a plantear eventuales situaciones de conflictividad o captura de los consejeros independientes que no son deseables. De otra parte, y con carácter externo, las actuales recomendaciones de buen gobierno (en cierto punto, inherentes a la pretendida o deseada independencia de estos consejeros) obstaculizan el desarrollo de un mercado eficiente de consejeros independientes (limitando la posible participación como consejeros independientes a un núcleo reducido de personas que, por su ocupación principal o por su patrimonio, puedan compatibilizar esta función). La aparición de este mercado sería imprescindible para una adecuada implantación de las recomendaciones de integración de consejeros independientes por parte de las sociedades cotizadas españolas y, sin embargo, no parece que en las condiciones actuales pueda alcanzar el grado de eficiencia deseable.

En suma, *el análisis desarrollado en este trabajo permite cuestionar no sólo la posibilidad de que existan consejeros independientes, sino más bien la propia necesidad de su integración en los CdA de sociedades cotizadas españolas. Conclusión que no debe sorprender, cuando su indefinición conceptual y funcional y el cuestionamiento de su eficacia para la promoción del interés social son compartidas en la tierra que los vio nacer. En definitiva, puede resultar beneficioso que su trasplante no arraigue entre las sociedades cotizadas españolas.*

## 9. REFERENCIAS

- AGRAWAL, A. Y C. KNOEBER (1996). *Firm Performance and Mechanisms to Control Agency problems between Managers and Shareholders*, 31 JOURNAL OF FINANCIAL AND QUANTITATIVE ANALYSIS 377.
- AGUILERA, RUTH V. (1998). *Directorship Interlocks in Comparative Perspective: The Case of Spain*, 14 EUROPEAN SOCIOLOGICAL REVIEW 319.
- AGUILERA, RUTH V. Y ÁLVARO CUERVO-CAZURRA (2004). *Codes of good governance worldwide: What is the trigger?*, 25 ORGANIZATION STUDIES 417.
- ALCOVER GARAU, GUILLERMO (1994). *La representación proporcional de la minoría en el Consejo de la Administración de la SA y el principio mayoritario en el funcionamiento de la Junta General de accionistas*, 2 REVISTA DE DERECHO DE SOCIEDADES 83.
- ALFARO ÁGUILA-REAL, JESÚS (1995). INTERÉS SOCIAL Y DERECHO DE SUSCRIPCIÓN PREFERENTE. Civitas, Madrid.
- ALONSO LEDESMA, CARMEN (1999). *El Papel de la Junta General en el gobierno corporativo de las sociedades de capital*, en ESTEBAN VELASCO, GAUDENCIO (Coord.). EL GOBIERNO DE LAS SOCIEDADES COTIZADAS. Colección Garrigues. Marcial Pons, Madrid y Barcelona, 615–704.
- ALONSO UREBA, ALBERTO (2006a). *Diferenciación de funciones (supervisión y dirección) y tipología de consejeros (ejecutivos y no ejecutivos) en la perspectiva de los arts. 133.3 (responsabilidad de administradores) y 141.1 (autoorganización del Consejo) del TRLSA*, en VV. AA., DERECHO DE SOCIEDADES COTIZADAS. Thomson-Aranzadi, Cizur Menor, Vol. II, 769–850.
- ALONSO UREBA, ALBERTO (2006b). *Consejeros Independientes*, en ALONSO, CARMEN (Dir), DICCIONARIO DE DERECHO DE SOCIEDADES. Iustel, Madrid, 364–369.
- ARROYO, IGNACIO (2003). *Interés social c/ Interés de la mayoría*, en VÍTOLO, D.R. y EMBID, J. M. (dir.), LAS SOCIEDADES COMERCIALES Y SU ACTUACIÓN EN EL MERCADO. ACTAS DEL PRIMER CONGRESO ARGENTINO ESPAÑOL DE DERECHO MERCANTIL. Comares, Granada, 699–712 [publicado antes (2002) bajo el título de *Reflexiones en torno al interés social*, en DERECHO DE SOCIEDADES, LIBRO HOMENAJE A FERNANDO SÁNCHEZ CALERO. MacGraw-Hill, Madrid, Vol. II, 1845–1858].
- ARRUÑADA, BENITO (1990). *Control y Regulación de la Sociedad Anónima*, Alianza Editorial, Madrid.
- ASHBY, SETH W. (2005). *Strengthening the Public Company Board of Directors: Limited Shareholder Access to the Ballot vs. Required Majority Board Independence*, 2005 UNIVERSITY OF ILLINOIS LAW REVIEW 521.
- BAINBRIDGE, STEPHEN M. (2006). *Director Primacy and Shareholder Disempowerment*, 119 HARVARD LAW REVIEW 1735.
- BEBCHUK, LUCIAN A. (2004). *The Case for Shareholder Access to the Ballot*, 59 BUSINESS LAWYER 43.
- BEBCHUK, LUCIAN A. (2006). *Letting Shareholders Set the Rules*, 119 HARVARD LAW REVIEW 1784.
- BEBCHUK, LUCIAN A. (2007). *The Myth of the Shareholder Franchise*, 93 VIRGINIA LAW REVIEW 675.
- BERKOWITZ, DANIEL, KATHARINA PISTOR Y JEAN-FRANCOIS RICHARD (2003a), *Economic development, legality, and the transplant effect*, 47 EUROPEAN ECONOMIC REVIEW 165.
- BERKOWITZ, DANIEL, KATHARINA PISTOR Y JEAN-FRANCOIS RICHARD (2003b), *The Transplant Effect*, 51 AMERICAN JOURNAL OF COMPARATIVE LAW 163.
- BERLE, ADOLF A. Y MEANS, GARDINER C. (1967). THE MODERN CORPORATION AND PRIVATE PROPERTY. Edición revisada por los autores. Harcourt, Brace & World, Nueva York.
- BHAGAT, S. Y B. BLACK (1999). *The Uncertain Relationship between Board Composition and Firms Performance*, 54 BUSINESS LAWYER 921.

