

InDret

Anàlisi econòmica del dret de societats

Recensió a Frank H. Easterbrook i Daniel R. Fischel, La estructura económica de las sociedades de capital, Fundación Cultural del Notariado, Madrid (2002)

Francisco Marcos
Instituto de Empresa

Working Paper núm: 167
Barcelona, octubre de 2003

www.indret.com

I. Deu anys després de la seva publicació per Harvard University Press, es tradueix al castellà “La estructura económica de las sociedades de capital”. Ens trobem davant d’un dels llibres que ha fet història en el dret societari nord-americà. Les idees que emanen de les seves pàgines constitueixen, sens dubte, una destacada manifestació de l’anàlisi econòmica del dret aplicat al dret de les societats de capital.

Tot i que alguns dels seus capítols havien estat publicats anteriorment com articles, la seva agrupació en forma de llibre (amb notables modificacions en alguns casos) dota a les tesis d'Easterbrook i Fischel de més vigor i permet comprovar la coherència del seu enfocament de diverses qüestions en el dret societari nord-americà: els raonaments econòmics expliquen l'existència i el funcionament de la majoria de les institucions i dels mecanismes que ordenen l'activitat de les societats de capital. El dret de les societats de capital respon a l'objectiu de maximitzar la riquesa dels accionistes, proporcionant-los les normes que aquests haurien acordat en el supòsit que haguessin pactat expressament sobre les diferents qüestions de la vida de la societat. A més a més, aquestes normes són principalment dispositives, més que imperatives¹.

El plantejament és molt suggeridor², i fou favorablement acollit per molts, però també provocà una forta reacció en contra dels que sostenien la necessitat que el dret societari s'inspirés en altres principis i es guiés per altres pautes³.

Crec que la seva aproximació al dret de societats és perfectament aplicable a la nostra pràctica societària. La lògica econòmica inspira el funcionament dels diversos instruments que s'analitzen en el llibre: partint del contracte de societat i de la concepció de la societat com a organització que permet separar les funcions de les parts contractants (la qual cosa té la seva manifestació

¹ Vegeu *infra* *La estructura económica del derecho de las sociedades de capital*, 24-25. Vegeu també Bernard S. BLACK, “Is Corporate Law Trivial? A Political and Economic Analysis?”, *Nw. L. Rev.* 84 (1990) 542-597 (que sosté que el debat entre els partidaris de les normes imperatives i els partidaris de les normes dispositives en el dret de les societats de capital és artificial). Entre nosaltres, la qüestió es presenta amb altres connotacions, vegeu Cándido PAZ-ARES, “¿Cómo entendemos y cómo hacemos el derecho de sociedades?. Reflexiones a propósito de la libertad contractual en la nueva LSRL”, a *Tratando de la Sociedad Limitada* (coord. C. PAZ-ARES), Fundación Cultural del Notariado, Madrid 1997, 163-205.

² Si es jutja pel nombre de recensions o comentaris que, en el seu moment, suscità. Aquesta enumeració, que no pretén ser exhaustiva, dona mostra d'això: Ian AYRES, «Making a Difference: The Contractual Contributions of Easterbrook and Fischel», *U. Chi. L. Rev.* 59 (1992) 1391-1420; William W. BRATTON, «The Economic Structure of the Post-contractual Corporation», *Nw. U. L. Rev.* 87 (1992) 180-215; Bruce CHAPMAN, *Canadian Bus. L. J.* 23 (1994) 145-156; Simon DEAKIN, *Cambridge L. J.* 52 (1993) 517-520; Wendy L. GRAMM, *Public Interest L. Rev.* 1994, pàgs. 173-179; Robert M. DAINES i Jon D. HANSON, «The Corporate Law Paradox: The Case For Restructuring Corporate Law», *Yale L. J.* 102 (1992) pàgs. 577-637; Luca ENRIQUES, “L’economia delle società per azioni di Frank Easterbrook e Daniel Fischel: Diritto Societario, Efficienza dei Mercati e Analisi Economica”, *Riv. Crit. di Dir. Priv.* 1996, 563-578; Lyman JOHNSON, «Individual and Collective Sovereignty in the Corporate Enterprise», *Colum. L. Rev.* 92 (1992) pàgs. 2215-2249; Jack KNIGHT, *L. & Pol. Book Rev.* 2/4 (april 1992), pàgs. 62-65; John A. MACKERRON, *U. Tol. L. Rev.* 23 (1992) 751-791; Fred MCCHESENEY, «Positive Economics and all That- A Review of the Economic Structure of Corporate Law», *Geo. Wash. L. Rev.* 61 (1992) 272-298; Lawrence E. MITCHELL, «The Cult of Efficiency», *Tex. L. Rev.* 71 (1992) 217-242; Stephen B. PRESSER, «Thwarting the Killing of the Corporation: Limited Liability, Democracy, and Economics», *Nw. U. L. Rev.* 87 (1992) 148-179; Larry E. RIBSTEIN, «Efficiency, Regulation and Competition: A Comment on Easterbrook and Fischel's "Economic Structure of Corporate Law" (Frank H. EASTERBROOK ad Daniel R. FISCHEL)», *Nw. U. L. Rev.* 87 (1992) 254-286; Note: «Dr. Pangloss meets the Coase Theorem», *Harv. L. Rev.* 105 (1992) 1408-1413.

