

InDret

Análisis económico del derecho de sociedades

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

Francisco Marcos
Instituto de Empresa

Working Paper n°: 167
Barcelona, octubre de 2003

www.indret.com

I. Diez años después de su publicación por Harvard University Press, se traduce al castellano “La estructura económica de las sociedades de capital”. Nos encontramos ante uno de los libros que ha hecho historia en el derecho societario estadounidense. Las ideas que emanan de sus páginas constituyen, sin lugar a dudas, una destacada manifestación del análisis económico del derecho aplicado al derecho de las sociedades de capital.

Aunque algunos de sus capítulos habían sido publicados anteriormente como artículos, su agrupación en forma de libro (con notables modificaciones en algunos casos) dota a las tesis de Easterbrook y Fischel de un mayor vigor y permite comprobar la coherencia de su enfoque de diversas cuestiones en el derecho societario norteamericano: los razonamientos económicos explican la existencia y el funcionamiento de la mayoría de las instituciones y de los mecanismos que ordenan la actividad de las sociedades de capital. El derecho de las sociedades de capital responde al objetivo de maximizar la riqueza de los accionistas, proporcionándoles las normas que ellos habrían acordado en caso de que hubieran pactado expresamente sobre las diversas cuestiones de la vida de la sociedad. Tales normas son, además, principalmente dispositivas, más que imperativas¹.

El planteamiento es muy sugerente², y fue favorablemente acogido por muchos, pero también provocó una fuerte reacción en contra de aquéllos que sostenían la necesidad de que el derecho societario se inspirase en otros principios y se guiase por otras pautas³.

Creo que su aproximación al derecho de sociedades es perfectamente aplicable a nuestra práctica societaria. La lógica económica inspira el funcionamiento de los diversos instrumentos que se

¹ Véase *infra* *La estructura económica del derecho de las sociedades de capital*, 24-25. Véase también Bernard S. BLACK, “Is Corporate Law Trivial? A Political and Economic Analysis?”, *Nw. L. Rev.* 84 (1990) 542-597 (que sostiene que el debate entre los partidarios de las normas imperativas y los partidarios de las normas dispositivas en el derecho de las sociedades de capital es artificial). Entre nosotros, la cuestión se presenta con tintes diferentes, véase Cándido PAZ-ARES, “¿Cómo entendemos y cómo hacemos el derecho de sociedades?. Reflexiones a propósito de la libertad contractual en la nueva LSRL”, en *Tratando de la Sociedad Limitada* (coord. C. PAZ-ARES), Fundación Cultural del Notariado, Madrid 1997, 163-205.

² A juzgar por el número de recensiones o comentarios que, en su momento, suscitó. La presente enumeración, que no pretende ser exhaustiva, da muestra de ello: 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, págs. 173-179; Robert M. DAINES y Jon D. HANSON, «The Corporate Law Paradox: The Case For Restructuring Corporate Law», *Yale L. J.* 102 (1992) págs. 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) págs. 2215-2249; Jack KNIGHT, *L. & Pol. Book Rev.* 2/4 (april 1992), págs. 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 and 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 Véanse, por ejemplo, los trabajos que se recopilan en *Progressive Corporate Law*, editado por Lawrence E. MITCHELL, Westview Press, Boulder (Co.) 1995.

analizan en el libro: partiendo del contrato de sociedad y de la concepción de la sociedad como organización que permite separar las funciones de las partes contratantes (lo cual tiene su manifestación fundamental en el principio de la responsabilidad limitada)⁴, los autores examinan las principales cuestiones del derecho societario (el derecho de voto del accionista, los deberes fiduciarios de los administradores y la regla de la discrecionalidad empresarial, las operaciones sobre el control de la sociedad, las ofertas públicas de adquisición, la responsabilidad de los administradores, la negociación de acciones basada en información privilegiada, las obligaciones de publicidad de las sociedades cotizadas, la valoración de las acciones en caso de separación del socio y las particularidades en el funcionamiento de las sociedades de capital cerradas). En todas y cada una de estas materias, Easterbrook y Fischel utilizan el análisis económico para explicar las normas vigentes y demuestran como las normas jurídicas más eficientes, aquellas que producen una mayor riqueza para los contratantes, son las que han terminado por prevalecer e imponerse. El mercado funciona como un poderoso mecanismo que ha sometido a prueba los diversos instrumentos e instituciones de la práctica societaria, seleccionando aquéllas que resultan más eficientes.