- BHAGAT, S. Y B. BLACK (2001). *The Non-Correlation between Board Independence and Long Term Firm Performance*, 27 JOURNAL OF CORPORATION LAW 231.
- BLACK, BERNARD S., REINIER KRAAKMAN y ANNA TARASSOVA (2000). *Russian Privatization and Corporate Governance: What Went Wrong?*, 52 STANFORD LAW REVIEW 1731.
- BOROWSKI, IRWIN (1984). *Corporate Accountability: The Role of the Independent Director. Symposium: Issues on Corporate Accountability*, 1984 JOURNAL OF CORPORATION LAW 455.
- BRUDNEY, VICTOR (1982). *The Independent Director – Heavenly City or Potemkin Village?*, 95 HARVARD LAW REVIEW 597.
- BUSTILLO SAIZ, M<sup>a</sup>. DEL MAR (1999). LA SUBSANACIÓN DE ACUERDOS SOCIALES POR LA JUNTA GENERAL DE LA SOCIEDAD ANÓNIMA. Aranzadi, Elcano.
- CANALS, JORDI Y JOAN FONTRDONA (2006). *Responsabilidad corporativa y gobierno de la empresa*, en VV. AA., LA RESPONSABILIDAD CORPORATIVA. UNA PROPUESTA PARA UN ENTORNO EMPRESARIAL MÁS EFICIENTE Y SOCIALMENTE COMPROMETIDO. Fundación de Estudios Financieros, Madrid.
- CHEFFINS, BRIAN R. (1997). COMPANY LAW: THEORY, STRUCTURE AND OPERATION. Clarendon Press, Oxford.
- CLARK, ROBERT C. (2006). *Los cambios en el gobierno corporativo tras la Sarbanes-Oxley Act: Una historia con moraleja también para el legislador*, en AA. VV., GOBIERNO CORPORATIVO Y CRISIS EMPRESARIALES. II SEMINARIO HARVARD-COMPLUTENSE DE DERECHO MERCANTIL. Marcial Pons, Madrid y Barcelona, 13–58.
- CLARK, ROBERT C. ET AL (2007). *Panel Discussion: “New Challenges in the Boardroom”*, 12 FORDHAM JOURNAL OF CORPORATE & FINANCIAL LAW 779
- CLARKE, DONALD C. (2007). *Three Concepts of the Independent Director*, 32 DELAWARE JOURNAL OF CORPORATE LAW 73.
- CRESPI CLADERA, RAFEL (1998). *Determinantes de la estructura de propiedad: Una aproximación al Caso español con datos de panel*, 206 MONEDA Y CRÉDITO 115.
- CRESPI CLADERA, RAFEL (2002). *Directivos: incentivos, supervisión y control*, 93 ECONOMISTAS 41.
- CRESPI CLADERA, RAFEL Y MIGUEL ANGEL GARCÍA-CESTONA (2001). *Ownership and Control of Spanish Listed Firms*, en THE CONTROL OF CORPORATE EUROPE, F. Barca y M. Becht (eds.). Oxford University Press, Oxford, 207–227.
- CRESPI CLADERA, RAFEL Y CARLES GISPERT (2002). *Causes and Consequences of Block Share Purchases, Evidence from Spanish Non-Financial Firms*, 6 JOURNAL OF MANAGEMENT AND GOVERNANCE 235.
- CRESPI CLADERA, RAFEL Y MIGUEL ANGEL GARCÍA-CESTONA (2002). *Propiedad y control: una perspectiva europea*, 50 EKONOMIAZ 110.
- CRESPI CLADERA, RAFEL y EVA JANSSON (2004). “Estructura de propiedad en las grandes sociedades anónimas por acciones. Evidencia empírica española en el contexto internacional”, *Document de Treball del Departament d’Economia i Empresa* n.º 04/3. Disponible <http://selene.uab.es/dep-economia-empresa/documents/04-3.pdf>.
- CUERVO-CAZURRA, ÁLVARO (1996). *Tres perspectivas teóricas de las funciones del consejo de administración*, 2 SITUACIÓN 119.
- CUERVO-CAZURRA, ÁLVARO (1998). *La reforma del consejo de administración en España: Límites a la aplicación de los modelos Anglo-Sajones*, 769 INFORMACIÓN COMERCIAL ESPAÑOLA 9.
- CUERVO-CAZURRA, ÁLVARO (1999). *Grandes accionistas y beneficios privados: El caso de los bancos como accionistas de empresas no financieras (Large shareholders and private benefits: The case of banks as shareholders of non-financial firms)*, 5 INVEST. EUROPEAS DE DIRECCIÓN Y ECONOMÍA DE LA EMPRESA 21.
- CUERVO-CAZURRA, ÁLVARO y RUTH V. AGUILERA (2004). *The worldwide diffusion of codes of good governance*, en A.