³ Vegeu, per exemple, els treballs que es recopilen a *Progressive Corporate Law*, editat per Lawrence E. MITCHELL, Westview Press, Boulder (Co.) 1995.

fonamental en el principi de la responsabilitat limitada)⁴, els autors examinen les principals qüestions del dret societari (el dret de vot de l'accionista, els deures fiduciaris dels administradors i la regla de la discrecionalitat empresarial, les operacions sobre el control de la societat, les ofertes públiques d'adquisició, la responsabilitat dels administradors, la negociació d'accions basada en informació privilegiada, les obligacions de publicitat de les societats cotitzades, la valoració de les accions en cas de separació d'un soci i les particularitats en el funcionament de les societats de capital tancades). En totes i cadascuna d'aquestes matèries, Easterbrook i Fischel utilitzen l'anàlisi econòmica per explicar les normes vigents i demostren que les normes jurídiques més eficients, aquelles que produeixen més riquesa per als contractants, són les que han acabat prevalent i imposant-se. El mercat funciona com un poderós mecanisme que ha posat a prova els diferents instruments i institucions de la pràctica societària, seleccionant les que són més eficients.

II. Easterbrook i Fischel construeixen la seva teoria sobre les societats de capital en el capítol primer (*El contracte de societat*) i, en capítols successius, l'apliquen a l'anàlisi de diverses qüestions del dret societari. La seva teoria es fonamenta en la concepció de la societat com una "xarxa de contractes" en la qual participen els diversos actors en la vida de la societat (accionistes, administradors, directius, treballadors i creditors)⁵. Aquesta xarxa de contractes és l'"estructura de govern" de la societat. Atesa la importància del capital per al naixement i el desenvolupament de les societats, els inversors de capital assumeixen necessàriament una posició preferent en aquesta estructura. Com que els inversors prefereixen invertir els seus diners en les societats més eficients –aquelles les estructures de govern de les quals minimitzen els costos d'agència i maximitzen la rendibilitat neta⁶–, els administradors prenen bona nota d'això i intenten organitzar les societats de la manera més eficient possible. L'eficiència és la brúixola que guia les decisions dels administradors de la societat. Tot i que el que inicialment pretenen és una anàlisi *econòmica positiva* del dret, basant-se en la mesura possible en l'evidència empírica que demostra la coincidència de la realitat amb la seva teoria, ocasionalment els arguments normatius es barregen en el seu discurs⁷.

L'anàlisi és impecable. En coherència amb les premisses inicials, la responsabilitat limitada dels socis es concep com una fórmula eficient de compartir els riscos, que redueix els costos de control

⁴ Separant el patrimoni dels socis del de la pròpia societat, vegeu Henry HANSMANN i Reinier KRAAKMAN, «Organizational Law as Asset Partitioning», *Eur. Econ. Rev.* 44 (2000) 807-817.

⁵ Vegeu les contribucions d'ALCHIAN, DEMSETZ, JENSEN, MECKLING i el mateix COASE recollides a Louis PUTTERMAN (ed.), *La naturaleza económica de la empresa*, trad. esp., Alianza editorial, Madrid 1994. Vegeu també Carlo MARCHETTI, *La "nexus of contracts" Theory. Teorie e Visioni del Diritto Societario*, Giuffrè, Milano 2000.

