

El mito de los consejeros independientes

María Gutiérrez Urtiaga

Facultad de Derecho
Universidad Carlos III

María Isabel Sáez Lacave

Facultad de Derecho
Universidad Autónoma de Madrid

*Abstract**

En este documento sostenemos que los consejos de administración no tienen el mandato, los incentivos y la capacidad para controlar a los internos, especialmente en las jurisdicciones donde el principal problema de agencia tiene su origen entre los accionistas mayoritarios y minoritarios. Analizamos los problemas que hacen que los consejeros independientes se vuelvan un dispositivo de supervisión ineficaz para las empresas con estructuras de propiedad concentrada y concluimos que el enfoque actual de los legisladores y los códigos de buen gobierno que otorgan poder a los consejeros independientes son ineficaces y que las empresas estarían mejor si eligieran a los miembros del consejo con plena libertad. Presentamos dos propuestas diferentes para la reforma: los consejeros independientes como guardabarreras del regulador y los consejeros independientes como representantes de la minoría. Ambas propuestas se basan en la idea de que si se espera que los consejeros independientes controlen a los accionistas mayoritarios, su característica más importante debe ser la rendición de cuentas más allá de la mera independencia.

In this paper we argue that boards of directors lack the mandate, the incentives and the ability to control insiders, especially in jurisdictions where the main agency problem arises between controlling and minority shareholders. We analyze the problems that render independents an inefficient monitoring device for companies with concentrated ownership structures and conclude that the current focus of the regulators and codes of best practice on empowering independents is ineffective and companies would be better off choosing their board members at liberty. Nevertheless, we also present two different proposals for reform: independents as gatekeepers for the regulator and independents as surrogates of the minority. Both proposals are based on the idea that if independent directors are expected to monitor controlling shareholders their most important characteristic should be accountability rather than mere independence.

Title: Deconstructing Independent Directors

Palabras clave: consejeros independientes, consejo de administración, propiedad concentrada, supervisión, Derecho de sociedades

Keywords: Independent Directors, Board of Directors, Concentrated Ownership, Monitoring, Corporate Law

*Las autoras quieren agradecer a Gerard Hertig, Jesús Alfaro, Magda Bianco, Fernando Gómez Pomar, Amir Licht, Assaf Hamdani y al público de AEDE 2010, y SIDE 2011 por sus comentarios. Sin embargo, el contenido de este artículo es responsabilidad de las autoras. María Gutiérrez Urriaga cuenta con el soporte financiero del Ministerio de Ciencia y Tecnología (proyectos 2010/00047/001 y 2011/00093/00), y María Isabel Sáez Lacave cuenta con el soporte del Ministerio de Ciencia y Tecnología proporcionado por el proyecto con referencia DER 2011-25237.

Sumario

1. Introducción
2. Breve reseña de la teoría y de la evidencia empírica relativa a los consejeros independientes
3. El fundamento legal de los consejeros independientes
 - 3.1. La supervisión en las empresas con una estructura de propiedad dispersa
 - 3.2. La supervisión en empresas con una estructura de propiedad concentrada
4. Las herramientas de supervisión de los consejeros independientes
 - 4.1. Las herramientas existentes en el marco normativo
 - a. La votación a nivel de consejo
 - b. La divulgación pública
 - c. La acción legal
 - 4.2. Límites a la eficiencia de la regulación
 - a. La sustituibilidad reducida entre la regulación *ex ante* y *ex post*
 - b. La eficacia limitada de una buena regulación
5. Problemas en el perfil, la selección y los incentivos de los consejeros independientes
 - 5.1. Perfil
 - 5.2. Nombramiento
 - 5.3. Incentivos
 - a. La responsabilidad legal
 - b. La reputación y las preocupaciones de la carrera profesional
 - c. Incentivos monetarios
6. Claves para replantear el papel de los consejeros independientes en las empresas con estructuras de propiedad concentrada: una propuesta de reforma
 - 6.1. Consejeros independientes como guardabarreras públicos del regulador
 - 6.2. Consejeros independientes como representantes de la minoría
7. Conclusiones
8. Bibliografía

1. Introducción

La motivación de este trabajo nace de la constatación, en cierta medida asombrosa, de la trascendencia que tienen los consejeros independientes en el gobierno corporativo. La articulación de un tipo especial de consejeros, que por su carácter independiente represente al *free float* de la sociedad, se ha visto como la solución mágica para muchos problemas de gobierno corporativo. Tan es así, que la mayoría de las jurisdicciones de todo el mundo han confiado en la introducción de consejeros independientes en los consejos de administración para resolver las ineficiencias en la gestión de las empresas¹.

Desde esta óptica, la noción del consejero independiente ha sido todo un éxito: se considera sin titubeos un pilar clave del gobierno corporativo, tal como lo corrobora la presencia generalizada de estos consejeros en los consejos de administración. La filosofía que se esconde detrás es tan intuitiva como familiar. Los jueces Chandler y Strine lo han dejado claro: “Una supervisión a fondo y diligente por parte de los consejeros independientes que están obligados a centrarse en el cumplimiento legal y contable dará como resultado que las empresas cotizadas se comporten con integridad... [p]or lo tanto, las reformas esperan fomentar una conducta responsable y prevenir los malos hábitos y las asunciones de riesgo imprudentes”².

De acuerdo con esta perspectiva, los *insiders* serán los primeros en desear la entrada de los consejeros independientes en el consejo de administración como una promesa de compromiso –o de *bonding*–, con el fin de señalar a los inversores potenciales que están dispuestos a ser supervisados de manera eficaz (y reducir así el coste de capital de la empresa).

¹ENRIQUES, HANSMANN y KRAAKMAN (2009, p. 64): “Among our core jurisdictions, the principal trusteeship strategy today for protecting the interests of disaggregated shareholders –as well as minority shareholders and non-shareholder corporate constituencies– is the addition of “independent” directors to the board”.

En relación con Estados Unidos, ELSON (2004, pp. 496 y ss.): argumentando que la independencia del consejo es un componente crítico de la teoría de la gobernanza moderna. En cuanto a la aplicación práctica, en virtud de la Ley Dodd-Franking de 2011 (DF), de la Ley Sarbanes-Oxley de 2002 (SOX) y de los nuevos requisitos de cotización en la Bolsa de Nueva York, una compañía que cotiza en la Bolsa de Nueva York está obligada a tener una mayoría de consejeros independientes, comisiones de nombramientos y retribuciones totalmente independiente, un comité de auditoría independiente que conste de al menos tres miembros y un experto financiero o una razón para no tener un experto en finanzas, reuniones ordinarias de los consejeros no ejecutivos y una reunión anual con los consejeros independientes.

En Europa, la mayoría de países han promulgado códigos de buen gobierno corporativo, con requisitos similares con respecto a la estructura del consejo y la independencia, y las empresas cotizadas están obligadas a cumplir o a dar las razones por las que no cumplen. BIANCHI *et al.* (2011): reportan niveles de cumplimiento superiores al 70% en la mayoría de los países europeos.

²CHANDLER y STRINE (2003, pp. 953 y ss.).

Sin embargo, la contrapartida de esta visión optimista es que la función y la razón de ser de los consejeros independientes sigue estando –sorprendentemente– en gran medida infradesarrollada en términos teóricos, y la evidencia empírica acumulada no justifica las altas expectativas que los responsables políticos han puesto en la independencia del consejo. En este artículo vamos a argumentar que **los consejos de administración no tienen el mandato, los incentivos y la capacidad de controlar a los *insiders*, y que este problema es especialmente agudo en las jurisdicciones donde el principal problema de agencia tiene su origen entre los accionistas mayoritarios y los accionistas minoritarios.**

La tesis que pretendemos defender es que la concepción actual y el diseño de los consejeros independientes no son adecuados para resolver los problemas de gobernabilidad en las empresas con uno o varios accionistas de control. La razón se atisba con claridad si nos percatamos de los conflictos de interés que se desenvuelven en este tipo de sociedades. Como es sabido, la expropiación de las minorías es el problema de agencia más importante en la mayoría de los países europeos, así como en las economías en desarrollo de Asia y América Latina. Sin embargo, llama la atención que la investigación en torno al papel que desempeñan los consejos de administración en el gobierno corporativo se ha reducido al problema de agencia entre gerentes y accionistas externos, típico de los países con estructuras de propiedad dispersa como los Estados Unidos y el Reino Unido. En este trabajo se muestra que la aplicación de la sabiduría convencional sobre la independencia de los consejos de administración a las empresas con estructuras de propiedad concentrada puede dar lugar a varios problemas que han sido pasados por alto por los legisladores y por la mayor parte de la literatura académica. Los consejos de administración independientes –los llamados “independent boards”– son la píldora que estos “médicos” prescriben a las empresas como la solución idónea para cualquier problema de gobernabilidad que pudieran sufrir. Vamos a argumentar que este medicamento no va a «curar» a pacientes con problemas de expropiación de las minorías. De hecho, bien mirado, puede aumentar sus sufrimientos: si el placebo de los consejos de administración independientes lleva a los gerentes, al legislador y a la minoría a creer que el problema ha sido resuelto, no se sentirá la necesidad de desarrollar mecanismos de control alternativos.

Esta conclusión arroja el análisis de los impedimentos estructurales que llevan a que los consejeros independientes sean un mecanismo de supervisión ineficaz para las empresas con estructuras de propiedad concentrada. En consecuencia, el enfoque actual de los legisladores y de los códigos de buen gobierno tendentes a incrementar el poder de decisión de los consejeros independientes se revela ineficaz, o dicho de otra manera, las empresas serían más productivas si pudiesen elegir libremente a los miembros del consejo de administración. No obstante, también presentamos dos propuestas diferentes para la reforma: los consejeros independientes como guardabarreras –*gatekeepers*– del legislador y los consejeros independientes como representantes de la minoría. Ambas propuestas se basan en la idea de que si se espera que los consejeros independientes controlen a los accionistas mayoritarios, su principal virtud debería ser la rendición de cuentas en vez de la mera independencia. Por lo tanto, su configuración jurídica –el proceso de selección, las tareas y los incentivos– debe estar claramente delimitada con esta idea en mente. Ambas propuestas son muy radicales, pero creemos que las posibilidades radicales son necesarias si queremos salvar a los consejeros independientes.

En definitiva, y a pesar de las creencias (o deseos) comunes, los consejeros independientes pueden ser más un problema que una solución. Una pregunta que deberíamos hacernos es por qué se ha llegado a esta solución en primer lugar. Y entonces, ¿por qué los legisladores confían en este dispositivo como uno de los mejores indicadores de la calidad del gobierno corporativo? Nuestra impresión es que tal vez –como sucede en otros casos– es sólo una solución fácil, con un grado aceptable de aceptación por parte de todas las partes involucradas: los inversores externos se sienten más protegidos con ellos que sin ellos, los *insiders* los prefieren frente a otras alternativas de control más eficaces y los legisladores están contentos con una receta «sabrosa» de bajo coste, que les ofrece una excusa para no involucrarse en la reducción de los problemas de expropiación de las minorías. Como resultado, todos estamos interesados en mantener viva la creencia de que el medicamento funciona.

Para demostrar nuestra idea vamos a proceder de la siguiente manera. En la sección 2, comenzamos con una breve revisión de la literatura académica sobre los consejeros independientes. En la sección 3, analizamos cuáles son las funciones que realizan los consejeros independientes y cuáles de estas funciones son útiles para el legislador. A continuación, en la sección 4, estudiamos cuáles son las herramientas con las que los consejeros independientes pueden contar para realizar estas funciones. La sección 5 discute los problemas prácticos relativos al proceso de nombramiento y a la estructuración del esquema de incentivos que dificultan enormemente la eficiencia de los consejeros independientes. Presentamos nuestras propuestas para la reforma en la sección 6, y llegamos a la conclusión en la sección 7.

2. Breve reseña de la teoría y de la evidencia empírica relativa a los consejeros independientes

En esta sección se argumenta que a diferencia con la percepción pública tan favorable a los consejeros independientes, la literatura científica no ha conseguido demostrar una relación directa entre los consejeros independientes y los resultados de la empresa³.

La reducida pero creciente literatura sobre consejos de administración ha hecho hincapié en el conflicto generado por el papel dual de los consejeros en calidad de asesores y supervisores del equipo de gestión, y en los problemas de información asimétrica entre los consejeros internos y los externos. Una buena parte de la información necesaria para ejercer la función de supervisión es información sensible y los consejeros independientes dependen de los ejecutivos para que se la suministren, sabiendo que va a ser utilizada en su contra para ser supervisados. Sucede, no obstante, que tal información también la necesitan para desempeñar con eficiencia sus funciones de asesoramiento y de facilitar contactos e influencias –*network*–. Por lo tanto, los ejecutivos tendrán más incentivos para compartir esta información con los miembros del consejo si ellos

³Para el interés del lector, ADAMS, HERMALIN Y WEISBACH (2010) proporcionan una revisión en profundidad de la literatura sobre consejos de administración.

también pueden beneficiarse de estas funciones. Esto implica que un consejo de administración demasiado centrado en la supervisión y control del equipo de gestión puede tener más problemas para obtener la información precisa, lo que, en definitiva, nos lleva a concluir que hay un límite en la supervisión que los miembros del consejo de administración pueden realizar.

Existe evidencia empírica de que los consejeros son conscientes de las tensiones entre estas dos funciones (ADAMS, 2009) y varios modelos teóricos de consejos de administración se han desarrollado en torno a este *trade-off* entre las funciones de asesoramiento y supervisión de los consejos de administración (RAHEJA, 2005, pp. 283-306; ADAMS y FERREIRA, 2007, pp. 217-250 y HARRIS y RAVIV, 2008, pp. 1797-1832). Estos modelos implican que hay una composición óptima del consejo de administración que equilibra los beneficios de la supervisión con los beneficios del asesoramiento⁴. En consecuencia, la principal conclusión que puede extraerse de esta literatura es que propugnar que haya una mayoría de consejeros externos con perfil independiente o supervisor no es una receta válida para todas las empresas.

Por otro lado, la literatura empírica sobre la eficacia de los consejos de administración está lejos de ser concluyente⁵.

Una rama de la literatura se ha centrado en la relación entre la independencia del consejo y los resultados de la sociedad. Algunos de estos trabajos no encuentran ninguna relación (BAYSINGER y BUTLER, 1985, pp. 101-124; HERMALIN y WEISBACH, 1991, pp. 101-112 y EL BHAGAT y BLACK, 2002, pp. 231-273); otros encuentran una relación positiva (COTTER, SHIVDASANI y ZENNER, 1997, pp. 195-218; BOROKHOVICH, PARRINO, y TRAPANI, 1996, pp.337-55; BRICKLEY, COLES, y TERRY, 1994, pp. 371-390 y BYRD y HICKMAN, 1992, pp. 195-222), y otros, consideran que se establece una relación negativa (YERMACK, 1996, pp. 185-212; AGRAWAL y KNOEBER, 1996, pp. 377-397; ROSENSTEIN y WYATT, 1997, pp. 229-48 y KLEIN, 1998, pp. 275-303). Esta falta de resultados claros parece ser consistente con la literatura teórica, si asumimos que las diferentes empresas eligen diferentes niveles de independencia del consejo de manera óptima, y que un consejo de administración independiente puede destruir valor de la empresa en algunos casos.