- GRANDORI (ed.). CORPORATE GOVERNANCE AND FIRM ORGANIZATION. Oxford University Press, Oxford, 318–348.
- CUERVO GARCÍA, ÁLVARO; ANA I. FERNÁNDEZ Y SILVIA GÓMEZ ANSÓN (2002). *Mecanismos externos de control de la empresa: el papel de los bancos y el Mercado de control en entornos de baja protección del inversor*, 50 EKONOMIAZ 54.
- DAILY, CATHERINE M., JONATHAN L. JOHNSON Y DAN R. DALTON (1999). *On the Measurements of Board Composition: Poor Consistency and a Serious Mismatch of Theory and Operationalization*, 30 DECISION SCIENCES 83.
- DALLAS, GEORGE S. Y HAL S. SCOTT (2006). *Can One Set of Rules Fit All? Mandating Corporate Behavior*, 2 CORP. GOVERNANCE LAW REVIEW 117.
- DANIEL, WILLIAM E. (2003). *Corporate Governance in Indonesian Listed Companies - A Problem of Legal Transplant*, 15 BOND LAW REVIEW 345.
- DEMSETZ, HAROLD Y KENNETH LEHN (1985). *The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences*, 93 JOURNAL OF POLITICAL ECONOMY 1155.
- DÍAZ DÍAZ, BELÉN y MYRIAM GARCÍA OLALLA (2002). *An Empirical Analysis of Monitoring Behaviour and Private Benefits of Investors in the Spanish Market*, 6 JOURNAL OF MANAGEMENT AND GOVERNANCE 29.
- DÍAZ ECHEGARAY, J. L. (2004). DEBERES Y RESPONSABILIDADES DE LOS ADMINISTRADORES DE LAS SOCIEDADES DE CAPITAL. Thomson-Aranzadi, Pamplona.
- DRAVIS, BRUCE F. (2007). INDEPENDENT DIRECTOR'S GUIDEBOOK. American Bar Association, Section of Business Law, Chicago (IL).
- DUCHIN, RAN, JOHN MATSUSAKA Y OGUZHAN OZBAS (2008). "When Are Outside Directors Effective?", *Law and Economics Working Paper Series, University of Southern Carolina Law School*. Disponible en <http://law.bepress.com/usclwps/lewps/art71>
- DUQUE, JUSTINO F. (2006). *Del texto refundido de la LSA de 1989 a la Ley de*
- Transparencia de 2003: Hitos y situación actual del ordenamiento español en materia de gobierno corporativo*, en RODRÍGUEZ ARTIGAS et al (dir.), DERECHO DE SOCIEDADES ANÓNIMAS COTIZADAS. Thomson-Aranzadi, Cizur Menor, Vol. I, 251–286.
- EASTERBROOK, FRANK. H. y DANIEL R. FISCHEL (2002). LA ESTRUCTURA ECONÓMICA DEL DERECHO DE LAS SOCIEDADES DE CAPITAL (Traducción de Francisco Marcos). Fundación Cultural del Notariado, Madrid.
- EMBED DE IRUJO, JOSÉ MIGUEL (2004a). *La responsabilidad social corporativa ante el Derecho mercantil*, 42 CUADERNOS DE DERECHO Y COMERCIO 11.
- EMBED DE IRUJO, JOSÉ MIGUEL (2004b). *Perfil jurídico de la responsabilidad social corporativa*, 12 REVISTA VALENCIANA DE ECONOMÍA Y HACIENDA 51.
- EMBED DE IRUJO, JOSÉ MIGUEL (2006a). *Apuntes sobre los deberes de fidelidad y lealtad de los Administradores de las Sociedades Anónimas*, 46 CUADERNOS DE DERECHO Y COMERCIO 9.
- EMBED DE IRUJO, JOSÉ MIGUEL (2006b). *Hacia una mejor regulación legal de la sociedad cotizada*, en VV. AA. RÉGIMEN JURÍDICO ESPAÑOL DE LA SOCIEDAD COTIZADA. Comares, Granada, 1–12.
- ESTEBAN VELASCO, GAUDENCIO (1982). *El poder de decisión en las sociedades anónimas*. Civitas – Fundación Universidad Empresa, Madrid.
- ESTEBAN VELASCO, GAUDENCIO (1999). *La renovación de la estructura de la administración en el marco del debate sobre el gobierno corporativo*, en íb. (Coord.) EL GOBIERNO DE LAS SOCIEDADES COTIZADAS. Colección Garrigues. Marcial Pons, Madrid y Barcelona, 137–212.
- ESTEBAN VELASCO, GAUDENCIO (2001). *El Gobierno de las sociedades cotizadas. La experiencia española*, 35 CUADERNOS DE DERECHO Y COMERCIO 11.
- ESTEBAN VELASCO, GAUDENCIO (2006a). *La separación entre Dirección y Control: el sistema monista español frente a la opción entre distintos sistemas que ofrece el Derecho comparado*, en RODRÍGUEZ