II. Easterbrook y Fischel construyen su teoría sobre las sociedades de capital en el capítulo primero (*El contrato de sociedad*) y, en capítulos sucesivos, la aplican al análisis de diversas cuestiones del derecho societario. Su teoría se fundamenta en la concepción de la sociedad como una “red de contratos” en la que participan los diversos actores en la vida de la sociedad (accionistas, administradores, directivos, trabajadores y acreedores)⁵. Esa red de contratos constituye la “estructura de gobierno” de la sociedad. Dada la importancia del capital para el nacimiento y el desarrollo de las sociedades, los inversores de capital asumen necesariamente una posición preferente en esa estructura. Como los inversores prefieren invertir su dinero en las sociedades más eficientes –aquéllas cuyas estructuras de gobierno minimizan los costes de agencia y maximizan la rentabilidad neta⁶–, los administradores toman buena nota de ello y tratan de organizar las sociedades de la manera más eficiente posible. La eficiencia es la brújula que guía las decisiones de los administradores de la sociedad. Aunque lo que inicialmente pretenden es un análisis *económico positivo* del derecho, basándose en cuanto sea posible en la evidencia empírica que demuestra la coincidencia de la realidad con su teoría, ocasionalmente los argumentos normativos se mezclan en su discurso⁷.

⁴ Separando el patrimonio de los socios del de la propia sociedad, véase Henry HANSMANN y Reinier KRAAKMAN, «Organizational law as asset partitioning», *Eur. Econ. Rev.* 44 (2000) 807-817.

⁵ Véanse las contribuciones de ALCHIAN, DEMSETZ, JENSEN, MECKLING y el propio COASE recogidas en Louis PUTTERMAN (ed.), *La naturaleza económica de la empresa*, trad. esp., Alianza editorial, Madrid 1994. Véase también Carlo MARCHETTI, *La “nexus of contracts” Theory. Teorie e Visioni del Diritto Societario*, Giuffrè, Milano 2000.

⁶ El derecho también desempeña un papel en el funcionamiento de esas estructuras, véase 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 (aunque sea necesario contestar algunas cuestiones previas: a) por qué la financiación externa a través de capital es preferible –¡si es que lo es!– a la financiación mediante el crédito; b) cómo se justifica la diversidad de estructuras de gobierno igualmente eficientes en el Derecho comparado).

⁷ Tenemos que insistir en la relevante distinción entre análisis normativo y análisis positivo, que se traslada al análisis económico de las instituciones jurídicas: el *ser* y el *deber ser* son dimensiones distintas.

El análisis resulta impecable. En coherencia con las premisas iniciales, la responsabilidad limitada de los socios se concibe como una fórmula eficiente de compartir los riesgos, que reduce los costes de control por parte de los socios⁸. Lo mismo ocurre con los deberes fiduciarios de los administradores y con la falta de especificación contractual de las pretensiones y derechos de los socios frente a otros participantes en la sociedad (v. gr., empleados y acreedores). En este último caso, la aparente inferioridad y vulnerabilidad de los socios ante los posibles abusos de los administradores se contrarresta con el reconocimiento del derecho de voto⁹ y, sobre todo, de la titularidad del residuo patrimonial de la sociedad¹⁰. Otro tanto ocurre con la regla de la discrecionalidad empresarial, que constituye una manifestación de la especialización de funciones en el seno de la sociedad, que implica *dejar a los administradores hacer lo que saben*, sin entrometerse, ya que ello iría en contra de una mayor rentabilidad. En fin, también la prohibición de la negociación de acciones basada en información privilegiada persigue garantizar que los administradores respetarán sus deberes fiduciarios con los socios y buscarán incrementar la rentabilidad.