Otra rama de la literatura ha estudiado si los consejos de administración independientes remuneran o remplazan a sus ejecutivos de una manera diferente. Estos trabajos han concluido que los consejos más independientes dan a sus CEOs –presidentes de empresa– incentivos más variables y son más propensos a despedirlos como consecuencia de un bajo rendimiento (FISMAN *et al.*, 2005 y WEISBACH, 1988, pp. 431-60). Por desgracia, no está claro si lo hacen con el objetivo de mejorar los resultados o como una forma de proteger su reputación, es decir, si les dan

⁴Sin embargo, no se explica por qué las dos funciones se llevan a cabo por los mismos individuos, ni por qué los ejecutivos valoran los consejos provenientes de los consejeros de administración por encima de los que proceden de otros asesores independientes.

⁵Véase ADAMS, HERMALIN y WEISBACH (2010, pp. 58-107) y HERMALIN y WEISBACH (2003, pp. 7-26) para una revisión de esta literatura.

demasiada compensación variable y despiden a los presidentes de empresa con demasiada frecuencia. Es interesante que casi todos los trabajos se centren en casos estadounidenses.

Entre los pocos trabajos que utilizan datos de otros países, DAHYA *et al.* (2008, pp. 73-100) estudian la relación entre la "Tobin's Q" y la composición del consejo en empresas con un accionista mayoritario en una muestra de 22 países. Sus resultados indican que existe una correlación positiva entre el consejo de administración independiente y la "Tobin's Q". Su conclusión es que sus resultados evidencian que los consejeros independientes pueden ser sustitutivos de la regulación en países con baja protección jurídica de los accionistas externos o minoritarios. Sin embargo, sus resultados también se explican por la necesidad de "quedar bien" de las empresas con oportunidades de crecimiento que necesitan recaudar fondos en el mercado, mediante la adición de los consejeros independientes a sus consejos de administración.

En el resto del artículo se argumentará que no podemos esperar que los consejeros independientes sean una buena solución para el problema de agencia, especialmente en países con una estructura de propiedad concentrada. Vamos a demostrar que **carecen de un mandato claro de supervisión, que disponen de herramientas de control muy limitadas, que hay dificultades importantes en la definición de su perfil y en su proceso de selección, y que se les da pocos incentivos. Teniendo en cuenta todos estos problemas no es de extrañar que la literatura empírica no haya sido capaz de demostrar de manera clara y contundente su eficacia.**

3. El fundamento legal de los consejeros independientes

Desde un punto de vista normativo, los consejeros independientes pueden ser útiles si realizan algunas funciones que aumenten el valor de la empresa para los inversores externos, y que además no sean capaces de poner en práctica por sí mismos. Sin embargo, aunque los legisladores definan cuidadosamente las condiciones de independencia y especifiquen claramente la conveniencia de un número relativamente alto de consejeros independientes en el consejo de administración, son muy ambiguos en cuanto a la tarea que se supone que deben llevar a cabo.

Los académicos por su parte han identificado tres amplias funciones que son comunes a todos los administradores: la supervisión, el asesoramiento y la creación de redes. Mientras que el papel de asesoramiento y de creación de redes de los consejeros tiende a ser muy importante y valioso para las empresas, no hay ninguna razón por la que deba llevarse a cabo por los consejeros independientes en lugar de por los consejeros "dominicales" o "ejecutivos", por otros consejeros externos, o incluso por empresas externas (las empresas suelen contratar a empresas consultoras para realizar estas funciones⁶). Por otra parte, las empresas deben ser capaces de elegir la

⁶Sin embargo, debe haber alguna razón por la que las empresas prefieren tener a estas personas en el consejo. Podría decirse que los consejeros no sólo asesoran a las empresas, sino que también tienen poder de voto, lo que convierte sus consejos y su influencia en algo cualitativamente diferente.

estructura del consejo de administración que mejor se adapte a sus necesidades de asesoramiento o de creación de redes, es decir, la composición óptima del consejo de administración puede variar de unas a otras empresas. Y tampoco hay ninguna razón por la que el legislador societario deba preocuparse en relación con el asesoramiento o la creación de redes, ni de si su actuación agrega o no agrega valor a la empresa, ya que estas funciones no generan un conflicto entre los inversores internos y externos. Por lo tanto, los consejeros independientes cumplen un papel en clave de gobierno corporativo, tanto actuando como supervisores como haciéndolo como sujetos decisores, cuando los *insiders* se enfrentan a conflictos de interés.

Curiosamente, la función de control que los consejeros independientes deben llevar a cabo es muy diferente dependiendo de la estructura de propiedad de la empresa.

3.1. La supervisión en las empresas con una estructura de propiedad dispersa

El principal problema de gobierno corporativo de las jurisdicciones en las que la mayoría de sus empresas tienen estructuras de propiedad dispersa es el de reducir los costes de agencia asociados con la separación entre propiedad y control. En estas jurisdicciones, cuyo mayor exponente son los Estados Unidos, el sistema de toma de decisiones de la sociedad está controlado por los administradores, que actúan como agentes fiduciarios de los accionistas. Esta delegación a los administradores tiene importantes ventajas⁷, pero también produce algunos conflictos de interés entre consejeros e inversores que la literatura ha analizado profundamente. El gobierno corporativo en este tipo de organización trata de encontrar mecanismos de bajo coste que garanticen a los nuevos y potenciales inversores que los administradores cumplen con sus deberes fiduciarios de diligencia y lealtad, y maximizan el valor para el accionista⁸.

Una receta general para combatir los costes de agencia que surgen entre los administradores y los inversores dispersos es supervisar a los ejecutivos. Para ello podemos contar con la ley, pero también con las fuerzas del mercado, y con cualquier otra institución o mecanismo que pueda influir en la adopción de decisiones dentro de una empresa.

La ley desempeña un papel evidente en este contexto. El Derecho de sociedades se ha basado tradicionalmente en el hecho de que los amplios poderes de gestión de los administradores sólo pueden justificarse si existe algún tipo de contrapeso que permita rendir cuentas a los administradores ante los accionistas. El resultado final de este programa legal es la capacidad de los socios para remover y nombrar a los administradores, la llamada "franquicia de los accionistas". Sin embargo, la viabilidad de esta declaración programática es dudosa debido a la estructura de propiedad dispersa de las sociedades cotizadas: los accionistas se enfrentan a problemas de acción colectiva, a asimetrías de información y a costes transaccionales que les hacen malos supervisores de sus agentes. Además, en estas jurisdicciones los accionistas se

⁷ARROW (1974, pp. 68-70).

⁸MACEY (2008, pp. 1-3).

enfrentan a importantes obstáculos legales en orden a nombrar y destituir a los administradores⁹. Así que hay consenso en que el actual marco normativo necesita ser revisado¹⁰.

También se han probado otras estrategias. Los mecanismos de mercado, y en especial, el mercado de control corporativo, han sido muy eficaces en la reducción de costes de agencia. La evidencia empírica ha demostrado que la probabilidad de que los administradores sean reemplazados en una adquisición hostil se correlaciona con una mayor disciplina y mejor alineamiento con los intereses de los accionistas¹¹. Por lo tanto, las adquisiciones se han venido considerando como un mecanismo de control fundamental para reducir la discrecionalidad de los administradores¹². De hecho, por lo general, el sistema de opas se percibe como mucho más eficaz que la herramienta societaria alternativa de cese de administradores, las llamadas “proxy fights” para la elección de los ejecutivos¹³. Ambos mecanismos pueden funcionar como sustitutivos y aumentar la rendición de cuentas de los administradores hacia los inversores. Con todo, las opas no son un mecanismo perfecto y han sumado críticas por resultar demasiado costosas y/o demasiado sangrientas, y sobre todo, han sido fuertemente combatidas por el poderoso *lobby* de los ejecutivos¹⁴. Así, en algún momento durante la última década del siglo XX, el mercado de adquisiciones declinó debido a las intervenciones legales que incrementaron el poder de negociación de los administradores en el proceso de adquisición (supuestamente para buscar un precio más alto para los accionistas, pero también a costa de la disuasión de futuras ofertas y de contraer el mercado de control corporativo)¹⁵.

Curiosamente, la caída del mercado de control corporativo coincidió en el tiempo con el ascenso de los consejeros independientes como supervisores de los consejeros internos o de gestión. El consejo de administración pasó de ser un “consejo asesor” para convertirse en un “consejo

⁹BEBCHUK and HIRST (2010, pp. 329-360).

¹⁰BEBCHUK (2007, p. 675).

¹¹Los estudios muestran que existen retornos positivos significativos en las inversiones de los accionistas en las compañías que recibieron ofertas públicas de adquisición. JENSEN and RUBACK (1983, pp. 5-50) y JARRELL, SCHLEIFER and VISHNY (1997, p. 756).

¹²SCHLEIFER and VISHNY (1997, p. 756).

¹³BAUMS and SCOTT (2005, p. 59).

¹⁴El contraargumento de la justificación de eficiencia de las adquisiciones hostiles (y obviamente, con el apoyo de los *managers*) incide en la ineficiencia del mercado de control debido a su –cortoplacismo–, las adquisiciones infravaloradas y otras estrategias de dinero fácil.

¹⁵EASTERBROOK and FISCHER (1981, p. 1169) y GILSON (1981, pp. 819 y ss.). Los *managers* defendieron una serie de cláusulas anti-opa en los estatutos, como los consejos escalonados, los requisitos de súper mayoría de votos de los accionistas, y el más poderoso, la *poison pill*; BEBCHUK, COATES IV, SUBRAMANIAN (2002, p. 887).

supervisor”¹⁶; en cuyo caso algunos miembros (los internos) toman decisiones y obtienen consejos de otros usuarios (los externos que no son independientes), mientras que otros miembros les supervisan (los independientes). La lógica de esta división de roles dentro del consejo es clara. Los intereses de los administradores son diferentes de los intereses de los accionistas, y a pesar de que todos los miembros del consejo de administración tienen obligaciones fiduciarias hacia los accionistas, las conductas reprochables son difíciles de probar en muchas decisiones empresariales. Los costes de agencia pueden tener muchas manifestaciones diferentes y sutiles en las decisiones de la empresa, que con frecuencia son difíciles de controlar a través de los deberes fiduciarios: comportamientos como favorecer riesgos bajos o proyectos a corto plazo, reducir o aumentar los niveles de inversión subóptima, derrochar recursos corporativos, etc. Por lo tanto, sólo un amplio mandato de supervisión general puede ser eficaz para desincentivar tales conductas perjudiciales para la sociedad. Si los administradores sienten que están siendo supervisados por los consejeros independientes, van a tomar decisiones que estén mejor alineadas con los intereses de los accionistas, y si tratan de apartarse, los consejeros independientes van a utilizar su derecho de voto para evitarlo.

Por lo tanto, la función que se espera que desempeñen los consejeros independientes en empresas con estructura de propiedad dispersa es claramente una función de amplia supervisión. Pero ¿con qué herramientas cuentan para llevar a cabo la tarea que tienen encomendada? El consejo de administración es responsable de contratar, de fijar la remuneración y de la sustitución de los ejecutivos. En otras palabras, la franquicia de los accionistas se trasladaría a los consejeros independientes. Por otra parte, los consejeros independientes también tienen poder de voto en todas las decisiones del consejo de administración. Por lo tanto, una mayoría de consejeros independientes tiene poder para evitar los problemas de agencia *ex ante* mediante la elección y motivación de los ejecutivos, y *ex post*, revisando los proyectos empresariales que podrían no servir al interés de los accionistas.

Así, el principal objetivo de los consejeros independientes es mejorar la toma de decisiones empresariales desde dentro de la sociedad, impidiendo la captura del consejo de administración por parte de los ejecutivos¹⁷. Desde esta perspectiva, **en empresas con estructuras de propiedad dispersa, la independencia del consejo de administración actúa como un sustitutivo de la regulación externa a fin de reducir los problemas de agencia entre accionistas y gerentes**: es barato para el gobierno, y evita a los tribunales y a los legisladores la molestia de implicarse demasiado en los asuntos internos de las empresas. Por lo tanto, en un sentido amplio, los consejeros independientes están llamados a mejorar el funcionamiento de la empresa desde dentro y sin directrices legales externas.

¹⁶GORDON (2007, pp. 1520-1526). El mecanismo de legitimación de los consejeros independientes fue parte de la norma fiduciaria para la resistencia del consejo ante las adquisiciones hostiles, debido a que la aprobación judicial de las medidas defensivas parecía estar ligada a la adopción de decisiones por consejeros independientes.

¹⁷CLARKE (2007, p. 81).

3.2. La supervisión en empresas con una estructura de propiedad concentrada

La fisionomía de los problemas de gobierno corporativo cambia en las empresas con un accionista mayoritario¹⁸. Los socios de control tienen tanto los incentivos como el poder para ejercer la supervisión activa sobre los ejecutivos, y por lo general, ocupan puestos en el consejo de administración de las empresas que controlan (los llamados consejeros dominicales). Y los ejecutivos se enfrentan a una posibilidad real de ser cesados por el accionista mayoritario si el rendimiento es mediocre. De este modo, la franquicia de los accionistas en las empresas con estructura de propiedad concentrada es *de facto* un monopolio en manos de los accionistas mayoritarios.

En consecuencia, en las jurisdicciones con estructuras de propiedad concentrada, los consejeros independientes no son necesarios a fin de supervisar a los ejecutivos, puesto que ya están siendo eficazmente supervisados por los accionistas mayoritarios. En cambio, la evidencia empírica ha puesto de manifiesto que el problema relevante en las jurisdicciones de capital concentrado es la expropiación potencial de los accionistas externos por los accionistas mayoritarios a través de lo que genéricamente se conoce como “tunnelling”¹⁹. El problema es de mayor entidad de lo que se suele suponer si tenemos presente que la expropiación de las minorías impide el desarrollo de mercados financieros y reduce el crecimiento económico²⁰. Desde el punto de vista político, esto significa que los mecanismos de supervisión encaminados a reducir la expropiación de las minorías son realmente de utilidad social²¹.

La presencia de accionistas de control cambia tanto los objetivos de gobierno corporativo como los mecanismos disponibles para lograr estos objetivos. El principal objetivo del gobierno corporativo en estas jurisdicciones es controlar al accionista mayoritario y reducir la tasa de

¹⁸BEBCHUK and HAMDANI (2009, pp. 1263 y ss.), argumentando que, en adelante, la búsqueda de patrones de gobernanza global debe ser sustituida por un esfuerzo para desarrollar y aplicar metodologías diferentes para evaluar la gobernabilidad en las empresas en función de que tengan o no un accionista mayoritario.