- ARTIGAS et al (dir.), DERECHO DE SOCIEDADES ANÓNIMAS COTIZADAS. Thomson-Aranzadi, Cizur Menor, Vol. II, 727-768.
- ESTEBAN VELASCO, GAUDENCIO (2006b). *Reorganización de la composición del Consejo: clases de consejeros, en particular los consejeros independientes (Recomendaciones 7 y 9 a 15)*, 27 REVISTA DE DERECHO DE SOCIEDADES 85.
- ESTEBAN VELASCO, GAUDENCIO (2007). *Consejeros independientes: función y criterios de independencia en el Código Unificado de Buen Gobierno*, en AA.VV. ESTUDIOS DE DERECHO DE SOCIEDADES Y DERECHO CONCURSAL. LIBRO HOMENAJE AL PROFESOR RAFAEL GARCÍA VILLAVERDE. Marcial Pons, Madrid-Barcelona, 499-529.
- FAMA, EUGENE F. Y MICHAEL C. JENSEN (1983). *Separation of Ownership and Control*, 26 JOURNAL OF LAW AND ECONOMICS 301 [publicado en MICHAEL C. JENSEN (1998), FOUNDATIONS OF ORGANIZATIONAL STRATEGY, Harvard University Press, Cambridge (MA)]
- FARRANDO MIGUEL, IGNACIO (2006). *Una aproximación al "Buen Gobierno" de las sociedades anónimas abiertas*, en 26 REVISTA DE DERECHO DE SOCIEDADES 157.
- FERNÁNDEZ, ANA ISABEL Y SILVIA GÓMEZ ANSÓN (1999). *El gobierno de la empresa: mecanismos alineadores y supervisores de las actuaciones directivas*, 100 REVISTA ESPAÑOLA DE FINANCIACIÓN Y CONTABILIDAD 355.
- FERNÁNDEZ, ANA ISABEL, SILVIA GÓMEZ ANSÓN Y CARLOS FERNÁNDEZ-MÉNDEZ (1998). *El papel supervisor del Consejo de Administración sobre la actuación gerencial. Evidencia para el caso español*, 23 INVESTIGACIONES ECONÓMICAS 501.
- FERNÁNDEZ, CARLOS Y RUBÉN ARRONDO (2005). *Alternative Internal Controls as Substitutes of the Board of Directors*, 13 CORPORATE GOVERNANCE: AN INTERNATIONAL REVIEW 856.
- FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, LUIS (2006a). *La sociedad cotizada: problemas de política y de técnica jurídicas*, en VIVES, FERNANDO Y JAVIER PÉREZ-ARDÁ (Coord.) LA SOCIEDAD COTIZADA. Colección Garrigues. Marcial Pons, Madrid y Barcelona, 41-74.
- FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, LUIS (2006b). *Estrategias regulatorias y autonormativas en la modernización del gobierno de las sociedades cotizadas: una aproximación crítica*, en VV. AA. RÉGIMEN JURÍDICO ESPAÑOL DE LA SOCIEDAD COTIZADA. Comares, Granada, 13-48.
- FICH, ELIEZER M. Y ANIL SHIVDASANI (2006). *Are Busy Boards Effective Monitors?*, 61 JOURNAL OF FINANCE 689.
- FINK, RACHEL A. (2005-2006). *Social Ties in the Boardroom: Changing the Definition of Director Independence to Eliminate "Rubber-Stamping Boards"*, 79 SOUTHERN CALIFORNIA LAW REVIEW 455.
- FIRSTENBERG, PAUL B. Y BURTON G. MALKIEL (1980). *Why corporate boards need independent directors*, 69(4) MANAGEMENT REVIEW 26.
- GALVE GÓRRIZ, CARMEN Y VICENTE SALAS (2006). *Survival, Behaviour and Performance of Family and Non-Family Firms Listed on the Spanish Stock Exchange*, 5 ICAFI JOURNAL OF CORPORATE GOVERNANCE 18.
- GARCÍA DE ENTERRÍA, JAVIER (2006). *La sociedad cotizada como sociedad anónima. II. La Junta General. El reglamento de la Junta General*, en VV. AA. RÉGIMEN JURÍDICO ESPAÑOL DE LA SOCIEDAD COTIZADA. Comares, Granada, 105-126.
- GARRIDO GARCÍA, JOSÉ MARÍA (2002). *LA DISTRIBUCIÓN Y EL CONTROL DEL PODER EN LAS SOCIEDADES COTIZADAS Y LOS INVERSORES INSTITUCIONALES*. Studia Albornotiana LXXXII. Real Colegio de España, Bolonia.
- GARRIDO GARCÍA, JOSÉ MARÍA (2007). *El Buen Gobierno de las sociedades cotizadas: una perspectiva europea*, en 1 REVISTA DE DERECHO DEL MERCADO DE VALORES 39.
- GARRIGUES, JOAQUÍN (1933). *NUEVOS HECHOS, NUEVO DERECHO DE SOCIEDADES ANÓNIMAS*. Editorial Revista de Derecho Privado, Madrid (se maneja una edición de Civitas de 1998).