En coherencia con su visión contractual de la sociedad, Easterbrook y Fischel emplean la “teoría de la agencia” como modelo en el que se enmarca la separación de la propiedad y del control de la sociedad¹¹. Los administradores y directivos de la sociedad son “agentes” de los socios, mientras que éstos últimos ocupan la posición de “principales”. Aunque los administradores deben actuar siempre en el interés social, que es el de los socios¹², siempre existe el riesgo de que actúen en interés propio. Para evitar que así sea, surgen diversos mecanismos, algunos dentro del propio contrato de sociedad, otros externos (como el mercado y el ordenamiento jurídico)¹³ que ayudan a minimizar los costes de agencia, alineando los intereses de los administradores y los de los socios.

III. Cuando el contrato de sociedad, los incentivos y las fórmulas retributivas no alinean los intereses de los administradores con los de los socios, el mercado de valores proporciona un eficaz mecanismo

⁸ Sin embargo, en sede de responsabilidad extracontractual, la regla de limitación de responsabilidad puede incentivar la asunción de riesgos excesivos por parte de la sociedad que pueden generar daños para terceros. Al respecto, véase Pablo SALVADOR, Fernando CERDÁ, Juan Antonio RUIZ, José PIÑEIRO y 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 Para un apunte de la concepción del derecho de voto como tecnología contractual en el marco del contrato de sociedad, que permite explicar razonablemente la existencia de derechos sin voto, véase 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 Véase Benjamin KLEIN, Robert G. CRAWFORD y Armen A. ALCHIAN, “Vertical integration, appropriable rents, and the competitive contracting process”, *J. L. & Econ.* 21 (1978) 297-326 (especialmente 321-322).

¹¹ Para un apunte véase Cándido PAZ-ARES, “La infracapitalización. Una aproximación contractual”, en RODRÍGUEZ ARTIGAS *et al.* (eds), *Derecho de Sociedades de Responsabilidad Limitada*, I, McGrawHill, Madrid 1996, 66-67 y nota 1. Aunque véase 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 Véase Jesus ALFARO ÁGUILA-REAL, *Interés social y derecho de suscripción preferente*, Civitas, Madrid 1995, *passim*.

¹³ Aunque estos mecanismos externos -particularmente el sistema jurídico/judicial- pueden no funcionar correctamente, véase Benito ARRUÑADA, “Limitaciones institucionales al desarrollo de la empresa”, *Papeles de Economía Española*, 78-79 (1999) 17-32.

de control externo a través del “mercado de control societario” para resolver los potenciales conflictos de intereses derivados de la separación de la propiedad y el control de la sociedad¹⁴.

El libro dedica la mayoría de sus páginas a las sociedades abiertas con accionistas dispersos (sin olvidar a las sociedades cerradas, que son analizadas en el capítulo 9), principalmente las que cotizan en los mercados de valores, abordando la problemática de las tomas de control de las sociedades y las ofertas públicas de adquisición. En esta materia las normas jurídicas parecen haber seguido una línea diferente a la postulada por las tesis de los autores. En efecto, frente a la competencia en el mercado y la libre contratación, los Estados han optado por regular estas cuestiones. Easterbrook y Fischel explican esta “interferencia normativa” por motivaciones redistributivas y por la falta de confianza en el funcionamiento verdaderamente competitivo del mercado.

El crecimiento y éxito de los mercados de valores, a los que las sociedades de capital norteamericanas acuden en búsqueda de financiación, ha dado lugar a una disciplina propia de las sociedades de capital cotizadas por la regulación de los mercados de valores. Como no podía ser de otra manera, el funcionamiento de estos mercados se rige por pautas evidentemente económicas, principalmente la teoría de los mercados de capitales eficientes y el modelo de equilibrio de activos financieros (MEDAF), conforme a la cual el precio de las acciones de las sociedades refleja toda la información disponible sobre la sociedad¹⁵. Estas teorías apoyan la teoría contractual de la sociedad, demostrando cómo el mercado valora las modificaciones del contrato de sociedad. La abundante evidencia empírica que los autores recogen es suficientemente elocuente para comprobar el significado o la relevancia de las modificaciones contractuales y de las operaciones societarias en la riqueza de los accionistas. También entre nosotros y con referencia al mercado español se han realizado estudios semejantes cuyos resultados no se apartan de los recopilados por Easterbrook y Fischel: el mercado valora negativamente la introducción de cláusulas anti-toma de control en el contrato de sociedad¹⁶; en materia de ofertas públicas de adquisición, los estudios demuestran que si bien los efectos en el precio de las acciones de las sociedades oferentes son más confusos (más bien neutros a largo plazo)¹⁷, parecen claros los efectos positivos muy relevantes del lanzamiento de la