¹⁹El problema de la expropiación ha sido comprobado empíricamente. Se han utilizado dos métodos diferentes para medir la relación de los beneficios privados. Uno de ellos utiliza el valor de mercado de las acciones de clase doble (H. DEANGELO y L. DEANGELO (1985, pp. 33 y ss.), ZINGALES (1995, pp. 1047 y ss.) en Estados Unidos, LEVY (1982, pp. 79 *et seq.*) en Israel, CHUNG and KIM (1999, pp. 35 y ss.) en Corea, etc.). El estudio más ambicioso, siguiendo este método corresponde a NENOVA (2003, pp 325 y ss.), con datos de 18 países. El segundo método valora el precio de la prima de control. Véase a este respecto el estudio de M. BARCLAY y HOLDERNESS (1989, pp. 371 y ss.), y la contribución más importante en el área de: DYCK y ZINGALES (2004, pp. 537 y ss.), con datos de 39 países.

²⁰LA PORTA *et al.* (2002, pp. 1147-1170), ZINGALES (1995, pp. 1047-1073) and DYCK and ZINGALES (2004, pp. 537-600), BECK and LEVINE (2004, pp. 423-42).

²¹GILSON (2006, pp. 1641 y ss.). Also, EASTERBROOK and FISCHEL (1991, p. 103), informando de que las normas jurídicas son más eficaces para combatir el deber de lealtad que los mecanismos del mercado.

expropiación de los accionistas minoritarios. La idiosincrasia de este tipo de *insiders* se encuentra en su propio interés en la empresa, pues son al mismo tiempo principales y agentes, y esto hace que la conocida fórmula de la supervisión y la destitución devenga inoperativa. Esta circunstancia podría explicar que en estas jurisdicciones el sistema de toma de decisiones esté más descentralizado. De hecho, competencias que en otros ordenamientos son ejercidas en solitario por el consejo, se distribuyen entre el consejo y la junta de socios. Esto podría tener sentido si tenemos en cuenta que estas sociedades presentan una separación solamente parcial entre la propiedad y el control, lo que significa que el voto de los accionistas lleva a cabo tanto funciones directivas, como de supervisión²².

Sin embargo, y contrariamente a la opinión extendida entre los especialistas europeos en derecho de sociedades, esta estructura de gobierno corporativo, que da más poder a los accionistas en la junta, no resuelve por sí misma las ineficiencias dentro de la empresa. De hecho, los conflictos entre accionistas mayoritarios y minoritarios podrían incluso agravarse en las sociedades anónimas cotizadas, ya que la capacidad de interferir en la gestión es efectivamente ejercida por el accionista mayoritario, en lugar de serlo por la asamblea de accionistas en su conjunto, lo que abre la puerta a la expropiación²³. Por un lado, en presencia de un accionista mayoritario, la eficiencia del mecanismo de votación disminuye seriamente²⁴.

Por otro lado, los asuntos sobre los que decide la junta general tienen más que ver con la configuración contractual de la sociedad –especialmente en lo que a las relaciones entre accionistas se refiere–, que con la supervisión de la gestión. De hecho, existe una estricta separación y distribución de competencias entre la junta general y el consejo de administración. Esto significa que se podría fiscalizar hasta cierto punto a los accionistas mayoritarios por las decisiones que toman como accionistas en la junta general (a fin de cuentas, las juntas son públicas, y sus decisiones pueden ser impugnadas por cualquier socio), pero es mucho más complicado para los socios minoritarios inspeccionar las decisiones del consejo de administración, que suele estar capturado por los socios de control.

Este diseño de toma de decisiones empresariales puede funcionar en empresas cerradas, en las que no hay separación entre propiedad y control (ya que por definición no están muy institucionalizadas y tienen una profunda base contractual), pero topa con obstáculos cuando se aplica a las sociedades cotizadas con un accionista mayoritario. En efecto, la regla de la mayoría

²²COOLS (2005, p. 697).

²³BURKART *et al.* (1997, p. 693).

²⁴El teorema del jurado dice que, asumiendo que los accionistas votan por la opción correcta, a medida que aumenta el número de accionistas, la probabilidad de que el voto de la mayoría tome la alternativa correcta tiende a la certeza. Esto es útil para empresas con muchos accionistas, pero en presencia de un accionista mayoritario, el número efectivo de los accionistas con voto se reduce a uno. En otras palabras, los accionistas externos tienen derecho a voto, pero sin poder de voto; para un análisis más profundo, SCHOUTEN (2010, pp. 763 y ss).

juega a favor del accionista mayoritario y le concede amplias facultades para gobernar la empresa (formalmente, los administradores son los únicos responsables de la gestión de la empresa, lo que explica la baja tasa de litigiosidad de los accionistas en este sentido). El accionista mayoritario tiene de hecho la facultad de designar –y remover– a los ejecutivos y a otros miembros del consejo de administración, por lo que se asegura que las decisiones del consejo se tomen en su interés (que suele ser confundido con el llamado “interés de la empresa”²⁵), pero no necesariamente en el interés de los accionistas minoritarios²⁶. El Derecho de sociedades de los países de Europa continental ha avanzado algunos pasos en la dirección correcta en los últimos años²⁷, pero los accionistas mayoritarios siguen ejerciendo el poder de decisión de la empresa (tanto en la junta de accionistas como en el consejo de administración) y no rinden cuentas a los accionistas minoritarios (cuyas inversiones son gestionadas por ellos).

Desde este punto de vista, está claro que los instrumentos tradicionales del Derecho de sociedades son insuficientes para resolver los conflictos entre accionistas mayoritarios y minoritarios en las sociedades cotizadas. Y, por supuesto, el sistema de opas no puede funcionar bien cuando tenemos que pagar al accionista mayoritario para despedirlo de la empresa. Así que la pregunta no se hace esperar, ¿puede la introducción de consejeros externos independientes ser útil en el tratamiento de este problema?

Tal vez, pero en todo caso es evidente que la función de los consejeros independientes debe ser redefinida. Su objetivo aquí no es mejorar el sistema de toma de decisiones empresariales a través de la supervisión, sino vigilar el riesgo de expropiación de estas sociedades.

BEBCHUCK y HAMDANI (2009) han argumentado que cuando hay un accionista mayoritario, los ejecutivos llevan a cabo esencialmente la misma función supervisora con la única diferencia de

²⁵COOLS (2011, 199 y ss.) informa de que la regla en derecho civil europeo de la revocabilidad *ad nutum* de los administradores es útil para los *controllors* pues propicia que los administradores les sean fieles y actúen conforme a sus deseos. En este sentido, la revocabilidad *ad nutum* –que en definitiva manifiesta la voluntad del socio mayoritario con poder de voto– contribuye a intensificar la divergencia de intereses entre los accionistas mayoritarios y los minoritarios.

²⁶JOHNSON *et al.* (2000, p. 22).

²⁷CONAC, ENRIQUES y GELTER (2007, p. 491) informan de que algunas jurisdicciones, como Francia e Italia, han introducido la regulación para luchar contra el *self-dealing*. La regulación italiana es el líder en Europa y diseña un sistema de asignación de derechos de decisión entre el consejo (en manos de los consejeros independientes) y los accionistas minoritarios. Véase las normas que contienen disposiciones relativas a operaciones vinculadas, aprobada por la Consob, Resolución núm. 17221, de 12.3.2010, modificada posteriormente por la Resolución núm. 17389, de 23.6.2010. Los derechos de decisión se asignan al consejo, pero las empresas pueden optar por no acatarlos y cederlos a la asamblea de accionistas, si los consejeros independientes vetan las transacciones. En España también hemos experimentado grandes avances, sobre todo en comparación con el vacío legal del que partíamos. La ley de transparencia tipificó algunas conductas desleales e introdujo una regulación sobre conflictos de interés, pero con todo, la situación dista mucho de ser satisfactoria.

que en lugar de vigilar a los ejecutivos, estarían llamados a vigilar a los socios de control²⁸. Con todo, es preciso hacer dos observaciones. Es importante señalar que las ineficiencias provocadas por el conflicto administradores-accionistas no coinciden exactamente con los problemas generados por los accionistas mayoritarios. Adicionalmente, las herramientas que los consejeros tienen en su poder para supervisar a los ejecutivos funcionarán con poca eficacia cuando se aplican a los accionistas de control. En efecto, los ejecutivos tienen la tentación de holgazanear y esforzarse poco, de construir imperios, o maximizar sus prerrogativas y su retribución. Ya hemos dicho que la receta ampliamente admitida para combatir este tipo de costes es la supervisión general de las decisiones, junto con la capacidad de designar, remunerar y reemplazar a los ejecutivos. A esto se une que, las ineficiencias relacionadas con la presencia de accionistas mayoritarios se relacionarían con la posibilidad de extraer beneficios privados de control. Lidar con el *self-dealing* y con las operaciones vinculadas son los verdaderos problemas a los que nos enfrentamos cuando hay accionistas mayoritarios²⁹. Por lo tanto, la función de los consejeros independientes en las empresas con concentración de la propiedad debe ser aún más precisa: controlar los conflictos de interés del accionista mayoritario y evitar el riesgo de expropiación.

Mal que nos pese, las jurisdicciones europeas han sido incapaces de hacer esta distinción. De hecho, tanto en los códigos de buen gobierno como en otras normas, tales como las del mercado de valores, los consejeros independientes son vistos como una garantía de los accionistas externos –del *free float*– específicamente frente a los ejecutivos, no frente a los demás accionistas. En esta tesitura, todo parece indicar que en Europa los consejeros independientes están siendo utilizados para fines equivocados. Lo cual puede constituir otro ejemplo de la presión ejercida por los grupos de interés: las nociones de buen gobierno corporativo pueden ser manipuladas para convertirse en reglas en contra de sus propios fines³⁰. En el caso particular de las sociedades con accionistas mayoritarios, es fácil imaginar que los socios de control han podido ver con buenos ojos la adscripción al modelo americano de supervisión de los ejecutivos por parte de los independientes. En este sentido, su presencia es trivial y frívola, porque las ineficiencias en las empresas con estructura de propiedad concentrada se deben a la expropiación de las minorías y no a la mala gestión. El trabajo de los consejeros independientes es muy sencillo y relajado, básicamente debido a que los accionistas mayoritarios no precisan de un sistema de control externo que les ayude a supervisar a un equipo gestor que pueden poner y quitar. Por eso, el accionista mayoritario tiene la capacidad y los incentivos adecuados para ser el mejor supervisor de su inversión en la empresa (y los demás accionistas sin duda se benefician de su esfuerzo).

Por lo tanto, para que los consejeros independientes sean eficaces es prioritario que la normativa de los países con estructuras de propiedad concentrada defina claramente su función de garantes

²⁸BEBCHUK and HAMDANI (2009, pp. 1301-1302).

²⁹ATANASOV *et al.*, (2011, pp. 1-49), donde se analizan las diferentes formas en que los accionistas mayoritarios pueden obtener beneficios privados de las empresas y se exploran las vías legales para luchar contra ellas.

³⁰VENTORUZZO (2008, pp. 135 y 138).

de los accionistas minoritarios. La definición de la función es especialmente relevante en las jurisdicciones europeas, donde la introducción de consejeros independientes ha sido sólo una recomendación de los códigos de buen gobierno, sin mayores consecuencias en el Derecho de sociedades. Esto significa que, en la práctica, los consejeros independientes comparten con los otros miembros del consejo de administración –incluidos los consejeros ejecutivos–, estatuto jurídico, funciones y régimen de responsabilidad. En este sentido, en muchas jurisdicciones no parece que haya lugar para un tipo especial de consejero, con un cometido particular, y muy probablemente, regulado mediante reglas específicas que se ajusten a sus características. Este reto no se puede conseguir sin modificar la normativa societaria. La pésima definición actual de su función corre el riesgo de hacer ineficaces a los consejeros independientes y, lo que es aún peor, que su entrada en los consejos suponga una cobertura legal de las actividades desleales de los accionistas mayoritarios³¹. En otras palabras, el diseño legal de los consejeros independientes es mucho más complejo de lo que comúnmente se piensa, pero es crucial, ya que es el primer paso para hacerlos operativos.

Por lo tanto, llegamos a la conclusión de que en los países con estructuras de propiedad concentrada, la independencia del consejo de administración sólo puede funcionar como un **complemento** de la regulación externa en la tarea de reducir los problemas de expropiación de las minorías. En primer lugar, los consejeros independientes deben contar con un mandato y un estatus jurídico bien definidos. En segundo lugar, si se supone que los consejeros independientes deben hacer un control *ex ante* de las transacciones conflictivas, es necesario que previamente exista un programa legal anti-expropiación bien engrasado, basado en un tándem de reglas claras y estándares de conducta que los tribunales vayan concretando y ajustando. La regulación anti *self-dealing* es anterior a su exigibilidad, y por desgracia, tenemos en este terreno todavía mucho por hacer. En tercer lugar, también es necesario que cuenten con los medios y capacidades adecuadas para cumplir su cometido de manera eficaz.

4. Las herramientas de supervisión de los consejeros independientes

En la sección anterior nos hemos centrado en la tarea que los consejeros independientes deberían realizar en las empresas con un accionista mayoritario, que es bien distinta de la que realizan en las empresas de propiedad dispersa. Pero incluso si definimos correctamente la función que están llamados a desempeñar, todavía nos enfrentamos a otro problema ¿Cuáles son las habilidades que los consejeros independientes tienen para reducir la expropiación de las minorías? ¿Qué puede hacer un consejero independiente si identifica una operación sospechosa? ¿Tiene capacidad para evitar la expropiación? En otras palabras, las herramientas de los independientes

³¹BIANCHI *et al.* (2011, pp. 107-121): demuestran que a pesar de que el 85,9% de las empresas italianas cumplen con una regla en el código italiano de buen gobierno que requiere la puesta en marcha de los procedimientos internos para hacer frente a las operaciones vinculadas, sólo el 32,6% han puesto en práctica las recomendaciones del Código de una manera apropiada.

en contra del accionista mayoritario podrían no ser tan potentes como las herramientas que pueden usar en contra de los ejecutivos. A diferencia de estos, los accionistas de control no pueden ser contratados, despedidos o remunerados por el consejo, por lo que los consejeros independientes tienen poco poder de disuasión *ex ante* frente a ellos³².

¿Qué puede hacerse a posteriori, una vez que la transacción sospechosa se ha puesto sobre la mesa? Entonces, los consejeros independientes pueden utilizar tres estrategias principales de oposición: el voto a nivel de consejo, la divulgación pública y la acción legal.

4.1. Las herramientas existentes en el marco normativo

a. La votación a nivel de consejo

Las normas sobre transparencia y los procedimientos para resolver los conflictos de intereses (como la obligación de abstención en la aprobación de transacciones interesadas) son, probablemente, el plato principal de las reformas adoptadas en algunos países de Europa continental con respecto al *self-dealing*³³. En la mayoría de los casos, estas provisiones están dirigidas a frenar la expropiación por parte de los ejecutivos, y en menor medida, la expropiación de los accionistas mayoritarios. Su finalidad es profiláctica, en el sentido de que previenen y controlan la desviación empresarial, pero a expensas de un aumento en los costes del sistema de adopción de decisiones de la sociedad.