- GASSET, F. Y L. FERRANDIZ (1998). *Los consejos de administración en las empresas españolas*, 769 INFORMACIÓN COMERCIAL ESPAÑOLA 89.
- GELB, HARVEY (2006). *Corporate Governance and the Independence Myth*, 6 WYOMING LAW REVIEW 129.
- GIMÉNEZ ZURIAGA, ISABEL (2003). *El gobierno corporativo, el control de las empresas y la defensa de los derechos de los accionistas minoritarios*, 9 REV. VALENCIANA ECONOMÍA Y HACIENDA 123.
- GISPERT, CARLES Y PEDRO ORTÍN (2002). *Mecanismos de disciplina de los directivos en España: el consejo de administración y los sistemas de retribución*, 50 EKONOMIAZ 139.
- GÓMEZ ANSÓN, SILVIA (1998). EL MERCADO DE CONTROL CORPORATIVO Y LOS EFECTOS RIQUEZA ASOCIADOS A LAS ADQUISICIONES DE EMPRESAS. Servicio de Publicaciones de la U. de Oviedo, Oviedo.
- GORDON, JEFFREY N. (2007). *The Rise of Independent Directors in the United States, 1950–2005: of Shareholder Value and Stock Market Prices*, 59 STANFORD LAW REVIEW 1465-1567.
- GORSLINE, SCOTT J. (1989) *Statutory "Independent" Directors. A solution to the interested director problem?*, 66 UNIVERSITY DETROIT LAW REVIEW 655.
- GUERRA MARTÍN, GUILLERMO (2003). EL GOBIERNO DE LAS SOCIEDADES COTIZADAS ESTADOUNIDENSES. SU INFLUENCIA EN EL MOVIMIENTO DE REFORMA DEL DERECHO EUROPEO. Aranzadi, Cizur Menor.
- GUILLÉN, MAURO F. (2000) *Corporate Governance and Globalization: Is There Convergence across Countries?*, 13 ADVANCES IN COMPARATIVE INTERNATIONAL MANAGEMENT 175-204. Publicado también en Thomas Clarke, ed., THEORIES OF CORPORATE GOVERNANCE. Routledge, Nueva York, 2004, 223-242.
- HAN, TAN CHENG (2003). *Corporate Givernance and Independent Directors*, 15 SINGAPORE ACADEMY LAW JOURNAL 355.
- HANSMANN, HENRY Y REINIER KRAAKMAN (2002) *Toward a Single Model of Corporate Law?*, en MCCAHERY, MOERLAND, RAAIJMAKERS, Y RENNEBOOG (eds.), CORPORATE GOVERNANCE REGIMES: CONVERGENCE AND DIVERSITY, Oxford University Press, 56–82.
- HANSMANN, HENRY Y REINIER, KRAAKMAN (2001). *The End of History for Corporate Law*, 89 GEORGETOWN LAW JOURNAL 439-468
- HERMALIN, B. Y M. WEISBACH (1991). *The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance*, 20 FINANCIAL MANAGEMENT 101.
- HILL, JENNIFER G. (2005). *The Persistent Debate about Convergence in Comparative Corporate Governance*, 27 SYDNEY LAW REVIEW 743.
- HOFSTETTER, KARL (2005-2006). *One Size Does Not Fit All: Corporate Governance for "Controlled Companies"*, 31 NORTH CAROLINA JOURNAL OF INTERNATIONAL LAW & COMMERCIAL REGULATION 597.
- HOPT, KLAUS J. Y PATRICK C. LEYENS (2004). *Board Models in Europe – Recent Developments of Internal Corporate Governance Structures in Germany, the United Kingdom, France and Italy*, 2 EUROPEAN COMPANY AND FINANCIAL LAW REVIEW 135.
- IGLESIAS PRADA, JUAN LUIS (1971) ADMINISTRACIÓN Y DELEGACIÓN DE FACULTADES EN LA SOCIEDAD ANÓNIMA. Tecnos, Madrid.
- JORDAN, CALLY (2005) *The conundrum of Corporate Governance*, 30 BROOKLYN JOURNAL OF INTERNATIONAL LAW 93-1027.
- JUSTE MENCÍA, JAVIER (1995). LOS DERECHOS DE MINORÍA EN LA SOCIEDAD ANÓNIMA. Aranzadi, Elcano.
- JUSTE MENCÍA, JAVIER (2006). *Facultad de cooptación del consejo de administración y derecho de representación proporcional de la minoría*, 27 REVISTA DE DERECHO DE SOCIEDADES 345.
- KHANNA, TARUN; JOE KOGAN Y KRISHNA PALEPU (2006). *Globalization and Similarities in Corporate Governance: A Cross-Country Analysis*, 88 REVIEW OF ECONOMICS AND STATISTICS 69-90.