⁶ El dret també exerceix un paper en el funcionament d'aquestes estructures, vegeu Kenneth SCOTT, «Agency Costs and Corporate Governance», *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law* (ed. P. Newman), vol. 1, Londres-Nueva York 1998, 26-27 (tot i que sigui necessari contestar algunes qüestions prèvies: a] per què el finançament extern a través de capital és preferible –si és que ho és!– al finançament mitjançant el crèdit; b] com es justifica la diversitat d'estructures de govern igualment eficients en el Dret comparat).

⁷ Hem d'insistir en la rellevant distinció entre anàlisi normativa i anàlisi positiva, que es trasllada a l'anàlisi econòmica de les institucions jurídiques: l'ésser i l'haver de *ser* són dimensions diferents.

per part dels socis⁸. El mateix ocorre amb els deures fiduciaris dels administradors i amb la falta d'especificació contractual de les pretensions i drets dels socis enfront d'altres participants en la societat (v. gr., treballadors i creditors). En aquest darrer cas, l'aparent inferioritat i vulnerabilitat dels socis davant els possibles abusos dels administradors es contraresta amb el reconeixement del dret de vot⁹ i, sobretot, de la titularitat del residu patrimonial de la societat¹⁰. Passa el mateix amb la regla de la discrecionalitat empresarial, que és una manifestació de l'especialització de funcions en el si de la societat, que implica *deixar els administradors fer el que saben*, sense entremetre's, ja que això aniria en contra d'una rendibilitat major. En fi, també la prohibició de la negociació d'accions basada en informació privilegiada persegueix garantir que els administradors respectaran els seus deures fiduciaris amb els socis i que buscaran incrementar la rendibilitat.

En coherència amb la seva visió contractual de la societat, Easterbrook i Fischel empen la "teoria de l'agència" com a model en el qual s'emmarca la separació de la propietat i del control de la societat¹¹. Els administradors i directius de la societat són "agents" dels socis, mentre que els darrers ocupen la posició de "principals". Tot i que els administradors han d'actuar sempre d'acord amb l'interès social, que és el dels socis¹², sempre hi ha el risc que actuïn en interès propi. Per evitar que així sigui, sorgeixen diversos mecanismes, alguns dins el mateix contracte de societat, d'altres externs (com el mercat i l'ordenament jurídic)¹³ que ajuden a minimitzar els costos d'agència, alineant els interessos dels administradors i els dels socis.

III. Quan el contracte de societat, els incentius i les formules retributives no alineen els interessos dels administradors amb els dels socis, el mercat de valors proporciona un eficaç mecanisme de control extern a través del "mercat de control societari" per resoldre els potencials conflictes d'interessos derivats de la separació de la propietat i el control de la societat¹⁴.

⁸ Tot i això, en seu de responsabilitat extracontractual, la regla de limitació de responsabilitat pot incentivar l'assumpció de riscos excessius per part de la societat que poden generar danys per a tercers. En aquest sentit, vegeu Pablo SALVADOR, Fernando CERDÁ, Juan Antonio RUIZ, José PIÑEIRO i Antoni RUBÍ, "Derecho de daños y responsabilidad ilimitada en las sociedades de capital. En torno a *Meyer v. Holley et al.* (537 U.S. 280 (2003))", *InDret* 3/2003 (www.indret.com).

⁹ Per deixar constància de la concepció del dret de vot com a tecnologia contractual en el marc del contracte de societat, que permet explicar raonablement l'existència de drets sense vot, vegeu Cándido PAZ-ARES, *¿Dividendos a cambio de votos? (Contribución al estudio de la conversión a acciones con voto en acciones sin voto)*, McGrawHill, Madrid 1996, 8-9.

¹⁰ Vegeu Benjamin KLEIN, Robert G. CRAWFORD i Armen A. ALCHIAN, "Vertical Integration, Appropriable Rents, and the Competitive Contracting Process", *J. L. & Econ.* 21 (1978) 297-326 (especialment 321-322).

¹¹ Per a una nota vegeu Cándido PAZ-ARES, "La infracapitalización. Una aproximación contractual", a RODRÍGUEZ ARTIGAS et al. (eds), *Derecho de Sociedades de Responsabilidad Limitada*, I, McGrawHill, Madrid 1996, 66-67 i nota 1. Tot i que vegeu Luciano PILOTTI, "Neo-istituzionalismo e teoria dell'agenzia: tra fallibilità interpretativa ed efficacia strumentale limitata", *Economia e diritto del terziario* 3/1992, 687-755.

¹² Vegeu Jesus ALFARO ÁGUILA-REAL, *Interés social y derecho de suscripción preferente*, Civitas, Madrid 1995, *passim*.