La jurisdicción más interesante para nuestros propósitos es la italiana, debido a que recientemente se ha aumentado la participación de los consejeros independientes en la

³²La eficacia de la remuneración para alinear los incentivos de los gerentes con los de los accionistas es un tema muy debatido. Curiosamente, en la medida en que los salarios de los gerentes se determina por el consejo de administración, ambos mecanismos interactúan de manera compleja. ALMAZAN y SUAREZ (2003, pp. 519-548), HERMALIN (2005, pp. 2351-2384) y KUMAR y SIVARAMAKRISHNAN (2008, pp. 1371-1401) presentan modelos en que el consejo de administración debe determinar la remuneración de los presidentes de empresa y muestran que el pago óptimo atendiendo al rendimiento depende de la composición del consejo de manera ambigua. Y, de hecho, los resultados empíricos se mezclan. Una relación negativa entre la propiedad del presidente de empresa y la independencia del consejo ha sido documentada en varios trabajos, entre ellos DENIS y SARIN (1999, pp. 187-224), BAKER y GOMPERS (2003, pp. 569-598), SHIVADASANI y YERMACK (1999, pp. 1829-1853) y COLES *et al.* (2008). Por el contrario, CORE, HOLTHAUSEN y LARCKER (1999, pp. 371-406) consideraron que la proporción de consejeros externos es positiva y está significativamente relacionada con la mezcla del salario del presidente de la compañía, que es el pago anual y a largo plazo de incentivos como porcentaje de la remuneración total. Además, estas relaciones pueden cambiar en el futuro como resultado de políticas como la "say-on-pay", que se están implementando en Estados Unidos y en el Reino Unido. En particular, la Ley Dodd-Frank exige que la junta general de accionistas de todas las empresas que cotizan en Estados Unidos se pronuncie a modo de asesoramiento periódico y no vinculante sobre la remuneración de los ejecutivos. Una medida similar se ha introducido en el Reino Unido.

³³CONAC *et al.* (2007, pp. 491-528). Véase también ENRIQUES (2000, pp. 297-333).

aprobación de transacciones vinculadas³⁴. En particular, en el caso de las transacciones de mayor importancia (definidas por parámetros cuantitativos), el consejo de administración tiene la facultad de autorizar la operación, tras el informe favorable del comité de consejeros independientes; de lo contrario, la aprobación de la transacción corresponde a la junta de accionistas. La nueva regulación italiana aumenta también los requisitos de transparencia para las transacciones conflictivas, que siguen siendo estrechas en la mayoría de las jurisdicciones.

Los mecanismos de aprobación en otras jurisdicciones son muy diversos. La legislación alemana requiere la ratificación del consejo de vigilancia, que no es necesariamente independiente, sólo para los casos en que los ejecutivos se encuentran en ambos lados de la transacción (los conflictos de intereses no se aprecian en otras decisiones interesadas)³⁵. La ley francesa –probablemente la más exigente sobre el papel– requiere la autorización previa del consejo de administración y la ratificación posterior por la asamblea general (en ambos casos, con la abstención de la parte interesada). Pero el diablo está en los detalles: la normativa francesa no se aplica a las transacciones corrientes contraídas en condiciones normales (no conviene olvidar que la extracción de beneficios privados por parte de los socios de control suele realizarse de manera inadvertida y constante en el tiempo), o a los accionistas con menos del 10 por ciento del poder de voto. En el otro lado de la cordillera, la legislación española no requiere ningún procedimiento especial para la aprobación de transacciones vinculadas; sólo se establece que los consejeros que tengan un conflicto de intereses deben revelarlo y están obligados a no votar en el consejo.

Una estrategia regulatoria alternativa que evita las sutilezas del voto es la prohibición selectiva de determinadas categorías de transacciones potencialmente arriesgadas. Por ejemplo, la jurisdicción francesa prohíbe los préstamos a los consejeros (en Alemania, sólo son posibles con el consentimiento de la junta de supervisión). Además, la legislación alemana prohíbe la distribución de dividendos ocultos, entendiendo así que cualquier beneficio privado constituye una distribución *de facto* a dicho socio. Se trataría de una expresión extrema de la regla de la distribución a pro-rata.

Todavía no hay evidencia empírica sobre los efectos de esta regulación, así que no se sabe si las reformas han reducido la expropiación, ni si los beneficios de las nuevas reglas y procedimientos son mayores que sus costes.

En resumen, podemos concluir que los consejeros independientes pueden oponerse a la aprobación de una transacción conflictiva votando en contra en el consejo. Pero, a excepción de Italia, las normas procedimentales podrían no ser suficientes si una parte sustancial del consejo es

³⁴En marzo de 2010, la Comisión de Bolsa italiana emitió una regulación para controlar las operaciones vinculadas, Resolución núm. 17221, de 12.3.2010, modificada por la Resolución núm. 17389, de 23.6.2010.

³⁵Como ENRIQUES (2000, p. 332) informa, tradicionalmente los miembros del consejo de supervisión –bancos y empleados– no se preocuparon particularmente por la desviación de activos por parte de los administradores, siempre y cuando no hubiera riesgo de quiebra, dada su preferencia por el mantenimiento de los gerentes en ejercicio.

“capturado” por el accionista mayoritario. Sólo en el caso de que los consejeros independientes tuvieran un peso significativo en el consejo para plantar cara a los socios de control (por ejemplo, si ocuparan la mayoría de las consejerías), podrían detener la transacción sospechosa en sede de consejo. Sin embargo, ahí no se acaba todo porque los accionistas de control todavía pueden aprobar las decisiones conflictivas usando su poder de voto en la junta general de accionistas. En otras palabras, al votar en contra de la transacción, los consejeros independientes pueden, en el mejor de los casos, incrementar los costes para los accionistas de control en términos de publicidad, que es el asunto que se discute a continuación.

b. La divulgación pública

Los consejeros independientes también pueden suponer un riesgo para los accionistas de control si hacen públicas las transacciones sospechosas. Esta medida puede tener tres consecuencias diferentes, algunas de las cuales no resultan particularmente beneficiosas para los accionistas minoritarios. En primer lugar, la divulgación pública puede afectar indirectamente a los accionistas de control si baja el precio de la cotización. Pero no es un castigo eficaz por dos razones: la bajada de precios no hace demasiado daño a los accionistas de control cuya inversión está bloqueada en la empresa, pero en cambio penaliza fuertemente a los accionistas minoritarios que comercian por razones de liquidez. En segundo lugar, la financiación futura será más cara. De esta manera se protegerán los intereses de los accionistas minoritarios en el futuro, pero también perjudicará las perspectivas de crecimiento de la empresa, y castigará a otras partes interesadas, como los empleados. Por otra parte, este castigo no será muy eficaz para las empresas maduras que pueden utilizar las ganancias retenidas para invertir, y que son justamente las más propensas a la expropiación. En tercer lugar, puede constituir un mecanismo de control eficaz si induce a los accionistas minoritarios a emprender acciones legales contra los accionistas de control, lo que nos lleva a nuestra tercera estrategia de oposición.

c. La acción legal

En nuestra opinión, la más poderosa herramienta a disposición de los consejeros independientes es amenazar con acciones legales, pero esta amenaza sólo será creíble si se cumplen dos condiciones. En primer lugar, debe haber buen derecho y en segundo lugar, buen *enforcement*.

La regulación es una condición necesaria y previa a su aplicación. La revisión judicial *ex post* del cumplimiento de la ley se basa en el examen a posteriori de los deberes fiduciarios de los administradores y accionistas mayoritarios³⁶. Si el consejo tiene amplios poderes para llevar a cabo muchos tipos de transacciones, sus miembros deben estar sujetos al escrutinio legal cuando la transacción es perjudicial para el interés de los accionistas minoritarios. La ley establece normas que concretan deberes de lealtad en casos concretos y tipifican conductas desleales

³⁶SITKOFF (2011, pp. 1040-1041) sostiene que la obligación fiduciaria minimiza los costes de transacción. El derecho fiduciario desempeña un papel en todos los campos en los que el problema de agencia surge de contratos incompletos como consecuencia de la separación entre propiedad y control.

–como la obligación de guardar secreto, o la prohibición del aprovechamiento de oportunidades de negocio–, pero los deberes de lealtad en sentido amplio también deben ser protegidos más allá de su específica concreción normativa a través de un estándar general de conducta. En este sentido, es fundamental que la cláusula del interés social sea operativa y sirva para disciplinar las conductas desleales de los consejeros con poderes ejecutivos en vez de entenderse como una patente de corso en favor de los *insiders* (el interés de la sociedad no tiene por qué coincidir con los intereses de quienes la controlan)³⁷. Es más, no sólo los administradores, sino también los accionistas mayoritarios deberían someterse a deberes fiduciarios frente a los accionistas minoritarios, y ser responsables si los incumplen. Esto debería ser así porque el Derecho de sociedades proporciona al accionista mayoritario poderes amplios de administración por defecto. Como ya hemos mencionado, controlan el sistema de toma de decisiones tanto de la junta de accionistas (a través de los votos), como del consejo de administración (a través de su capacidad para nombrar y destituir consejeros). En este sentido es importante tener en cuenta que la razón de ser de las obligaciones fiduciarias es la disuasión. Quienes ejerzan control sobre la sociedad deben ser responsables de las decisiones que toman en tanto afecten a los accionistas minoritarios.

Con todo, incluso si la regulación es correcta, nos enfrentamos a los problemas de cumplimiento y de litigación. Los accionistas minoritarios tienen serios problemas de información y de acción colectiva para entablar una demanda, pero al mismo tiempo, si la legitimación es baja, un pequeño grupo de accionistas podría tomar parte en litigios de carácter estratégico, poniendo en peligro operaciones productivas. En este sentido, las jurisdicciones europeas han estado tradicionalmente más preocupadas por los riesgos de los accionistas minoritarios que por los beneficios de potenciar que los accionistas de control sean más responsables. En nuestra opinión, si los consejeros independientes pudieran amenazar a los accionistas mayoritarios con una demanda –creíble–, la protección de los inversores y la disuasión se incrementarían. Volveremos a esta idea en la sección 6, cuando hablemos de nuestras propuestas para la reforma.

4.2. Límites a la eficiencia de la regulación

Hasta el momento hemos argumentado que la efectividad de los mecanismos que los consejeros independientes pueden utilizar para controlar a los accionistas mayoritarios dependen fundamentalmente de la calidad de la regulación sobre *self-dealing*. El sistema de voto sólo será eficaz para frenar las transacciones improductivas si hay reglas *ex ante* que impongan obligaciones de información y de procedimiento para superar el conflicto de interés en el sistema de adopción de decisiones de la empresa. Las políticas de *disclosure* tendrán importancia real si pueden inducir a la minoría a presentar demandas en contra de los accionistas mayoritarios. Y la litigación requiere de buen derecho, pero también de mecanismos que garanticen el cumplimiento de los estándares de conducta que impone la ley.

³⁷Este es un problema general de los países con capital concentrado, como es el caso de los estados europeos, y queda bien reflejado en JOHNSON *et al.* (2000, pp. 22-27).

Por lo tanto, una buena regulación es una condición necesaria para que los independientes sean eficaces. Conviene llamar la atención de nuevo sobre la distinta relación entre consejeros independientes y el marco normativo que en cada jurisdicción viene determinado por la estructura de propiedad predominante en sus empresas. En las estructuras de propiedad dispersa, el valor de los independientes proviene de actuar como parte del sistema interno de adopción de decisiones de la sociedad, que viene a perfeccionar los controles societarios *ex ante* de los ejecutivos (selección y remuneración de los directivos), con lo que se consigue reducir la necesidad de legislación y de ejecución *ex post*. En cambio, en las estructuras de propiedad concentrada sólo pueden funcionar como complemento de una regulación rigurosa y bien aquilatada, que sea efectivamente aplicable en las disputas entre accionistas mayoritarios y minoritarios. La escasa literatura que estudia la interrelación entre los mecanismos alternativos de control ha pasado por alto completamente esta circunstancia³⁸.

Nuestro siguiente punto va más allá, y pretende advertir que incluso contando con una buena regulación, es poco probable que los consejeros independientes puedan ser eficaces a la hora de solucionar los conflictos de intereses dentro de la empresa; por eso decíamos que la regulación es una condición necesaria, –y añadimos– pero no suficiente.

¿Por qué sucede esto? En primer lugar, mostraremos que una buena regulación que se basa en controles *ex ante* no es un buen sustitutivo de la regulación que incide en la inspección *ex post* y, en segundo lugar, si los sistemas *ex ante* y *ex post* están bien diseñados se podrá reducir la expropiación, pero esto no significa que se alcance la eficiencia en materia de *self-dealing*.

a. La sustituibilidad reducida entre la regulación *ex ante* y *ex post*

En la sección anterior hemos sostenido que la amenaza de litigación es una herramienta muy poderosa para luchar contra la expropiación de las minorías. Sin embargo, es también una herramienta muy costosa, que requiere de una alta inversión en instituciones de *enforcement*. En los países donde el sistema procesal está poco desarrollado (incluyendo Europa continental) la tendencia más reciente consiste en centrarse en el fortalecimiento de los mecanismos internos de gobierno corporativo para suplir o sustituir el sistema de litigación³⁹. Como ya hemos discutido en la sección relativa al sistema de votación, Italia es el mejor exponente de esta estrategia, por ser

³⁸Una excepción es BURKART y PANUNZI (2006, pp. 1-31), que modelan la interacción entre la protección jurídica de los accionistas, los incentivos de gestión, la supervisión y la concentración de la propiedad, cuando tanto el ejecutivo como el accionista mayoritario pueden obtener beneficios privados, pero el accionista mayoritario puede controlar al ejecutivo. Curiosamente, una mejor protección jurídica afecta tanto a la expropiación de los accionistas como a los incentivos de supervisión de los accionistas de control. Debido a que la supervisión debilita los incentivos de gestión, ambos efectos determinan la relación entre la protección jurídica y la concentración de la propiedad. Cuando la protección jurídica puede facilitar la supervisión, mejores leyes refuerzan los incentivos de supervisión, y la concentración de la propiedad y la protección jurídica son inversamente proporcionales. Por el contrario, cuando la protección jurídica reduce la necesidad de supervisión y son sustitutivos, mejores leyes debilitan los incentivos de la supervisión, y la relación entre la protección jurídica y la concentración de la propiedad es non-monotonic.

³⁹GOSHEN (2003, pp. 393-438).

el país que ha introducido las reformas más interesantes en la toma de decisiones en sede de consejo de administración.

A nuestro juicio, la introducción de controles procedimentales no suple las carencias de los mecanismos defectuosos de cumplimiento *ex post*. Las normas procedimentales que rigen la toma de decisiones son valiosas tanto para reducir el coste de un litigio posterior como para generar un mayor escrutinio público de las decisiones adoptadas. Sin embargo, los controles *ex ante*, por sí solos, tienen muy poco poder de disuasión.