- KLEIN, A. (1998). *Firm Performance and Board Committee Structure*, 41(1) JOURNAL OF LAW AND ECONOMICS 275.
- KRAAKMAN, REINIER, PAUL DAVIES, HENRY HANSMAN, GERARD HERTIG, KLAUS HOPT, HIDEKI KANDA Y EDWARD ROCK (2004) *The Anatomy of Corporate Law: A Functional and Comparative Analysis*, Oxford University Press, 2004.
- LA PORTA, RAFAEL, FLORENCIO LÓPEZ-DE-SILANES Y ANDREI SHLEIFER (1999). *Corporate Ownership Around the World*, 54 JOURNAL OF FINANCE 471.
- LEECH, DENNIS Y MIGUEL C. MANJÓN (2002). *Corporate Governance in Spain (with an Application of the Power Indices Approach)*, 13 EUROPEAN JOURNAL OF LAW AND ECONOMICS 157.
- LEECH, DENNIS Y MIGUEL C. MANJÓN (2003) *Corporate Governance and Game Theoretic Analyses of Shareholder Power: the Case of Spain*, 35 APPLIED ECONOMICS 847.
- LIPTON, MARTIN Y WILLIAM SAVITT (2007). *The Many Myths of Lucian Bebchuk*, 93 VIRGINIA LAW REVIEW 733.
- LOZANO, M. BELÉN (2005). *El mercado de control empresarial ante el conflicto de agencia accionista-directivo*, 823 INFORMACIÓN COMERCIAL ESPAÑOLA 817.
- LOZANO, M<sup>a</sup> BELÉN, ALBERTO DE MIGUEL Y JULIO PINDADO (2004). *El conflicto accionista-directivo: Problemas y propuestas de solución*, 813 INFORMACIÓN COMERCIAL ESPAÑOLA 225.
- LOZANO, M<sup>a</sup> BELÉN, ALBERTO DE MIGUEL Y JULIO PINDADO (2005). *Propiedad y gestión en el mercado de control empresarial: Un enfoque de agencia*, 34 REVISTA ESPAÑOLA DE FINANCIACIÓN Y CONTABILIDAD 113.
- LUAN, CHING-JUNG Y MING-JE TANG (2007). *Where is Independent Director Efficacy?*, 15 CORPORATE GOVERNANCE 636.
- LLAVERO RODRÍGUEZ-PORRERO, MARTA (1999). EL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN DE LA SOCIEDAD ANÓNIMA. CISS, Madrid.
- MARCHESANI, DANIELE (2005). *The Concept of Autonomy and the Independent Director of Public Corporations*, 2 BERKELEY BUSINESS LAW JOURNAL 315.
- MARÍN DE LA BÁRCENA GARCIMARTÍN, FERNANDO (2006). *El concepto de interés social como fin de la actividad gestora en la proximidad a la insolvencia*, en AA. VV., GOBIERNO CORPORATIVO Y CRISIS EMPRESARIALES. II SEMINARIO HARVARD-COMPLUTENSE DE DERECHO MERCANTIL. Marcial Pons, Madrid, 255–275.
- MARINA GARCÍA-TUÑÓN, ÁNGEL (2006). GOBIERNO CORPORATIVO, INFORMACIÓN ECONÓMICA Y REGISTRO MERCANTIL. Colegio de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España, Madrid.
- MARTÍN DE VIDALES, MÓNICA y ÁLVARO LÓPEZ – JARRÍN (2006). *El consejo de administración de las sociedades cotizadas*, en VIVES, FERNANDO y JAVIER PÉREZ-ARDÁ (Coord.) LA SOCIEDAD COTIZADA. Colección Garrigues. Marcial Pons, Madrid y Barcelona, 261–306.
- MARTÍNEZ SANZ, FERNANDO (1992). LA REPRESENTACIÓN PROPORCIONAL DE LA MINORÍA EN EL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN. Civitas, Madrid.
- MATEU DE ROS CEREZO, RAFAEL (2004). LA LEY DE TRANSPARENCIA DE LAS SOCIEDADES ANÓNIMAS COTIZADAS. Thomson-Aranzadi, Cizur Menor.
- MATEU DE ROS CEREZO, RAFAEL (2007a). EL CÓDIGO UNIFICADO DE GOBIERNO CORPORATIVO. Thomson-Aranzadi, Cizur Menor.
- MATEU DE ROS CEREZO, RAFAEL (2007b). *Los consejeros dominicales y el gobierno de la empresa*, 16 UNIVERSIA BUSINESS REVIEW, 4<sup>o</sup> trimestre, 10–21.
- McKEAN, ASHLEY (2003). *Corporate Governance Law in Spain: A Vibrant Transition Fuelled by the Recent Reforms of Aldama*, 35 GEORGETOWN JOURNAL OF INTERNATIONAL LAW 105.
- MENÉNDEZ MENÉNDEZ, AURELIO (1976). *El absentismo de los accionistas y el desequilibrio de poder en la sociedad anónima*, en ESTUDIOS JURÍDICOS EN HOMENAJE AL PROFESOR FEDERICO DE CASTRO. Civitas, Madrid, Vol. II, 273–292.

- MILLER, JONATHAN M. (2003). *A Typology of Legal Transplants: Using Sociology, Legal History and Argentine Examples to Explain the Transplant Process*, 51 AMERICAN JOURNAL OF COMPARATIVE LAW 839.
- MORALES, JOSÉ RAMÓN Y SERGIO SÁNCHEZ SOLÉ (2006). *La Junta General. El Reglamento de la Junta General*, en VIVES, FERNANDO y JAVIER PÉREZ-ARDÁ (Coord.) LA SOCIEDAD COTIZADA. Colección Garrigues. Marcial Pons, Madrid y Barcelona, 217-260.
- MORILLAS JARILLO, MARÍA JOSÉ (2002). LAS NORMAS DE CONDUCTA DE LOS ADMINISTRADORES DE LAS SOCIEDADES DE CAPITAL. La Ley, Madrid.
- NICHOLLS, CHRISTOPHER C. (2003). *The Outside Director: Policeman or Policebo?*, 38 CANADIAN BUSINESS LAW JOURNAL 323.
- NOTE (2004-2005) *Developments in the Law: Corporations and Society*, 117 HARVARD LAW REVIEW 2169.
- NOTE (2005-2006). *Beyond «Independent» Directors: A Functional Approach to Board Independence*, 119 HARVARD LAW REVIEW 1553.
- OLCESE SANTONJA, ALDO (2005). TEORÍA Y PRÁCTICA DEL BUEN GOBIERNO CORPORATIVO. Marcial Pons, Madrid y Barcelona.
- OLIVENCIA RUIZ, MANUEL (1996). *Managers' Revolution/Independents' Counter-revolution (Ensayo sobre una nueva fase en la evolución de la sociedad anónima)*, en IGLESIAS PRADA, JUAN LUIS (Coord.) en ESTUDIOS JURÍDICOS EN HOMENAJE AL PROFESOR AURELIO MENÉNDEZ. Civitas, Madrid, Vol. II, 2173-2193.
- OLIVENCIA RUIZ, MANUEL (2001). *El gobierno de las sociedades*, en DERECHO DE SOCIEDADES, LIBRO HOMENAJE A FERNANDO SÁNCHEZ CALERO. MacGraw-Hill, Madrid, Vol. II, 1771-1803.
- OLIVENCIA RUIZ, MANUEL (2007). *El buen gobierno de las sociedades y su evolución*, 108 REVISTA DE DERECHO BANCARIO Y BURSÁTIL 209.
- OLSON, JOHN F. (2007). *Professor Bebchuk's Brave New World: A Reply to the "Myth of the Shareholder Franchise"*, 93 VIRGINIA LAW REVIEW 773.
- PAZ-ARES, J. CÁNDIDO (1993). *Comentarios a los artículos 1.665 y 1.666*, en PAZ-ARES, BERCOVITZ, Díez PICAZO y SALVADOR (Dir.). COMENTARIO DEL CÓDIGO CIVIL. 2ª Ed. Ministerio de Justicia, Madrid.
- PAZ-ARES, J. CÁNDIDO (1996). *¿DIVIDENDOS A CAMBIO DE VOTOS? (CONTRIBUCIÓN AL ESTUDIO DE LA CONVERSIÓN DE ACCIONES CON VOTO EN ACCIONES SIN VOTO)*. McGraw-Hill, Madrid.
- PAZ-ARES, J. CÁNDIDO (2001). *El gobierno de las sociedades: un apunte de política legislativa*, en DERECHO DE SOCIEDADES, LIBRO HOMENAJE A FERNANDO SÁNCHEZ CALERO. MacGraw-Hill, Madrid, Vol. II, 1805-1818.
- PAZ-ARES, J. CÁNDIDO (2004). *El gobierno corporativo como estrategia de creación de valor*, 251 REVISTA DE DERECHO MERCANTIL 7.
- PAZ-ARES, J. CÁNDIDO (2007). RESPONSABILIDAD DE LOS ADMINISTRADORES Y GOBIERNO CORPORATIVO. Colegio de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España, Madrid.
- PETRA, STEVEN T. (2005). *Do outside independent directors strengthen corporate boards?*, 5 CORPORATE GOVERNANCE 55.
- PETROVIC, ŠINISA (2001). *The Legal Regulation of Company Groups in Croatia*, 2 EUROPEAN BUSINESS ORGANISATION LAW REVIEW 781.
- PIQUERAS BAUTISTA, RAFAEL (2004). *El nuevo marco del Derecho de Sociedades*, en ESTUDIOS JURÍDICOS 2004. ELEMENTOS ESENCIALES DEL DERECHO SOCIETARIO. Centro de Estudios Jurídicos, Madrid, 535-561.
- POLO, EDUARDO (1996). *Abuso o tiranía. Reflexiones sobre la dialectica entre mayoría y minoría en la sociedad anónima*, en IGLESIAS PRADA, JUAN LUIS (Coord.) en ESTUDIOS JURÍDICOS EN HOMENAJE AL