¹⁴ Véase 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 (publicado después en *Mercado de control, medidas defensivas y ofertas competidoras. Estudios sobre OPAs*, Civitas, Madrid 1999, 49-77). Desde otro enfoque, véanse Ana Isabel FERNÁNDEZ y 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 y, más ampliamente el libro de ésta última, *El mercado de control corporativo y los efectos de riqueza asociados a las adquisiciones de empresas*, Universidad de Oviedo, Oviedo 1998.

¹⁵ Aunque recientemente cuestionada por la psicología del comportamiento y por la *behavioural finance*, véanse 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 (hay traducción al castellano, publicada por Oxford University Press en 2002 bajo el título 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 Véase, por ejemplo, Ana Isabel FERNÁNDEZ y Silvia GÓMEZ ANSÓN, “La adopción de acuerdos estatutarios antiadquisición. Evidencia en el mercado de capitales español”, *Invest. Econ.* 21/1 (enero 1997) 129-138.

¹⁷ A pesar de que es necesario esperar a los años noventa para que exista un número significativo de ofertas públicas de adquisición en el mercado de valores español, véase Matilde FERNÁNDEZ BLANCO y C. José GARCÍA MARTÍN, “El

oferta en el precio de las acciones de la sociedad objeto de la oferta¹⁸; el apoyo bancario en forma de financiación bancaria o aseguramiento de emisiones de obligaciones es, en cambio, positivamente valorado por el mercado¹⁹; finalmente, los aumentos de capital (y las emisiones de convertibles) por las sociedades tienen efectos negativos en la cotización de las acciones de la sociedad, en la medida en que el mercado interpreta que las acciones están sobrevaloradas²⁰.

IV. Para finalizar, una advertencia. Las diferencias entre los sistemas jurídicos norteamericanos y el español son lo suficientemente relevantes como para que no sea posible una importación acrítica de las soluciones que Easterbrook y Fischel proponen a los problemas que se susciten en nuestro Derecho. Se trata de un problema frecuente al que se refieren los estudiosos del derecho comparado y sobre el que se debe llamar la atención²¹. Razones políticas, culturales, históricas, sociológicas y económicas explican una evolución y un desarrollo diferente de las instituciones y de la regulación societaria en los diversos sistemas jurídicos²². Ésta constituye una de las cuestiones que recientemente han ocupado a los estudiosos del derecho societario, que han tratado de examinar la influencia que en el desarrollo económico y de los mercados de valores desempeñan las diferentes “estructuras de gobierno” societario en el panorama comparado²³.

efecto de la publicación de una opa sobre la rentabilidad de las acciones”, *Rev. Esp. Econ.* 12/2 (1995) 228-232. Los efectos son más positivos en las sociedades que tienen un valor de mercado más reducido, véase Ana Isabel FERNÁNDEZ y 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 Véase C. José GARCÍA MARTÍN y 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 y GARCÍA MARTÍN, *Rev. Esp. Econ.* 12/2 (1995) 233-235. Sobre los efectos en los valores de la sociedad afectada por la oferta, véase Carlos OCAÑA, J. Ignacio PEÑA y Dolores ROBLES “Preliminary Evidence on Takeover Target Returns in Spain: A Note”, *J. Bus. Fin. & Acct.* 24/1 (jan. 1997) 145-153.

¹⁹ Véase, por ejemplo, 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 (enero 1997) 111-128.