Hay varias razones que avalan esta afirmación. En primer lugar, es poco probable que una sociedad con un accionista mayoritario otorgue a los consejeros independientes el poder suficiente para votar en su contra, sobre todo cuando el mayoritario controla el sistema de nombramiento de los administradores. Bien mirado, la convivencia entre un consejero independiente y un accionista mayoritario representa una contradicción en sus propios términos. En segundo lugar, si el litigio no prosperara porque las conductas desleales y su sanción no están bien definidas en la ley o convenientemente desarrolladas por los tribunales, los consejeros carecerían de una guía clara sobre cómo deben votar. Esta circunstancia puede hacerlos irrelevantes (si votan al azar), o puede hacerlos muy poderosos si el accionista mayoritario necesita su cooperación para aprobar las transacciones conflictivas o sospechosas, y entonces podría propiciarse la colusión entre ellos. Lo mismo ocurre con los informes que los consejeros independientes u otras comisiones especiales deben elaborar para informar a otros consejeros sobre cómo votar (por ejemplo, el caso italiano). Nótese también que estos informes sólo pueden alcanzar la precisión y la credibilidad necesaria si son objeto de una revisión judicial *ex post* que garantice que el interés de los accionistas minoritarios está protegido. Y en tercer lugar, si la vía litigiosa es ineficaz por falta de *enforcement*, la decisión de un miembro del consejo para oponerse al accionista mayoritario es un comportamiento simplemente valeroso –y, por ello, más allá de lo exigible–; no se puede esperar que un consejero independiente suplante al juez y haga el trabajo que el ordenamiento ha encomendado –con buen criterio– a los tribunales.

b. La eficacia limitada de una buena regulación

Toda la regulación anti *self-dealing* que hemos discutido anteriormente se fundamenta en el principio del derecho de sociedades según el cual el beneficio generado por la sociedad debe ser distribuido a prorrata entre los accionistas. Sin embargo, un análisis económico de este tipo de mecanismos legales muestra que nunca podrán ser eficientes en la resolución de los conflictos de intereses. Pensemos en dos tipos diferentes de mecanismos de expropiación de las minorías. El más obvio es una pura transferencia de recursos de la empresa al accionista mayoritario (por ejemplo, éste obtiene un préstamo sin intereses de la empresa), donde se genera un beneficio privado para el accionista mayoritario a expensas de un beneficio público para la minoría. Este tipo es fácil de identificar, controlar y regular, pero probablemente también es el menos importante. El tipo de conflicto más sutil es un contrato de bienes o servicios entre la empresa y el accionista mayoritario. Si el precio está bien ajustado, esta transacción puede generar un beneficio público para todos los accionistas y un beneficio privado por encima de la utilidad pública para el accionista mayoritario. Si, en cambio, no lo está, la operación todavía puede generar grandes

beneficios privados para el accionista mayoritario, a expensas de la minoría. El problema es que este tipo de transacción es muy difícil de regular, sobre todo debido a los problemas de información.

GUTIÉRREZ y SÁEZ (2009) muestran que si las operaciones vinculadas entre la sociedad y el accionista mayoritario pueden producir beneficios potenciales, tanto para la minoría como para el accionista mayoritario, y el accionista mayoritario tiene mejor nivel de información acerca de estas operaciones, la única solución eficiente sería dar al accionista mayoritario una renta de control superior a la división proporcional de los excedentes.

Por lo tanto, cualquier regla *ex ante* o *ex post* que se base en la distribución a prorrata (como toda la regulación en esta materia) dará un resultado ineficiente, produciendo bien demasiadas operaciones interesadas –y consigo la expropiación de las minorías–, o bien poco *self-dealing* y menor valor de la empresa.

En este contexto, el papel de la regulación es limitado y las expectativas que se han puesto en la reforma legal se verán defraudadas. La regulación no puede lograr la eficiencia y no puede proporcionar reglas óptimas de decisión, como máximo se puede utilizar para reducir la expropiación, pero eso sí, a costa de reducir el valor de la compañía. GUTIÉRREZ y SÁEZ (2009) muestran que una mayor eficiencia se puede lograr con una combinación de una normativa severa y rigurosa que limite las actividades de *self-dealing*, y el derecho de las empresas a salirse –*opt out*– del régimen legal, y contratar el nivel óptimo de beneficios privados. En este ajuste contractual los consejeros independientes podrían ser útiles como representantes de la minoría en los contratos entre la empresa y el accionista mayoritario.

Hasta ahora hemos visto que en el actual marco normativo, las herramientas que los consejeros independientes tienen a su alcance para oponerse al accionista mayoritario son limitadas. Dadas estas limitaciones, un enfoque más realista de la función que pueden desempeñar los independientes en las empresas con estructuras de propiedad concentrada consiste en pensar en ellos como un canal de información. En virtud de su posición, los consejeros independientes tienen acceso a toda la información sensible que les permitiría identificar los conflictos de intereses. Lo que no queda claro es si se puede hacer un buen uso de esta información. En la sección 6 volvemos a esta idea e identificamos las formas en que los consejeros independientes podrían canalizar esta información al regulador y/o los accionistas minoritarios.

5. Problemas en el perfil, la selección y los incentivos de los consejeros independientes

Una vez que hemos identificado la utilidad potencial de los consejeros independientes, nos corresponde comprobar que el sistema de nombramiento y los mecanismos de motivación sean los oportunos para que puedan ser eficientes en el desempeño de la función de supervisión que tienen encomendada ¿Quién puede ser considerado como un consejero independiente justo?

¿cómo se seleccionan? y ¿cuáles son los incentivos que tienen para realizar su función? Así que tenemos que discutir los problemas relativos al perfil, la selección, y los incentivos de los consejeros independientes.

5.1. Perfil

En cuanto al perfil, debemos concentrarnos en dos características principales: la independencia y la experiencia. Podríamos pensar que para ser un buen consejero, necesariamente se precisaría *expertise* en cuestiones empresariales. La evidencia reciente sobre la crisis financiera apoya esta hipótesis⁴⁰. Sin embargo, casi todos los reglamentos y códigos de buen gobierno dejan de lado los conocimientos y la experiencia, y se centran exclusivamente en la independencia⁴¹.

¿Quién puede ser considerado un candidato a consejero independiente? La respuesta corta es fácil: el consejero independiente no es un miembro del equipo directivo actual de la sociedad. Normalmente, los consejeros independientes son altos ejecutivos de otras compañías, abogados, profesores universitarios, ex políticos, etc. La mayor parte de la regulación relativa a los consejeros externos ha definido la independencia en términos negativos (para ser independiente no deben existir vínculos de naturaleza familiar o empresarial con los *insiders*, bien sean los ejecutivos o los socios de control), en lugar de procurar una definición positiva (un independiente sería un consejero desinteresado con cierta reputación). En nuestra opinión, esta definición formal y negativa de independencia tiene dos defectos.

Por un lado, es dudoso que podamos desarrollar una noción completa y operativa de la independencia. La concepción actual pasa por alto el hecho relevante de que una fuerte adhesión al accionista mayoritario puede ser debido a otras causas, como la amistad, los lazos sociales, o incluso a la afinidad y a las creencias compartidas sobre la función de los ejecutivos y la intensidad de la supervisión a la que deben ser sometidos, –fácil de imaginar cuando los ahora independientes han desarrollado su carrera profesional sirviendo en puestos directivos en otras empresas⁴². En otras palabras, las definiciones existentes de la independencia no reflejan –ni de lejos– todas las influencias posibles que podrían afectar al comportamiento de los consejeros independientes. Además, la estrategia política de confiar en los requisitos de independencia no resuelve *per se* el problema, porque entraña muchas dudas que cualquier lista ampliada de

⁴⁰FERREIRA *et al.* (2010) y BELTRATTI y STULZ (2009), la evidencia actual muestra que los bancos con más consejos de administración independientes que carecían de experiencia financiera actuaron peor durante la crisis.

⁴¹Sarbanes-Oxley es una excepción al exigir que al menos uno de los miembros del comisión de auditoría sea un experto financiero.

⁴²Esta observación se ha hecho tiempo atrás. GILSON and KRAAKMAN (1991, p. 875). Un estudio empírico reciente ha puesto a prueba esta hipótesis. BYOUNG-HYOUNG HWANG and SEOYOUNG KIM (2009, p. 138). Mostraron que compartir *background* entre los presidentes de empresa y sus consejeros independientes (lo que ellos llaman –directores socialmente dependientes–) afectaba negativamente la supervisión.

factores descalificadores pueda aspirar a ser exhaustiva⁴³. La clave en este asunto no es sólo la naturaleza de la relación (el sesgo estructural que, por supuesto, se podría tratar de mejorar en las definiciones legales), sino la necesidad o la inclinación a mantener el favor del *controller*⁴⁴.

Por otro lado, los consejeros deben, por encima de todo, actuar en el interés exclusivo de sus principales. La característica crucial que deberíamos buscar en un consejero no es tanto la independencia, sino la imparcialidad, la honradez y el desinterés⁴⁵.

Por estas razones, los problemas de nombramiento y de motivación pueden ser factores más relevantes en el diseño del consejo de administración que la independencia en sí misma. La no afiliación con los *insiders* es un indicador de la voluntad de actuar en el interés de los accionistas minoritarios. No hay duda de que entre los consejeros internos –ejecutivos o dominicales– también hay personas que se toman en serio sus responsabilidades. En este sentido, lo que realmente importa es la capacidad para actuar como agente fiduciario desinteresado de los socios externos⁴⁶. Y la “prueba de fuego” para estos consejeros es ser capaz de oponerse a la voluntad de los *insiders*.

Un tema que no ha recibido suficiente atención es el tiempo que un consejero independiente puede permanecer como independiente. Hay evidencia de que los presidentes de empresa con más veteranía en el cargo dominan los consejos de administración⁴⁷. Es sabido que los consejeros externos son fácilmente capturados por el consejo, lo que no es de extrañar porque el *management* generalmente selecciona a sus propios consejeros independientes. Pero la captura no se explica sólo por el mero interés en conservar su posición, tiene también connotaciones sociales: los consejeros independientes no son socialmente independientes, se socializan con los demás miembros del consejo. Con el tiempo su inmersión social les impulsará a alinearse más con los intereses de los *insiders* que con los intereses de los socios externos. En este sentido, pedimos al consejero independiente mucho más que supervisar (naturalmente, como le gustaría a él ser supervisado). Le pedimos que se oponga e impida las conductas o las decisiones improductivas – que plante cara al *controller*, que sea un *maverick* entre sus colegas–, lo que a todas luces resulta

⁴³TUNG (2011, pp. 1175- 1185).

⁴⁴PAGE (2009, p. 237) sostiene que la predisposición inconsciente juega un papel importante en la toma de decisiones de los consejeros independientes.

⁴⁵La idea de la confianza en el Derecho de sociedades es crucial, y no se basa necesariamente en la independencia, FRANKEL (2010).

⁴⁶ENRIQUES, HANSMANN y KRAAKMAN (2009, p. 65): “Truly independent directors are board members who are not strongly tied by high- powered financial incentives to any of the company’s constituencies but who are motivated principally by ethical and reputational concerns”.

⁴⁷HERMALIN y WEISBACH (1998, pp. 96-118) sostienen que los presidentes de compañías más veteranos y con mejores resultados incrementan su influencia sobre el consejo de administración y por lo tanto sirven como medidas indirectas de captura de consejeros independientes.

muy costoso⁴⁸. Los consejeros independientes se enfrentan a costes y obstáculos importantes para la supervisión, y, además, carecen de incentivos adecuados para que tal supervisión sea eficaz y contundente (ver la sección sobre incentivos a continuación).

5.2. Nombramiento

La segunda pregunta es quién nombra a los consejeros independientes. En general, la designación de los miembros del consejo de administración es una cuestión clave para el gobierno corporativo de cualquier sociedad. La materia del nombramiento está directamente relacionada con la independencia del consejero, ya que incluso un consejero independiente en abstracto puede tratar de cumplir con el interés de quien lo ha nombrado⁴⁹. Ya hemos aclarado anteriormente que el concepto de independencia tiene demasiados perfiles para poder ser considerado un concepto fiable. A pesar de ello, en la mayoría de las jurisdicciones, los consejeros independientes son nombrados por el *controller*, sean los ejecutivos o el accionista mayoritario. Algunos códigos de buen gobierno, reconociendo este problema, recomiendan que los consejeros independientes sean designados por una comisión integrada en su totalidad por consejeros independientes, pero esto simplemente desplaza el problema al momento de designar la comisión de nombramientos⁵⁰.

En teoría, el sistema societario de selección y nombramiento debe garantizar, en primer lugar, que los consejeros designados sean independientes del *controller*, y en segundo lugar, que efectivamente rindan cuentas a los accionistas externos. Sin embargo, los ejecutivos y los accionistas mayoritarios son los únicos agentes con la capacidad y los incentivos para patrocinar a un candidato, puesto que los accionistas dispersos se enfrentan a muchos obstáculos para hacerlo.

Como forma de salir de este dilema, algunas jurisdicciones europeas han creado un nuevo tipo de consejero: el “consejero minoritarios”. Estas jurisdicciones permiten que los accionistas significativos (o un grupo de accionistas con suficiente *stock*) nombren a un número de consejeros

⁴⁸MACEY (2008, p. 90).

⁴⁹COLES *et al.* (2010), consideran que los consejeros que se unieron al consejo después de que el presidente de empresa asumiera el cargo no son supervisores eficaces. Por el contrario, los demás consejeros independientes, los que se unieron antes, constituyen una medida más incisiva de control de la eficacia que la independencia del consejo.

⁵⁰Un buen ejemplo de la dificultad en la solución de este problema es el Código de buen gobierno sueco. El código fue modificado en 2010 para exigir que al menos dos de los miembros del consejo sean independientes tanto de la dirección ejecutiva como de los accionistas de control (accionistas que controlen, directa o indirectamente, por lo menos diez por ciento de las acciones o los votos). Los directores son designados por un comité de nombramiento, que debe tener por lo menos un miembro que también sea independiente de la empresa, de la dirección ejecutiva y del accionista mayoritario de la compañía. Sin embargo, la comisión de nombramiento la nombra la junta general de accionistas, donde los principales accionistas pueden ejercer su poder a través de sus derechos de voto.

del consejo. Dos ejemplos interesantes a este respecto son el español y el italiano.

La ley española establece un sistema de representación proporcional que otorgaría a la minoría el derecho de nombrar consejeros en proporción a su participación en el capital de la sociedad, tanto en las sociedades cotizadas como en las no cotizadas. La regla tiene una larga tradición en el Derecho de sociedades español, pero no ha tenido mucha relevancia práctica. La ley italiana ha sido reformada en 2005, y establece que las sociedades cotizadas reservarán al menos un asiento en el consejo de administración para personas no designadas por el accionista mayoritario⁵¹.

Téngase en cuenta que, en ambos casos, no estamos hablando de consejeros independientes. A pesar de que estos consejeros minoritarios no tengan, claro está, ninguna afiliación con los ejecutivos o con el accionista mayoritario, es de suponer que van a representar los intereses de los accionistas minoritarios que los han nombrado. Sin embargo, es probable que a falta de independientes creíbles, la opción de los consejeros minoritarios sea la *second best* para las sociedades con propiedad concentrada, ya que con ellos se consigue mayor independencia del consejo en relación con los *insiders*. En efecto, un consejo en el que estén representados los intereses de los accionistas minoritarios significativos puede contribuir a reducir la extracción de beneficios privados, ya que se vuelve más competitivo en la presencia de más jugadores⁵². En consecuencia, el problema de la expropiación de las minorías puede verse reducido.