¹³ Tot i que aquests mecanismes externs -particularment el sistema jurídic/judicial- poden no funcionar correctament, vegeu Benito ARRUÑADA, "Limitaciones institucionales al desarrollo de la empresa", *Papeles de Economía Española*, 78-79 (1999) 17-32.

¹⁴ Vegeu Javier GARCÍA DE ENTERRÍA, «El control del poder societario en la gran empresa y la función disciplinaria de las OPAS», *RDBB* 47 (1992) 665-689 (publicat després a *Mercado de control, medidas defensivas y ofertas competidoras. Estudios sobre OPAs*, Civitas, Madrid 1999, 49-77). Des d'una altra perspectiva, vegeu Ana Isabel FERNÁNDEZ i Silvia GÓMEZ ANSÓN, "El gobierno de la empresa: mecanismos alineadores y supervisores de las actuaciones directivas", *Rev. Esp. Fin. y Cont.* 100 (1999) 355-380 i, més àmpliament el llibre d'aquesta darrera autora, *El mercado de control corporativo y los efectos de riqueza asociados a las adquisiciones de empresas*, Universidad de Oviedo, Oviedo 1998.

El llibre dedica la majoria de les seves pàgines a les societats obertes amb accionistes dispersos (sense oblidar les societats tancades, que són analitzades en el capítol 9), principalment les que cotitzen en els mercats de valors, abordant la problemàtica de les preses de control de les societats i les ofertes públiques d'adquisició. En aquesta matèria les normes jurídiques semblen haver seguit una línia diferent de la postulada per les tesis dels autors. En efecte, enfront de la competència en el mercat i la lliure contractació, els Estats han optat per regular aquestes qüestions. Easterbrook i Fischel expliquen aquesta "interferència normativa" per motivacions redistributives i per la manca de confiança en el funcionament veritablement competitiu del mercat.

El creixement i l'èxit dels mercats de valors, als quals les societats de capital nord-americanes acudeixen a la recerca de finançament, ha donat lloc a una disciplina pròpia de les societats de capital cotitzades per la regulació dels mercats de valors. Com no podia ser d'una altra manera, el funcionament d'aquests mercats es regeix per pautes evidentment econòmiques, principalment la teoria dels mercats de capitals eficients i el model d'equilibri d'actius financers (MEDAF), conforme als quals el preu de les accions de les societats reflexa tota la informació disponible sobre la societat¹⁵. Aquestes teories recolzen a la teoria contractual de la societat, demostrant com el mercat valora les modificacions del contracte de societat. L'abundant evidència empírica que els autors recullen és prou eloqüent per comprovar el significat/la rellevància de les modificacions contractals i de les operacions societàries en la riquesa dels accionistes. També entre nosaltres i amb referència al mercat espanyol s'han realitzat estudis semblants els resultats dels quals no s'aparten dels recopilats per Easterbrook i Fischel: el mercat valora negativament la introducció de clàusules anti-presa de control al contracte de societat¹⁶; en matèria d'ofertes públiques d'adquisició, els estudis demostren que si bé els efectes en el preu de les accions de les societats oferents són més confusos (més aviat neutres a llarg termini)¹⁷, semblen clars els efectes positius molt rellevants del llançament de l'oferta en el preu de les accions de la societat objecte de l'oferta¹⁸; el suport bancari en forma de finançament bancari o d'assegurament d'emissions

¹⁵ Tot i que recentment qüestionada per la psicologia del comportament i per la *behavioural finance*, vegeu Robert J. SHILLER, *Irrational exuberance*, Princeton University Press, Princeton (NJ) 2000; Hersh SHEFRIN, *Beyond greed and fear understanding behavioral finance and the psychology of investing*, Harvard Business School Press, Boston (Mass.) 2000 (hi ha traducció al castellà, publicada per Oxford University Press el 2002 sota el títol de *Más allá de la codicia y del miedo: cómo entender el comportamiento financiero y la psicología del inversionista*); Andrei SHLEIFER, *Inefficient Markets. An Introduction to Behavioural Finance*, Oxford University Press, Oxford-Nueva York 2000.

¹⁶ Vegeu, per exemple, Ana Isabel FERNÁNDEZ i Silvia GÓMEZ ANSON, "La adopción de acuerdos estatutarios antiadquisición. Evidencia en el mercado de capitales español", *Invest. Econ.* 21/1 (gener 1997) 129-138.