²⁰ Véase M^a. G. REYES PADILLA, M^a. C. VERONA MARTEL y Lourdes JORDÁN SALES, “Efecto informativo de los anuncios de ampliaciones de capital: evidencia empírica en el mercado de capitales español”, *Actualidad Financiera*, agosto 2000, 49-57 (las reacciones son más negativas para las sociedades no financieras y para las ampliaciones de mayor volumen –superiores a mil millones de pesetas-) y Susana MENÉNDEZ REQUEJO, “Consecuencias de la decisión de ampliar capital para las empresas que cotizan”, *Boletín Ecón. ICE* 2590 (12-18 de octubre de 1998) 45-49. Por el contrario, el efecto sobre el precio de mercado de las acciones es positivo cuando se trata de una ampliación de capital gratuita, que opera a modo del pago de un dividendo en especie a los actuales accionistas, véase 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 Véase Ugo MATTEI «Efficiency in legal transplants: An Essay in Comparative Law and Economics», *Int'l. Rev. L. & Econ.* 14 (1994) 3-13.

²² Resulta evidente que el sistema jurídico norteamericano presenta diferencias sustanciales con el español: por poner sólo un ejemplo, mientras allí coexisten el Derecho federal y los Diversos derechos estatales, aquí la regulación de las sociedades es única y corresponde en exclusiva al Estado. En cualquier caso, la existencia de diferencias sustanciales no implica contraposición, véase Jesús ALFARO ÁGUILA-REAL, “Imperialismo Económico y Dogmática Jurídica”, *RDM* 233 (1999) 935-943 (que alude expresamente a la recepción de la doctrina de los deberes fiduciarios de los administradores).

²³ Las contribuciones en este filón de la literatura societaria son demasiado abundantes como para que podamos dar cuenta de todas ellas. Véanse, al propio 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», en *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law* (ed. P. Newman), vol. 1, 339-346; Roberta ROMANO, «A

Las diferencias entre los sistemas jurídicos son una manifestación más de las profundas diferencias económicas y sociales entre los distintos Estados (aunque está por ver cómo opera la relación de causalidad). Sin ir mas lejos, la propiedad de nuestras sociedades no se encuentra tan diseminada como en los Estados Unidos de Norteamérica²⁴, y ello altera enormemente la realidad sobre la que las normas jurídicas operan. No obstante, no debemos desdeñar la utilidad de sus ideas para el estudio de nuestro derecho societario: su enfoque permite revisar muchas doctrinas jurídicas tradicionalmente asentadas, pero cuestionables desde el punto de vista de su racionalidad económica²⁵.

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 volumen 74 de la *Wash. U. L. Quat.* (1996) recoge las contribuciones de varios autores (GILSON, KAHAN, KLAUSNER, ROCK, KAPLAN, RAMSEYER, KANDA, MANN y MILHAUPT) dentro del *F. Hodge O'Neal Corporate And Securities Law Symposium: Path Dependence and Comparative Corporate Governance*.

²⁴ Encontrándose frecuentemente concentrada en un accionista mayoritario que controla la sociedad. Véanse los estudios del *European Corporate Governance Network* recogidos en un número monográfico de la *Eur. Econ. Rev.* 43 (1999), que se abre con un estudio de Marco BECHT y Ailsa RÖEL, "Blockholdings in Europe: An International Comparison", 1049-1056. En la parte relativa a España, véanse Rafael CRESPI-CLADERA y Miguel Angel GARCÍA-CESTONA, "Ownership and Control: A Spanish Survey", en *Ownership and Control: an European Perspective* (eds. F. Barca y M. Becht), 1999; Carmen GALVE GÓRRIZ y Vicente SALAS FUMÁS, "Análisis de la estructura accionarial de la gran empresa", *Rev. Econ. Aplic.* 2/2 (1994) 75-102. Incluso en aquellas sociedades en las que no hay socios mayoritarios, existen poderosos incentivos para la colaboración entre los accionistas minoritarios, entre dos y cinco accionistas con mucho menos del 50% del capital tienen el control de la sociedad, véase Dennis LEECH y 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 Véase, por poner un reciente ejemplo, Luca ENRIQUES y Jonathan R. MACEY, "Creditors Versus Capital Formation: The Case Against the European Legal Capital Rules", *Cornell L. Rev.* 86/6 (sept. 2001) 1165-1204.