PROFESOR AURELIO MENÉNDEZ. Civitas, Madrid, Vol. II, 2269–2293.

PORTELLANO DIEZ, PEDRO (1996). DEBER DE FIDELIDAD DE LOS ADMINISTRADORES DE SOCIEDADES MERCANTILES Y OPORTUNIDADES DE NEGOCIO. Civitas, Madrid.

RECALDE CASTELLS, ANDRÉS JUAN (1999). *La reforma de la administración de las sociedades cotizadas*, 13 REVISTA DE DERECHO DE SOCIEDADES 172.

RECALDE CASTELLS, ANDRÉS JUAN (2002). *Organización y "buen gobierno" de las sociedades anónimas cotizadas*, 210 NOTICIAS DE LA UNIÓN EUROPEA 77.

RECALDE CASTELLS, ANDRÉS JUAN (2003). *Los administradores de las sociedades anónimas en un entorno de "buen gobierno"*, 7 REVISTA VALENCIANA DE ECONOMÍA Y HACIENDA 51.

RECALDE CASTELLS, ANDRÉS JUAN (2005). *Del "Código Olivencia" a la aplicación de la Ley de Transparencia*, 692 REVISTA CRÍTICA DE DERECHO INMOBILIARIO 1861.

REMÓN PEÑALVER, JESÚS (2004). *La Ley de Transparencia y el Gobierno corporativo de las sociedades cotizadas*, en ESTUDIOS JURÍDICOS 2004. ELEMENTOS ESENCIALES DEL DERECHO SOCIETARIO. Centro de Estudios Jurídicos, Madrid, 448–470.

REYES RECIO, LUISA EUGENIA (2001). LA ESTRUCTURA DE LA PROPIEDAD Y EL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN COMO MECANISMOS DE GOBIERNO SUPERVISORES DE LAS ACTUACIONES DIRECTIVAS: UNA APLICACIÓN A LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS COTIZADAS EN LA BOLSA DE MADRID. Consejo Económico y Social, Madrid.

REYES RECIO, LUISA EUGENIA (2002). *La estructura de propiedad y control de las empresas no financieras cotizadas: Una descripción de la situación actual ante las reformas del gobierno corporativo*, 27 DIRECCIÓN Y ORGANIZACIÓN: REVISTA DE DIRECCIÓN, ORGANIZACIÓN Y ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS 112.

RITCHIE, THOMAS (2007). *Independent Directors: Magic Bullet or Band-Aid?*, 2007 CORPORATE GOVERNANCE

EJOURNAL. Disponible en <http://epublications.bond.edu.au/cgi/viewcontent.cgi?article=1004&context=cgej>.

RODRIGUEZ FERNÁNDEZ, JOSÉ MIGUEL (2002). *Teoría de los partícipes y ciudadanía empresarial: una perspectiva pluralista del gobierno de las compañías*, 50 EKONOMIAZ 74.

RODRIGUEZ FERNÁNDEZ, JOSÉ MIGUEL (2003). EL GOBIERNO DE LA EMPRESA: UN ENFOQUE ALTERNATIVO. Akal, Tres Cantos.

RODRÍGUEZ RUIZ DE VILLA, DANIEL (2008). LOS CONSEJEROS INDEPENDIENTES EN LAS SOCIEDADES DE CAPITAL ESPAÑOLAS. La Ley-Wolters Kluwer, Las Rozas.

ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, ÁNGEL (1988). *La facultad de cooptación del Consejo de administración*, 189–190 REVISTA DE DERECHO MERCANTIL 367.

ROSENSTEIN, S. Y J. WYATT (1990). *Outside Directors, Board Independence and Shareholder Wealth*, 26 JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS 175.