¹⁷ Tot i que és necessari esperar als anys noranta perquè hi hagi un número significatiu d'ofertes públiques d'adquisició al mercat de valors espanyol, vegeu Matilde FERNÁNDEZ BLANCO i C. José GARCÍA MARTÍN, "El efecto de la publicación de una opa sobre la rentabilidad de las acciones", *Rev. Esp. Econ.* 12/2 (1995) 228-232. Els efectes són més positius en les societats que tenen un valor de mercat més reduït, vegeu Ana Isabel FERNÁNDEZ i Silvia GÓMEZ-ANSON, "Un estudio de las ofertas públicas de adquisición en el mercado de valores español", *Invest. Econ.* 23/3 (1999) 471-495.

¹⁸ Vegeu C. José GARCÍA MARTÍN i A.M. IBÁÑEZ ESCRIBANO, "Ganancias Anormales en las OPAs: Una Comparación con Modelos Generadores de Rendimientos", *Rev. Esp. Fin. y Cont.* 109 (2001) 732; FERNÁNDEZ BLANCO i GARCÍA MARTÍN, *Rev. Esp. Econ.* 12/2 (1995) 233-235. Sobre els efectes en els valors de la societat afectada per l'oferta, vegeu Carlos OCAÑA, J. Ignacio PEÑA i Dolores ROBLES "Preliminary Evidence on Takeover Target Returns in Spain: A Note", *J. Bus. Fin. & Acct.* 24/1 (jan. 1997) 145-153.

d'obligacions és, en canvi, positivament valorat pel mercat¹⁹; finalment, els augments de capital (i les emissions de convertibles) per les societats tenen efectes negatius en la cotització de les accions de la societat, en la mesura que el mercat interpreta que les accions estan sobrevalorades²⁰.

IV. Per finalitzar, una advertència. Les diferències entre els sistemes jurídics nord-americans i l'espanyol són prou rellevants com perquè no sigui possible una importació acrítica de les solucions que Easterbrook i Fischel proposen als problemes que se susciten en el nostre dret. És un problema freqüent al qual es refereixen els estudiosos del dret comparat i sobre el qual s'ha de cridar l'atenció²¹. Raons polítiques, culturals, històriques, sociològiques i econòmiques expliquen una evolució i un desenvolupament diferent de les institucions i de la regulació societària en els diversos sistemes jurídics²². Aquesta és una de les qüestions que recentment han ocupat els estudiosos del dret societari, que han intentat examinar la influència que en el desenvolupament econòmic i dels mercats de valors exerceixen les diferents "estructures de govern" societari en el panorama comparat²³.

Les diferències entre els sistemes jurídics són una manifestació més de les profundes diferències econòmiques i socials entre els diferents Estats (tot i que s'ha de veure com opera la relació de causalitat). Sense anar més lluny, la propietat de les nostres societats no es troba tan disseminada

¹⁹ Vegeu, per exemple, Victor Manuel GONZÁLEZ MÉNDEZ, "La valoración por el mercado de capitales español de la financiación bancaria y de las emisiones de obligaciones", *Invest. Econ.* 21/1 (gener 1997) 111-128.

²⁰ Vegeu M^a. G. REYES PADILLA, M^a. C. VERONA MARTEL i Lourdes JORDÁN SALES, "Efecto informativo de los anuncios de ampliaciones de capital: evidencia empírica en el mercado de capitales español", *Actualidad Financiera*, agost 2000, 49-57 (les reaccions són més negatives per les societats no financeres i per les ampliacions de més volum –superiors a mil milions de pessetes–) i Susana MENÉNDEZ REQUEJO, "Consecuencias de la decisión de ampliar capital para las empresas que cotizan", *Boletín Ecón. ICE* 2590 (12-18 d'octubre del 1998) 45-49. Per altra banda, l'efecte sobre el preu de mercat de les accions és positiu quan és una ampliació de capital gratuïta, que opera com un pagament d'un dividend en espècie als actuals accionistes, vegeu José YAGÜE GUIRAO, "El Efecto de las ampliaciones liberadas en el valor de las acciones", *Rev. Esp. Fin. y Cont.* 107 (2001) 11-38.

²¹ Vegeu Ugo MATTEI «Efficiency in Legal Transplants: An Essay in Comparative Law and Economics», *Int'l. Rev. L. & Econ.* 14 (1994) 3-13.