Este enfoque no resuelve los problemas relacionados con el sistema de nombramiento de los consejeros independientes, pero crea un nuevo tipo de consejero que es responsable ante otras partes importantes que no sean los *insiders*. Lo cual refleja la complejidad del *trade-off* entre independencia y rendición de cuentas consustancial a la figura del consejero independiente.

El caso español es interesante en este punto porque el nombramiento de un consejero independiente es en teoría posible a través del sistema proporcional, pero los tribunales han manifestado claramente que el nombramiento de un consejero independiente por parte de un accionista minoritario es siempre un consejero dominical⁵³. Se viene a decir que dado que va a ser responsable ante el accionista que lo nombra no puede ser independiente. Esto equivale a afirmar

⁵¹Artículos 147-ter y ss. de la Ley núm. 262, de 2005. Los estatutos deben implementar un procedimiento de propuesta de listas de candidatos alternativos. El sistema está basado en el voto por lista. La ley establece que al menos un consejero debe ser nombrado por la lista que recibe el segundo mayor número de votos. Ventoruzzo informa que el sistema ha funcionado sin problemas (VENTORUZZO, 2011, p. 105). En cualquier caso, la aplicación es más amplia que en el caso español, donde el impacto es incidental.

⁵²BENNESEN y WOLFENZON (2000, pp. 113-139).

⁵³SAP Barcelona, 14.12.2005 (AC 2007\12; MP: Luis Garrido Espá). Además, si el *controller* tiene éxito convenciendo al juez de que el inversor significativo es un *raider*, el consejero nombrado por él podría ser cesado, aún siendo un consejero independiente. Pero aún así, podría ser una reforma prometedora para combinar las instituciones de voto acumulativo y la elección de consejeros independientes. Es importante distinguir entre los *raiders* y los supervisores: una minoría de consejeros profesionales no pondría en peligro un reemplazo de la gerencia, un cambio importante en la estrategia corporativa, o espiar a un competidor.

que los independientes creíbles sólo pueden ser elegidos por la mayoría (que supuestamente representa los intereses de la sociedad). Nótese, sin embargo, que esta afirmación no se sostiene cuando hay uno o varios accionistas de control, que por definición, también son partes interesadas.

Una última cuestión es si los “consejeros de la minoría” pueden funcionar cuando los accionistas minoritarios significativos son reacios a tomar parte activa en la sociedad. Este es el caso de los fondos de inversión o de pensiones, o de cualquier otro accionista institucional para el que la liquidez sea importante. El hecho de tener un representante en el consejo les sujeta a la regulación sobre *insider trading*, lo que probablemente acarree demasiados costes para su tipo de negocios. Esta podría ser la razón por la cual en los Estados Unidos la institución del voto acumulativo se utiliza muy poco⁵⁴. En la medida en que los inversores institucionales sean cada vez más frecuentes, en Europa surgiría el mismo problema.

5.3. Incentivos

¿Por qué se espera que los consejeros independientes desempeñen sus funciones con eficacia? La literatura jurídica y económica tienen distinta visión de las que deberían o podrían ser las principales motivaciones para los consejeros.

a. La responsabilidad legal

El enfoque de la literatura jurídica se centra en la extensión de la responsabilidad por negligencia. En teoría, la responsabilidad legal valdría para motivar a los consejeros independientes a la hora de supervisar a los *insiders*, dado que temerían enfrentarse a las consecuencias económicas adversas que conllevaría realizar sus funciones de forma negligente. Pero por otro lado, los tribunales han sido reacios a declarar a los consejeros independientes personalmente responsables. Las razones son, en primer lugar, que la responsabilidad puede hacer que los consejeros se vuelvan aversos al riesgo, por lo que puede inducirlos al sobrecumplimiento y a tomar decisiones conservadoras. La segunda razón es que el temor a la responsabilidad puede conducir a que muchos profesionales con talento no quieran ser consejeros externos. Además, aunque la mayoría de los países se inclinan a favor de utilizar instrumentos de responsabilidad para controlar el comportamiento de los administradores, en la práctica, los consejeros independientes rara vez se enfrentan a pagos personales⁵⁵. La póliza de seguro D & O reduce la

⁵⁴En estas jurisdicciones, la representación de las minorías en el consejo es ajeno a su cultura empresarial y legal. Sin embargo, algunos estudiosos han defendido sus virtudes, GORDON (1994, p. 124); BLACK and KRAAKMAN (1996, pp. 1947-1949).

⁵⁵Sin embargo, el riesgo de pago personal no es cero. Los directores externos de las empresas cotizadas de Estados Unidos se enfrentan a un riesgo mayor de ser demandados que sus contrapartes en otros países, BLACK and CHEFFINS (2006, pp. 1386 y ss.). Excepcionalmente el riesgo puede conducir a que los pagos por los daños tengan que hacerse de su propio bolsillo en caso de grandes escándalos, como en los casos de Enron y WorldCom, para enviar un mensaje y garantizar la disuasión en el futuro, BLACK *et al.* (2006, pp. 1055-1160).

probabilidad de que el pago salga de su propio bolsillo, y como resultado, la eficacia de la responsabilidad⁵⁶.

b. La reputación y las preocupaciones de la carrera profesional

En la literatura económica, el argumento tradicional es que la reputación y las fuerzas del mercado son los motores que garantizan que los independientes ejecuten bien sus funciones. FAMA y JENSEN (1983, pp. 301-325) conjeturaron “Nuestra hipótesis es que los consejeros externos tienen incentivos para desarrollar una reputación como expertos en el control de decisiones... [e]llos usan su cargo como consejeros para señalar a los mercados internos y externos que son expertos... [l]as señales son creíbles cuando los pagos directos a los consejeros externos son pequeños, pero hay devaluación sustancial del capital humano cuando el control de decisión interna se rompe...”. Desde entonces, se espera que los consejeros independientes lleven a cabo sus funciones de supervisión eficientemente, motivados por cuestiones meramente reputacionales. No obstante, éste es uno de los mayores defectos de la concepción de los consejeros independientes⁵⁷.

Existe por ahora evidencia fidedigna que muestra que en Estados Unidos los consejeros que sirven en los consejos de administración de empresas con problemas pierden la reputación y son menos propensos a recibir nuevos nombramientos. Por ejemplo, los consejeros externos sirven en menos consejos nuevos después de haber participado en los consejos de administración de empresas que experimentan dificultades financieras (GILSON, 1990, pp. 355-387), después de que el consejo haya avalado actuaciones contrarias a los intereses de los accionistas (COLES y HOI, 2003, pp. 197-230) y después de que las empresas en las que sirven hayan sido demandadas por fraude financiero (FICH y SHIVDASANI, 2007, pp. 306-336). También YERMACK (2004, pp. 2281-2308) y FERRIS, JAGANNATHAN, y PRITCHARD (2003, pp. 1087-1111) consideran que los consejeros independientes son más propensos a recibir ofertas en el futuro cuando las empresas en las que sirven obtienen buenos resultados.

Pero, al propio tiempo, el miedo a perder la reputación puede reducir la eficacia de los consejeros independientes. SONG y THAKOR (2006, pp. 1845-1896) presentan un modelo teórico donde las preocupaciones profesionales pueden inducir a los consejeros independientes a hacer una inversión excesiva (falta de inversión) en períodos de bonanza económica (crisis). De manera similar, RUIZ-VERDÚ y SINGH (2011) desarrollan un modelo en el que las inquietudes reputacionales impulsan a los consejeros independientes a reducir la remuneración observable de los ejecutivos y a sustituirla por un (ineficiente) pago oculto. La evidencia empírica reciente

⁵⁶Por otro lado, GUTIERREZ (2000) muestra que la existencia del contrato de seguro puede dar más incentivos para que los accionistas demanden al consejero, debido al efecto «deep pocket». Por lo tanto, la renuncia de las empresas europeas a utilizar el seguro D & O puede explicar por qué un litigio contra los consejeros es tan raro en Europa.

⁵⁷La doctrina también se ha basado en la reputación como el principal motor de la conducta de los consejeros independientes, GORDON (2007, p. 1465).

apoya esta faceta más conflictiva de las motivaciones reputacionales de los consejeros independientes. FAHLENBRACH, LOW y STULZ (2010) consideran que los consejeros externos, al tratar de proteger su reputación, es probable que presenten su dimisión cuando anticipen que la empresa en cuyo consejo participan tendrá malos resultados o divulgará noticias adversas. Pero es precisamente entonces cuando son más necesarios. FISMAN *et al.* (2005) muestran que los consejeros independientes que tratan de proteger su reputación despiden a los presidentes de la empresa con demasiada frecuencia (lo que se interpreta que en vez de actuar en el mejor interés de los accionistas, responden a sus antojos).

Por otra parte, cuando un consejero cuenta con una buena reputación, se convierte en un consejero ocupado, que participa en muchos consejos de administración, y hay evidencia que muestra que los consejeros ocupados son unos supervisores menos eficaces (FICH y SHIVDASANI, 2006, pp. 689-724; RENNEBOOG y ZHAO, 2011 y GUEDJ y BARNEA, 2009).

Un último problema con la reputación es que, para ser eficaz, requiere de rendición de cuentas. Sin embargo, a los consejeros independientes les falta que rindan cuentas a los inversores externos sobre su actuación⁵⁸. El problema que se suscita es la independencia de los consejeros independientes respecto de los accionistas (en otras palabras, los consejeros independientes pueden ser más o menos independientes del *controller*, pero lo que no es dudoso es que son completamente independientes de los accionistas). A nuestro entender, la independencia a expensas de la *accountability* –la rendición de cuentas– es un mal negocio.

c. Incentivos monetarios

Dados los problemas que originan los mecanismos de responsabilidad y la reputación, ¿existe una forma alternativa para motivar a los consejeros independientes? FAMA y JENSEN (1983, pp. 301-325) recomiendan evitar el uso de incentivos monetarios que podrían interferir con la reputación y, en consecuencia, los consejeros externos no son remunerados con paquetes de retribución variable ligados a los resultados de la empresa o a su rendimiento individual como miembros del consejo de administración. Sin embargo, hay dos excepciones interesantes a esta regla que sugieren que el foco debería trasladarse de los mecanismos reputacionales a los incentivos monetarios. Primero, los consejeros suelen recibir sumas adicionales por asistencia a reuniones. En una muestra de S & P 1500 empresas, ADAMS y FERREIRA (2008, pp. 154-171) constatan que los abonos de asistencia a las reuniones del consejo son relativamente bajos (con un valor promedio de 1.014\$, en dólares de 2003), y muestran que los consejeros tienen menos problemas de asistencia cuando las sumas que se abonan son más altas, sugiriendo que los consejeros responden incluso a pequeños incentivos monetarios. Segundo, la retribución fija anual de los consejeros a veces se paga con acciones, utilizando acciones con transmisibilidad restringida u opciones sobre acciones. YERMAK (2004, pp. 2281-2308) muestra que, a pesar de que el valor de los abonos fijos no está vinculado con el rendimiento, su reconocimiento posterior genera una sensibilidad más acorde con los resultados en la retribución de los consejeros

⁵⁸HANSMANN and KRAAKMAN (2001, pp. 439-442).

externos. La remuneración total obtenida por un consejero externo de empresas dentro del grupo Fortune 500 durante sus primeros cinco años va de 186.000 dólares, si es miembro de una empresa en el percentil 25 en términos de revalorización de la bolsa, a 428.000 dólares, si es miembro de una empresa en el percentil 75. Obviamente, estas grandes diferencias son una motivación poderosa.

6. Claves para replantear el papel de los consejeros independientes en las empresas con estructuras de propiedad concentrada: una propuesta de reforma

En el análisis anterior hemos identificado cuáles son las condiciones necesarias para que los consejeros independientes puedan jugar un papel importante en las empresas con estructura de propiedad concentrada. Las cuestiones básicas son las siguientes:

En primer lugar, la función de los consejeros independientes debe ser redefinida. Sus instrucciones son sencillas: evitar la expropiación de las minorías a manos de los accionistas de control. El cumplimiento de un mandato específico es lo que confiere a los independientes un estatuto jurídico distinto de los demás miembros del consejo, y como tal debe ser reconocido y claramente establecido en la regulación y en los códigos de buen gobierno.

En segundo lugar, debido a la naturaleza de esta función, la presencia de consejeros independientes en el consejo de las empresas con estructuras de propiedad concentrada, puede, como mucho, ser considerado como un complemento de una regulación rigurosa –también en su cumplimiento– de los conflictos de interés entre accionistas mayoritarios y minoritarios. Y hemos visto que la eficacia de las herramientas que tienen a su disposición para cumplir con su función de supervisión (el voto, la amenaza con la divulgación y la litigación) dependerá fundamentalmente de la calidad de la regulación. Por lo tanto, antes de siquiera considerar la oportunidad de los consejeros independientes, el legislador europeo debe hacer frente a la difícil tarea de mejorar la legislación societaria y su aplicación para reducir la expropiación de las minorías. Sin embargo, hay que tener en cuenta que la regulación no puede, simultáneamente, reducir la expropiación de las minorías y generar inversión eficiente, por lo tanto, las soluciones contractuales deberían ser exploradas.

Y en tercer lugar, es crucial hacer frente a los problemas relacionados con el sistema de nombramiento y de diseño de incentivos de los consejeros independientes para garantizar la rendición de cuentas, la experiencia y la motivación.