SÁENZ GARCÍA DE ALBIZU, JUAN CARLOS (1990). EL OBJETO SOCIAL EN LA SOCIEDAD ANÓNIMA. Civitas, Madrid.

SAELLES CLIMENT, JOSÉ RAMÓN (1995). EL FUNCIONAMIENTO DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN. Civitas, Madrid.

SAN SEBASTIÁN FLECHOSO, F. (1996) EL GOBIERNO DE LAS SOCIEDADES COTIZADAS Y SU CONTROL. Centro de Documentación Bancaria y Bursátil, Madrid.

SÁNCHEZ ANDRÉS, ANÍBAL (1999). SOCIEDAD ANÓNIMA MODELO 1998. REFORMA (PARCIAL) Y CRÍTICA (TOTAL) DE UN TEXTO LEGISLATIVO RECIENTE. MacGraw –Hill, Madrid.

SÁNCHEZ CALERO, FERNANDO (1997). *Las sociedades cotizadas o bursátiles en el Derecho español*, en VV. AA., ESTUDIOS DE DERECHO BANCARIO Y BURSÁTIL HOMENAJE A EVELIO VERDERA Y TUELLS. La Ley, Madrid, Vol. III, 2361–2386.

SÁNCHEZ CALERO, FERNANDO (2001). LA SOCIEDAD COTIZADA EN BOLSA EN LA EVOLUCIÓN DEL DERECHO DE SOCIEDADES.

Real Academia de Jurisprudencia y Legislación, Madrid.

SÁNCHEZ CALERO, FERNANDO (2005). LOS ADMINISTRADORES EN LAS SOCIEDADES DE CAPITAL. Thomson-Civitas, Cizur Menor.

SÁNCHEZ CALERO, FERNANDO (2007). LA JUNTA GENERAL EN LAS SOCIEDADES DE CAPITAL. Thomson-Civitas, Cizur Menor.

SÁNCHEZ CALERO, FERNANDO y JUAN SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE (2007). INSTITUCIONES DE DERECHO MERCANTIL. 30ª ed. Thomson-Aranzadi, Cizur Menor.

SÁNCHEZ RUS, HELIODORO (1996). *Objeto social y poder de representación*, en IGLESIAS PRADA, JUAN LUIS (Coord.). ESTUDIOS JURÍDICOS EN HOMENAJE AL PROFESOR AURELIO MENÉNDEZ. Civitas, Madrid. Vol. II, 2421-2456.

SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, JUAN (2002). *El interés social y los varios intereses presentes en la sociedad anónima cotizada*, 246 REVISTA DE DERECHO MERCANTIL 1653.

SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, JUAN (2006a). "Los consejeros independientes. (Análisis de su presencia en el IBEX-35)". *Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil* nº 2006/1. Disponible en <http://www.ucm.es/eprints>.

SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, JUAN (2006b). *Creación de valor, interés social y responsabilidad social corporativa*, en VV. AA., DERECHO DE SOCIEDADES COTIZADAS. Thomson-Aranzadi, Cizur Menor, Vol. II, 851-913.

SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, JUAN (2007). *Evaluación por la Comisión Europea de la aplicación por los Estados Miembros de las Recomendaciones sobre retribución de los administradores y sobre los consejeros independientes*, 107 REVISTA DE DERECHO BANCARIO Y BURSÁTIL 298.

SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, JUAN (2008). *Los consejeros independientes. y la reorganización del Consejo de Administración*. 19 EL NOTARIO DEL SIGLO XXI, en prensa. Versión previa disponible en <http://www.ucm.es/eprints>.

SANTANA MARTÍN, DOMINGO JAVIER E INMACULADA AGUIAR DÍAZ (2004). PROPIEDAD Y BLINDAJE DE LAS EMPRESAS COTIZADAS ESPAÑOLAS. 1996-2002. Dirección de Estudios y Estadísticas, Monografía nº 5, Madrid.

SCHAUER, FREDERICK (2000). "The Politics and Incentives of Legal Transplantation", *CID Working Paper* nº 44, *Law and Development Paper* nº 2. Disponible en <http://www.cid.harvard.edu/cidwp/pdf/044.pdf>.

SEGURA, JULIO (2004). *Competencia, disciplina de mercado y regulación en presencia de conflictos de interés en las empresas*, 169 HACIENDA PÚBLICA ESPAÑOLA/ REVISTA DE ECONOMÍA PÚBLICA 135.

SKELL, DAVID A. (2001) *Shaming in Corporate Law*, 149 UNIVERSITY OF PENNSYLVANIA LAW REVIEW 1811-1868.

SKELL, DAVID A. (2003). *Corporate Anatomy Lessons*, 113 YALE LAW JOURNAL 1519-1577,

THOMSEN, STEEN (2003). *The Convergence of Corporate Governance Systems to European and Anglo-American Standards*, 4 EUROPEAN BUSINESS ORGANIZATION LAW REVIEW 31.

WATSON, ALAN (1974, 1993). *LEGAL TRANSPLANTS: AN APPROACH TO COMPARATIVE LAW*. University of Georgia Press, Athens (GA) y Londres.

WESTPHAL, JAMES D. (1999). *Collaboration in the Boardroom: Behavioral and Performance Consequences of CEO-Board Social Ties*, 42 ACADEMY OF MANAGEMENT JOURNAL 7.

ZUKIN, ROSE A. (2006). *We Talk, You Listen: Should Shareholders' Voice Be Heard or Stifled when Nominating Directors? How the Shareholder Director Nomination Rule Will Contribute to Restoring Proper Corporate Governance*, 33 PEPPERDINE LAW REVIEW 93.