²² És evident que el sistema jurídic nordamericà presenta diferències substancials amb l'espanyol: per posar-ne únicament un exemple, mentre que allí coexisteixen el Dret federal i els diversos drets estatals, aquí la regulació de les societats és única i correspon en exclusiva a l'Estat. En qualsevol cas, l'existència de diferències substancials no implica contraposició, vegeu Jesús ALFARO ÁGUILA-REAL, "Imperialismo Económico y Dogmática Jurídica", *RDM* 233 (1999) 935-943 (que al·ludeix expressament a la recepció de la doctrina dels deures fiduciaris dels administradors).

²³ Les contribucions en aquest filó de la literatura societària són massa abundants per poder tractar-les totes. Vegeu, al mateix EASTERBROOK, «International Corporate Differences: Markets or Law?», *J. Appl. Corp. Fin.* 9(4) (winter 1997) 23-29; Jonathan R. MACEY, «Measuring the Effectiveness of Different Corporate Governance Systems», *J. Appl. Corp. Fin.* 10(4) (winter 1998) 16-25; Mark ROE; «Comparative Corporate Governance», a *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law* (ed. P. Newman), vol. 1, 339-346; Roberta ROMANO, «A Cautionary Note on Drawing Lessons from Comparative Corporate Law», *Yale L. J.* 102 (1993) 2021-2037; Kenneth SCOTT, «Institutions of Corporate Governance», *JITE* 155 (1999) 3-13; Andrei SCHLEIFER, and Robert VISHNY, «A Survey of Corporate Governance», *J. Finance* 52 (1995) 737-783; Rafael LA PORTA, Florencio LOPEZ-DE-SILANES, Andrei SHLEIFER and Robert W. VISHNY, «Law and Finance», *J. Pol. Econ.* 106 (1998) 1113-1155; *id.*, «Corporate Ownership Around the World», *J. Finance* 54 (1999) 471- 517; «Investor Protection and Corporate Governance», *J. Fin. Econ.* 58(2000) 3-27 ; Ross LEVINE, «Law, Finance, and Economic Growth», *J. Fin. Intermediation* 8 (1999) 8-35. El volum 74 de la *Wash. U. L. Quat.* (1996) recull les contribucions d'alguns autors (GILSON, KAHAN, KLAUSNER, ROCK, KAPLAN, RAMSEYER, KANDA, MANN i MILHAUPT) dins del *F. Hodge O'Neal Corporate And Securities Law Symposium: Path Dependence and Comparative Corporate Governance*.

com als Estats Units d'Amèrica del Nord²⁴, i això altera enormement la realitat sobre la qual operen les normes jurídiques. Tot i això, no hem de menysprear la utilitat de les seves idees per a l'estudi del nostre dret societari: el seu enfocament permet revisar moltes doctrines jurídiques tradicionalment assentades, però qüestionables des del punt de vista de la seva racionalitat econòmica²⁵.

²⁴ Trobant-se freqüentment concentrada en mans d'un accionista majoritari que controla la societat. Vegeu els estudis de l'*European Corporate Governance Network* recollits en un número monogràfic de la *Eur. Econ. Rev.* 43 (1999), que s'obre amb un estudi de Marco BECHT i Ailsa RÖEL, "Blockholdings in Europe: An International Comparison", 1049-1056. En la part relativa a Espanya, vegeu Rafael CRESPI-CLADERA i Miguel Angel GARCÍA-CESTONA, "Ownership and Control: A Spanish Survey", a *Ownership and Control: an European Perspective* (eds. F. Barca i M. Becht), 1999; Carmen GALVE GÓRRIZ i Vicente SALAS FUMÁS, "Análisis de la estructura accionarial de la gran empresa", *Rev. Econ. Aplic.* 2/2 (1994) 75-102. Fins i tot en aquelles societats en les quals no hi ha socis majoritaris, existeixen poderosos incentius per a la col·laboració entre els accionistes minoritaris, entre dos i cinc accionistes amb molt menys del 50% del capital tenen el control de la societat, vegeu Dennis LEECH i Miguel C. MANJÓN, "The Ownership and Control of Spanish Firms: Corporate Governance and Game Theoretic Analyses of Shareholder Power", *Working Paper* 2001, 10-12, 22-25.

²⁵ Vegeu, per posar un exemple recent, Luca ENRIQUES i Jonathan R. MACEY, "Creditors Versus Capital Formation: The Case Against the European Legal Capital Rules", *Cornell L. Rev.* 86/6 (sept. 2001) 1165-1204.