A la vista de estas cuestiones es fácil concluir que el sistema de consejeros independientes, como tal, precisa de reforma. La solución a estos problemas se antoja una tarea ímproba, cuyos costes pueden superar los beneficios potenciales (dejando de lado que quizás no sea siquiera políticamente viable, ante el *lobbying* de los socios de control). Por lo tanto, nos parece que hay tres opciones alternativas:

i) Considerar seriamente la posibilidad de reconsiderar la normativa referente a los consejeros independientes y dar a las empresas libertad absoluta en cuanto a la composición de sus consejos de administración. Las empresas pueden ser muy heterogéneas, de tal forma que la composición óptima del consejo puede variar considerablemente entre unas y otras. Como hemos visto, los entornos de información de la empresa importan: una cosa es tener consejeros externos –cuyo valor para la empresa es estratégico– y otra bien distinta es tener consejeros “supervisores” o independientes. Los consejeros independientes pueden agregar valor en algunas empresas, pero no en otras. Además, en vista de la evidencia sobre las diferencias notables entre el cumplimiento formal y sustantivo de las recomendaciones de los códigos de buen gobierno por parte de las empresas europeas (es decir, entre lo que se dice en los informes de buen gobierno y lo que verdaderamente se hace), eliminar a los independientes no cambiaría la situación actual (BIANCHI *et al.*, 2011, pp. 107-121). O quizás sí, al menos se obligaría al legislador a reconocer los problemas de agencia no resueltos entre los accionistas mayoritarios y minoritarios (en lugar de seguir pretendiendo que los resuelvan los consejeros externos que habitualmente engrosan la lista de independientes).

ii) Aceptar la figura de los consejeros representantes de las minorías como segunda mejor opción. Los consejeros independientes –tal y como los conocemos– han demostrado ser ineficaces en la eliminación de los beneficios privados. Con esta opción, el legislador podría generar competencia por los beneficios privados entre los accionistas significativos. En lugar de tratar de conseguir supervisión por parte de agentes externos, el legislador confiaría en un grupo suficientemente grande de socios internos para controlarse los unos a los otros. Esto puede funcionar bien cuando los accionistas significativos no tienen necesidades importantes de liquidez.

iii) Si estamos dispuestos a hacer el esfuerzo de reformar la regulación y garantizar su cumplimiento para asegurar que la expropiación de las minorías no quede impune, tenemos que reformar la figura de los consejeros independientes desde un punto de vista eficiente. El nombramiento y los sistemas de motivación deberían ser reorganizados a un coste aceptable, a fin de lograr verdaderas mejoras en la supervisión de las sociedades. En este sentido, podemos pensar en dos sendas de reforma de la figura de los consejeros independientes. Se trataría de reinventar los independientes, ya sea como una especie de “guardabarreras públicos” o como si fueran una suerte de “gestores de fondos” para la minoría. Advertimos ya de antemano que ambos mecanismos están llamados a despertar las reticencias de los socios de control.

6.1. Consejeros independientes como guardabarreras públicos del regulador

La primera vía de reforma convertiría a los consejeros independientes de supervisores privados en terceras partes encargados –con carácter público– del cumplimiento de la ley⁵⁹. Estamos

⁵⁹COFFEE (2006, p. 2): “Typically, the term connotes some form of outside or independent watchdog or monitor –someone who screens out flaws or defects or who verifies compliance with standards or procedures”. Para KRAAKMAN (1986, pp. 53-56) la definición es más estrecha, y más centrada en la ejecución: los guardabarreras son actores sofisticados capaces de evitar conductas indeseables simplemente rehusando prestar su cooperación.

pensando en los consejeros independientes como agentes de la autoridad reguladora del mercado de valores, en vez de como agentes de los accionistas. Por otra parte, creemos que esta sería una manera de resolver los problemas de selección y motivación. El objetivo es que los independientes sean más profesionales y menos susceptibles de captura por parte de los *insiders*. Se trata de una intervención clara del Estado para garantizar el cumplimiento de los deberes fiduciarios en el control de las sociedades, pero no es menos cierto que el control de la legalidad *ex ante* goza de gran tradición tanto en nuestro país como en otros países europeos –con frecuencia es más determinante lo que dictaminan los registradores que los jueces en la vida societaria.

En cuanto a su función, la idea es que los consejeros independientes controlen *ex ante* la legalidad de las transacciones interesadas de los socios de control, y a tal fin, utilicen la información interna de la sociedad para identificar y manifestar un juicio vinculante. Además, si se detectara un posible fraude, se verían obligados a informar a la agencia reguladora. Tiene que haber una entrada y un guardián: téngase en cuenta que para que el binomio regulación-cumplimiento funcione, se precisa que haya buena regulación y que el independiente esté legalmente habilitado para hacerla cumplir. Los deberes de conducta deberían establecerse externamente, y lo que se espera de los independientes es que contribuyan en la implementación de tales estándares. En los sistemas normativos como los que prevalecen en Europa continental, el Derecho de sociedades debe proporcionar una descripción clara de los conflictos de interés paradigmáticos, y un estándar general que abarque cualesquiera otras conductas desleales. Estos terceros implementadores del derecho “cierran la puerta” por la negativa pasiva a permitir la conducta reprochable, lo cual interrumpe el comportamiento desleal.

En cuanto a los problemas de nombramiento y motivación, al igual que otros funcionarios públicos, los consejeros independientes estarían obligados a acreditar estándares reglados de mérito y capacidad, y la CNMV podría liderar la puesta en marcha de un *pool* de profesionales competentes a fin de garantizar su independencia. Para que este sistema pueda funcionar es necesario que la agencia reguladora del mercado de valores goce de reputación, y no esté capturada ni por el poder político, ni por el poder empresarial del país. Naturalmente, las sociedades podrían elegir libremente a sus independientes de entre los que hayan pasado el filtro. En este sentido, los independientes deberían ser profesionales del control de legalidad, bien entrenados para garantizar que la sociedad en la que sirven cumple con la normativa legal –se trataría de un auténtico control de legalidad *ex ante*–. Es importante señalar que la seriedad del proceso de selección de este grupo selecto de profesionales es básico para fundamentar su reputación: se trataría de producir una clase de guardabarreras profesionales que a ojos de todos, desempeñan sus funciones con competencia y credibilidad⁶⁰. También es importante que estos

⁶⁰Sin embargo, hay margen para una cierta competencia entre los encargados de hacer cumplir a estos terceros. Este marco fue desarrollado originalmente por GILSON y KRAAKMAN (1991, pp. 863-906), quienes demostraron que un mercado de consejeros externos con expertos independientes podría fortalecer el gobierno corporativo y resolver el problema de agencia entre los accionistas minoritarios y la empresa en la que invierten. En su opinión, este mercado podría estar eficientemente organizado por una cámara de compensación central colectivamente financiada por los inversores institucionales.

terceros ejecutores estén debidamente incentivados para llevar a cabo sus funciones. Al igual que en el caso de otros funcionarios públicos (notarios o registradores), los incentivos se proporcionarían a través de tarifas altas⁶¹ y restricciones a la entrada, y del mismo modo es preciso que estén sometidos a responsabilidad de carácter profesional, y que se impongan sanciones cuando incumplen con su deber. Curiosamente, un consejo independiente no es necesario: un número pequeño de independientes puede hacer el trabajo. Esta posición requeriría un compromiso a tiempo completo, pero al propio tiempo, los supervisores no estarían vinculados a una empresa en particular y podrían ser contratados para servir de forma simultánea en el consejo de administración de varias empresas.

6.2. Consejeros independientes como representantes de la minoría

La segunda vía de reforma propugna mejorar la rendición de cuentas de los consejeros independientes frente a los intereses que representan, el *free-flow*. A este respecto, la vía más prometedora es la de darles la posibilidad de actuar en representación de la minoría en todos los asuntos legales relacionados con sus intereses, incluida la legitimación para demandar a los accionistas mayoritarios o a los ejecutivos, si la expropiación ya ha tenido lugar.

Desde esta óptica, los independientes serían la herramienta que facilitaría el ejercicio efectivo de muchos “derechos de la minoría” reconocidos como tales por el Derecho de sociedades, pero que están infrautilizados debido a los problemas de acción colectiva a los que se enfrentan. Es decir, los consejeros independientes podrían utilizar su posición privilegiada para actuar como representantes de la minoría en todos los asuntos en los que el papel de la minoría ya está reconocido por la ley, como es el caso de los derechos de información, las votaciones en los casos de conflictos de intereses y la interposición de acciones de responsabilidad de los administradores. En materia de derechos de información, los independientes deberían tener acceso directo a toda la información de la empresa y serían el vehículo para la divulgación de la información relevante a la minoría. El suministro de la información es una de las cuestiones que necesitan ser revisadas y puestas al día en el derecho de sociedades: el flujo de información es improductivo porque las sociedades son reacias a contar lo que deberían y el derecho de información tradicional no es el mecanismo adecuado para conseguirlo –al menos en sociedades cotizadas–, además de crear otras ineficiencias, como la litigación extorsionadora. No se trata de que los socios externos tengan el mismo nivel de información que los *insiders*, sino que cuenten con la información relevante para poder defender sus inversiones dentro de la empresa. Como es sabido, la transparencia cumple una función preventiva muy valiosa para el buen gobierno de la sociedad.

⁶¹La sabiduría tradicional sostiene que la retribución es el camino equivocado para motivar a los consejeros independientes. Por otra parte, se muestra que las ventajas de penas son menos efectivas en el caso de los *gatekeepers* (HAMDANI and KRAAKMAN, 2007, pp. 1677 y ss.). Como indican, el objetivo de la ley no es hacer cumplir estándares mínimos de conducta, sino asegurar la cooperación de los actores más sofisticados.

En materia de votación en caso de conflicto de intereses, los ordenamientos deberían prever la regla de la mayoría de la minoría para solventar los conflictos de interés del socio de control respecto a materias que se deciden en sede de junta. En sede de consejo, lo lógico es que el consejero independiente actúe como representante de la minoría en todas las transacciones de operaciones vinculadas que deban ser aprobadas por el órgano de administración. A este respecto, deberían mantener informada a la minoría de las operaciones conflictivas que se suscitaran y revelar el sentido de su voto en cada operación sospechosa.

Por último, en relación con la interposición de demandas, cualquier accionista que tuviera interés en ejercitar acciones legales contra los administradores podría requerir la intervención del consejero independiente, que si así lo estimara oportuno, podría interponer la acción social de responsabilidad ante los tribunales. Esto eliminaría la necesidad de requisitos mínimos de participación, y a la par, desincentivaría las demandas frívolas⁶².

En este supuesto de reforma, el verdadero objetivo sería crear un cuerpo de profesionales cuya experiencia y prestigio les haga capaces y dispuestos a desafiar a los *controllers*. Por lo tanto, sería necesario profesionalizar la figura del consejero independiente como tal: consejeros con el tiempo y las habilidades necesarias para controlar enérgicamente en nombre de los accionistas dispersos. Su trabajo de supervisión los convertiría en “consejeros disidentes”. Nótese de nuevo que para alcanzar tal fin, un consejo totalmente independiente no es necesario. La posición requeriría dedicación a tiempo completo. El regulador del mercado de valores podría facilitar este proceso y garantizar la independencia, proporcionando una especie de certificados de “idoneidad” para ser consejeros independientes. Por otro lado, si hay un mercado real de consejeros independientes, la cuestión de quién elige al consejero pierde parte de su importancia. En este sentido, un *pool* profesionalizado de consejeros independientes debe existir previamente a la elección en cada empresa.

En lo que respecta a los incentivos, estos consejeros deberían actuar como gestores de fondos para la minoría, en el sentido de cuidar el valor de sus acciones en el largo plazo. Con el fin de ofrecer los incentivos necesarios, proponemos que reciban una cantidad fija de acciones en el comienzo de su mandato, con la obligación de mantenerlas hasta después de que se vayan.

7. Conclusiones

En este trabajo hemos querido mostrar la ineficacia de la institución de los consejeros independientes, especialmente en las jurisdicciones con empresas de propiedad concentrada, a pesar de que los legisladores sigan confiando ciegamente en su intervención para solucionar los

⁶²Sin embargo, debemos ser conscientes de que las normas de procedimiento en jurisdicciones de *civil law* desincentivan la litigación, y por lo tanto, los incentivos para litigar son pequeños.

problemas de agencia de las sociedades. En nuestra opinión, si no corregimos esta tendencia, recogeremos lo que se ha sembrado, más costes que beneficios.

Los consejeros independientes no van a resolver las ineficiencias societarias, y lo que es peor, pretenden aparentar que lo hacen. En este tesitura, los *insiders* no necesitan mejorar el buen gobierno real de las sociedades, basta con llenar los consejos de administración con consejeros independientes que les parapeten de la crítica y evitar de paso que se tomen otras medidas legislativas de mayor calado en contra de sus intereses privados. Así, las ineficiencias se mantienen, pero los legisladores y los *policy makers* no son plenamente conscientes de ello o no sienten la necesidad de desarrollar mecanismos de control alternativos. El intenso enfoque en los consejeros independientes como la solución perfecta desvía la atención de otras medidas que podrían ser más eficaces.

8. Bibliografía

ADAMS, Renee (2009), *Governance and the Financial Crisis*, ECGI - Finance Working Paper núm. 248/2009.

ADAMS, Renee and FERREIRA, Daniel (2007), "A Theory of Friendly Boards", *Journal of Finance*, Vol. 62(1), pp. 217- 250.

ADAMS, Renee and FERREIRA, Daniel (2008), "Do Directors Perform for Pay?", *Journal of Accounting and Economics* 46(1), pp. 154-171.

ADAMS, Renee; HERMALIN Benjamin and WEISBACH Michael S. (2010), "The Role of Boards of Directors in Corporate Governance: A Conceptual Framework and Survey", *Journal of Economic Literature* Vol. 48(1), pp. 58-107.

AGRAWAL, Anup and KNOEBER, Charles (1996), "Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 31(3), pp. 377-397.

ALMAZAN, Andres and SUAREZ, Javier (2003), "Entrenchment and Severance Pay in Optimal Governance Structures", *Journal of Finance*, Vol. 58, pp. 519-548.

ARROW, Kenneth J. (1974), *The limits of organization (Fels Lectures on Public Policy Analysis)*, Norton, New York.

ATANASOV, Vladimir A. et al. (2011), "Law and Tunneling", *Journal of Corporation Law*, Vol. 37, pp. 1-49.

BAKER, Malcolm and GOMPERS, Paul A. (2003), "The determinants of board structure at the initial public offering", *Journal of Law and Economics*, Vol. 46(2), pp. 569-598.

BARCLAY, Michael J. and HOLDERNESS, Clifford G. (1989), "Private benefits from control of public corporations", *Journal of Financial Economics*, Vol. 25, pp. 371-395.

BAUMS, Theodor and SCOTT, Kenneth E. (2005), "Taking shareholder protection seriously? Corporate governance in the U. S. and Germany", *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 17(4), pp. 44-63.

BAYSINGER, Barry D. and BUTLER, Henry N. (1985), "Corporate governance and the board of directors: performance effects of changes in board composition", *Journal of Law, Economics and Organization*, Vol. 1, pp. 101-124.

BEBCHUK, Lucian (2007), "The myth of shareholder franchise", *Virginia Law Review*, Vol. 93(3), pp. 675-732.

BEBCHUK, Lucian; COATES IV, John C. and SUBRAMANIAN, Gujan (2002), "The Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards: Theory, Evidence, and Policy", *Stanford Law Review*, Vol. 54, pp. 887 y ss.

BEBCHUK, Lucian and HAMDANI, Assaf (2009), "The elusive quest for global governance standards", *University Pennsylvania Law Review*, Vol. 157, pp. 1301-1302.

BEBCHUK, Lucian and HIRST, Scott (2010), "Private ordering and the proxy access debate", *The Business Lawyer*, Vol. 65(2), pp. 329-360.

BECK, Thorsten and LEVINE, Ross (2004), "Stock Markets, Banks and Growth: Panel Evidence" *Journal of Banking and Finance*, Vol. 28(3), pp. 423-42.

BELTRATTI, Andrea and STULZ, Rene M. (2009), "Why Did Some Banks Perform Better during the Credit Crisis? A Cross-Country Study of the Impact of Governance and Regulation", *Fisher College of Business Working Paper* núm. 2009-03-12. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1433502>.

BENNETSEN, Morten and WOLFENZON, Daniel (2000), "The balance of power in closely held corporations", *Journal of Financial Economics*, Vol. 58, pp.113-139.

BHAGAT, Sanjai and BLACK, Bernard S. (2002), "The Non-correlation between Board Independence and Long- term Firm Performance", *The Journal of Corporation Law*, Vol. 27, pp. 231-273.

--- (1999), "The uncertain relationship between board composition and firm performance", *Business Law*, Vol. 54, pp. 921 -963.

BIANCHI, Marcelo *et al.* (2011), "Comply or Explain? Investor Protection Through Corporate Governance Codes", *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 23(1), pp. 107-121.

BLACK, Bernard S. and Brian CHEFFINS (2006), "Outside directors liability across countries", *Texas Law Review*, Vol. 84, pp. 1386 y ss.

BLACK, Bernard S.; CHEFFINS, Brian and KLAUSNER, Michael (2006), "Outside directors liability", *Stanford Law Review*, Vol. 58, pp. 1055-1160.

BLACK, Bernard S. and KRAAKMAN, Reinier (1996), "A self-enforcing model of corporate law", *Harvard Law Review*, Vol. 109, pp. 1947-1949.

BOROKHOVICH, Kenneth A.; PARRINO, Robert P. and TRAPANI, Teresa (1996), "Outside Directors and CEO Selection", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 31(3), pp. 337-55.

BRICKLEY, James A.; COLES, Jeffrey L. and TERRY, Rory L. (1994), "Outside directors and the adoption of poison pills", *Journal of Financial Economics*, Vol. 35, pp. 371-390.

BURKART, Mike and PANUNZI, Fausto (2006), "Agency Conflicts, Ownership Concentration, and Legal Shareholder Protection", *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 15(1), pp. 1-31.

BURKART, Mike; GROMB, Denis and PANUNZI, Fausto (1997), "Large shareholders, monitoring and the value of the firm", *Q. J. Fin. Econ.*, Vol. 112(3), pp. 693-728.

BYRD, John W. and HICKMAN, Kent A. (1992), "Do outside directors monitor managers? Evidence from tender offer bids", *Journal of Financial Economics*, Vol. 32, pp. 195-222.

CHANDLER, William B. and STRINE, Leo B. (2003), "Views from the bench: The new federalism of the American corporate governance system: preliminary reflections of two residents of one small state", *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 152, pp. 953 y ss.

CLARKE, Donald C. (2007), "Three Concepts of Independent Directors", *Delaware Journal of Corporate Law*, Vol. 32(1), pp. 73-111.

CHUNG, Kee H. and KIM, Jeong-kuk (1999), "Corporate ownership and the value of a vote in an emerging market", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 5, pp. 35-54.

COFFEE, John C. (2006), *Gatekeepers: the professions and corporate governance*, Oxford University Press, Oxford.

COLES, Jeffrey and HOI, Chun-Keung (2003), "New evidence on the market for directors: Board membership and Pennsylvania Senate Bill 1310", *Journal of Finance*, Vol. 58, pp. 197-230.

COLES, Jeffrey L.; DANIEL, Naveen D. and NAVEEN, Lalitha (2010), "Co-opted Boards", Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1699272>.

COLES, Jeffrey L.; LEMMON, Michael L. and WANG, Yan Albert (2008), "The Joint Determinants of Managerial Ownership, Board Independence, and Firm Performance". Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1089758> or [doi:10.2139/ssrn.1089758](https://doi.org/10.2139/ssrn.1089758).

CONAC, Pierre-Henri; ENRIQUES, Luca and GELTER, Martin (2007), "Constraining Dominant shareholders' self-dealing: The legal framework in France, Germany and Italy", *European Company and Financial Law Review*, Vol. 4(4), pp. 491-528.

COOLS, Sofie (2005), "Real Difference in Corporate Law between the United States and Continental Europe: Distribution of Powers", *Delaware Journal of Corporate Law*, Vol. 30, pp. 697 y ss.

COOLS, Sofie (2011), "Europe's Ius Commune on Directors Revocability", *European Company and Financial Law Review*, Vol. 8(2), pp. 199-234.

CORE, John E; HOLTHAUSEN, Robert W. and LARCKER, David F. (1999), "Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance", *Journal of Financial Economics*, Vol. 51, pp. 371-406.

COTTER, James F.; SHIVDASANI, Anil and ZENNER, Marc (1997), "Do outside directors enhance target shareholder wealth during tender offer contests?", *Journal of Financial Economics*, Vol. 43, pp. 195-218.

DAHYA, Jay; DIMITROV, Orlin and MCCONNELL, John J. (2008), "Dominant shareholders, corporate boards and corporate value: A cross-country analysis", *Journal of Financial Economics*, Vol. 87, pp. 73-100.

DEANGELO, Harry and DEANGELO, Linda (1985), "Managerial Ownership of Voting Rights: A Study of Public Corporations with Dual Classes of Common Stock", *Journal of Financial Economics*, Vol. 14, pp. 33-69.

DENIS, David J. and SARIN, Atulya (1999), "Ownership and Board Structures in Publicly Traded Corporations", *Journal of Financial Economics*, Vol. 52, pp. 187-224.

DYCK Alexander and ZINGALES, Luigi (2004), "Private Benefits of Control: An International Comparison", *Journal of Finance*, Vol. 59(2), pp. 537-600.

EASTERBROOK, Frank H. and FISCHER, Daniel R. (1981), "The proper role of a target's management in responding to a tender offer", *Harvard Law Review*, Vol. 94, pp. 1161 y ss.

--- (1991), *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard University Press, Harvard.

ELSON, Charles M. (2004), "Enron and the necessity of the objective proximate monitor", *Cornell Law Review*, Vol. 89, pp. 496 y ss.

ENRIQUES, Luca (2000), "The law on company Directors' self-dealing: A comparative analysis", *Int. Comp. L. J.* 2(3), pp. 297-333.

ENRIQUES, Luca; HANSMANN, Henry and KRAAKMAN, Reinier (2009), "The Basic Governance Structure" in KRAAKMAN *et al.* (Eds.), *The Anatomy of Corporate Law*, Oxford University Press, Oxford.

FAHLENBRACH, Rüdiger; LOW, Angie and STULZ, Rene M. (2010), "The Dark Side of Outside Directors: Do They Quit When They are Most Needed?", ECGI - *Finance Working Paper* núm. 281/2010. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1585192>.

FAMA, Eugene F. and JENSEN, Michael C. (1983), "Separation of ownership and control", *Journal of Law and Economics*, Vol. 26, pp. 301-325.

FERREIRA, Daniel; KIRCHMAIER, Tom and METZGER, Daniel (2010), "Boards of Banks", ECGI - *Finance Working Paper* núm. 289/2010. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1620551>.

FERRIS Stephen P.; JAGANNATHAN, Murali and PRITCHARD, Adam C. (2003), "Too Busy to Mind the Business? Monitoring by Directors with Multiple Board Appointments", *Journal of Finance*, Vol. 58(3), pp. 1087-1111.

FICH, Eliezer M. and SHIVDASANI, Anil (2007), "Financial Fraud, Director Reputation, and Shareholder Wealth", *Journal of Financial Economics*, Vol. 86, pp. 306-336.

--- (2006), "Are Busy Boards Effective Monitors?", *Journal of Finance*, Vol. 61 (2), pp. 689-724.

FISMAN, Raymond J.; KHURANA, Rakesh and RHODES-KROPF, Matthew (2005), "Governance and CEO Turnover: Do Something or Do the Right Thing?", Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=656085> ordoi:10.2139/ssrn.656085.

FRANKEL, Tomar (2010), *Fiduciary Law*, Oxford University Press, Oxford.

GILSON, Ronald J. (2006), "Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy", *Harvard Law Review*, Vol. 119, pp. 1641 y ss.

GILSON, Stuart C. (1990), "Bankruptcy, boards, banks, and blockholders: Evidence on changes in corporate ownership and control when firms default", *Journal of Financial Economics*, Vol. 27(2), pp. 355-387.

GILSON, Ronald J. (1981), "A structural approach to corporations: The case against defensive tactics in tender offers", *Stanford Law Review*, Vol. 33, pp. 819 y ss.

GILSON, Ronald J. and KRAAKMAN, Reinier (1991), "Reinventing the outside director: An agenda for institutional investors", *Stanford Law Review*, Vol. 43, pp. 863-906.

GORDON, Jeffrey N. (2007), "The rise of independent directors in the United States, 1950-2005: Of shareholder value and stock market prices", *Stanford Law Review*, Vol. 59, pp. 1520-1526.

--- (1994), "Institutions as Relational Investors: A new look at cumulative voting", *Columbia Law Review*, Vol. 94, pp. 124-192.

GOSHEN, Zohar (2003), "The Efficiency of Controlling Corporate Self-Dealing: Theory Meets Reality", *California Law Review*, Vol. 91(2), pp. 393-438.

GUEDJ, Ilan and BARNEA, Amir (2009), "Director Networks", Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=966555>.

GUTIÉRREZ, María (2000), "An Economic Analysis of Corporate Directors' Fiduciary Duties", *RAND Journal of Economics*, Vol. 34(3), pp. 516-535.

GUTIÉRREZ, María and SÁEZ, María Isabel (2010), "A Carrot and Stick Approach to Discipline Self-dealing by Controlling Shareholders", ECGI Law Working Paper núm. 138/2010 Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1549403> or [doi:10.2139/ssrn.1549403](https://doi.org/10.2139/ssrn.1549403).

HAMDANI, Assaf and KRAAKMAN, Reinier (2007), "Rewarding outside directors", *Michigan Law Review*, Vol. 105, pp. 1677 y ss.

HANSMANN, Henry and KRAAKMAN, Reinier (2001), "The end of history of corporate Law", *Georgia Law Journal*, Vol. 89, pp. 439-442.

HARRIS, Milton and RAVIV, Artur (2008), "A Theory of Board Control and Size", *Review of Financial Studies*, Vol. 21(4) pp. 1797-1832.

HERMALIN, Benjamin E. (2005), "Trends in Corporate Governance", *Journal of Finance*, Vol. 60(5), pp. 2351-2384.

HERMALIN, Benjamin E. and WEISBACH, Michael S. (2003), "Boards of directors as an endogenously determined institution: a survey of the economic literature", *Economic Policy Review*, pp. 7-26.

--- (1998), "Endogenously Chosen Boards of Directors and Their Monitoring of the CEO", *American Economic Review*, Vol. 88(1), pp. 96-118.

--- (1991), "The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance" *Financial Management*, Vol. 20(4), pp. 101-112.

HWANG, Byoung-Hyoun and KIM, Seoyoung (2009), "It Pays to Have Friends", *Journal of Financial Economics*, Vol. 93(1), pp. 138-158.

JARRELL, Gregg; BRICKLEY, James A. and NETTER, Jeffrey M. (1988), "The market for corporate control: The empirical evidence since 1980", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 2(1), pp. 49-68.

JENSEN, Michael C. and RUBACK, Richard S. (1983), "The market for corporate control: the scientific evidence", *Journal of Financial Economics*, Vol. 11(5), pp. 5-50.

JOHNSON, Simon; LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio and SHLEIFER, Andrei (2000), "Tunneling", *American Economic Review*, Vol. 90, pp. 22-27.

KLEIN, April (1998), "Firm performance and board committee structure", *The Journal of Law and Economics*, Vol. 41, pp. 275-303.

KRAAKMAN, Reinier (1986), "Gatekeeper: the anatomy of a third-party enforcement strategy", *Journal of Law, Economics & Organization*, Vol. 2, pp. 53-56.

KUMAR, Praveen and SIVARAMAKRISHNAN, Shiva (2008), "Who Monitors the Monitor? The Effect of Board Independence on Executive Compensation and Firm Value", *Review of Financial Studies*, Vol. 21(3), pp. 1371-1401.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei and VISHNY, Robert (2002), "Investor Protection and Corporate Valuation", *Journal of Finance*, Vol. 57(3), pp. 1147-1170.

LEVY, Haim (1982), "Economic evaluation of voting power of common stock", *Journal of Finance*, Vol. 38, pp. 79-93.

MACEY, Jonathan R. (2008), *Corporate governance: Promises kept, promises broken*, Princeton.

NENOVA, Tatiana (2003), "The value of corporate voting rights and control: a cross-country analysis", *Journal of Financial Economics*, Vol. 68, pp. 325-351.

PAGE, Antony (2009), "Unconscious bias and the limits of director independence", *University of Illinois Law Review*, Vol. 2009 (1), pp. 237- 294.

RAHEJA, Charu G. (2005), "Determinants of Board Size and Composition: A Theory of Corporate Boards", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 40(2), pp. 283-306.

RENNEBOOG, Luc and YANG, Zhao (2011), "US Knows Us in the UK: On Director Networks and CEO Compensation" ECGI - *Finance Working Paper núm. 302/2011*. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1763167>.

ROSENSTEIN, Stuart and WYATT, Jeffrey G. (1997), "Inside Directors, Board Effectiveness, and Shareholder Wealth", *Journal of Financial Economics*, Vol. 44, pp. 229-48.

RUIZ-VERDÚ, Pablo and RAVI, Singh (2011), "Board Reputation, CEO Pay, and Camouflaged Compensation" Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1786877>.

SCHLEIFER, Andrei and VISHNY, Robert W (1997), "A survey of corporate governance", *Journal of Finance*, Vol. 52(2), pp. 737-783.

SCHOUTEN, Michael C. (2010), "The mechanisms of voting efficiency", *Columbia Business Law Review*, Vol. 2010 (3), pp. 763 y ss.

SHIVDASANI, Anil and YERMACK, David (1999), "CEO Involvement in the Selection of New Board Members: An Empirical Analysis", *Journal of Finance*, Vol. 54(5), pp. 1829-1853.

SITKOFF, Robert H. (2011), "The economic structure of fiduciary law", *Boston University Law Review*, Vol. 91, pp. 1040-1041.

SONG, Fenghua and THAKOR, Anjan V. (2006), "Information Control, Career Concerns, and Corporate Governance", *Journal of Finance*, Vol. 61(4), pp. 1845-1896.

TUNG, Frederick (2011), "The puzzle of independent directors: new learning", *Boston University Law Review*, Vol. 91, pp. 1175-1185.

VENTORUZZO, Marco (2011), "Empowering shareholders in Directors' Elections: A revolution in the making", *European Company and Financial Law Review*, Vol. 8(2), pp. 105-234.

--- (2008), "Takeover regulation as a wolf in sheep's clothing: taking U. K. rules to Continental Europe", *University of Pennsylvania Journal Business Law*, Vol. 11, pp. 135-138.

WEISBACH, Michael (1988), "Outside Directors and CEO Turnover", *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, pp. 431-60.

YERMACK, David (2004), "Remuneration, Retention, and Reputation Incentives for Outside Directors", *Journal of Finance*, Vol. 59(5), pp. 2281-2308.

--- (1996), "Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors", *Journal of Financial Economics*, Vol. 40(2), pp. 185-212.

ZINGALES, Luigi (1995), "What Determines the Value of Corporate Votes?," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 110, pp. 1047-1073.