

# CONTRIBUCIONES DEL ANÁLISIS ECONÓMICO DEL DERECHO DE SOCIEDADES EN ESPAÑA

**FRANCISCO MARCOS**

IE Law School

El propósito de este artículo es dar cuenta de las principales aportaciones que el análisis económico del Derecho (AED) ha hecho en el estudio e investigación del Derecho de sociedades en España. Seguramente, el principal aporte ha consistido en enfatizar el carácter contractual de las sociedades de capital, pero también ha proporcionado herramientas y perspectivas distintas para resolver los tradicionales problemas y típicos conflictos societarios.

Los libros introductorios del análisis económico del derecho (AED) en España no suelen contener referencias específicas al empleo de esta metodología en el área del Derecho mercantil (1), esa situación se repite entre los principales manuales de esta disciplina, en los que llama la atención la falta de referencia alguna (2) lo que además se manifiesta en que normalmente el AED no se haya empleado apenas en su examen de las distintas instituciones jurídico-mercantiles.

A pesar de lo anterior, los conceptos y las herramientas que el AED proporciona para el estudio de las instituciones y normas jurídicas (costes de transacción, reglas de atribución y protección de titularidad de derechos) son de indudable utilidad también en las diversas materias comprendidas en el Derecho mercantil (3). Además, siendo el Derecho mercantil el Derecho de la empresa, las contribuciones de la teoría económica de la empresa y en materia de la financiación empresarial constituyen obviamente instrumentos de indudable utilidad a la hora de examinar desde una perspectiva jurídica la organización y estructura de la actividad mercantil (4).

Dada la amplia utilización de las sociedades de capital como forma jurídica empleada para el ejercicio de la actividad empresarial en todo el mundo no es extraño comprobar que su disciplina jurídica sea probablemente una de las materias que ha recibido un mayor número de contribuciones doctrinales desde la perspectiva del AED.

Desde finales de los ochenta, los mercantilistas españoles se han hecho eco de la utilidad que el AED ofrece para proporcionar una explicación del régimen de las sociedades mercantiles en España. A diferencia de otras disciplinas jurídicas, en las que la penetración del análisis económico ha encontrado dificultades mayores (5), su extensión en el Derecho de sociedades ha sido relativamente fluida (6). A esto han ayudado también las pioneras aportaciones de los teóricos de economía de la empresa en subrayar la utilidad del AED para el examen del Derecho de sociedades (7).

Partiendo de las claves de la organización societaria para el ejercicio eficiente de la actividad empresarial, en este artículo se pasa revista a algunas cuestiones nucleares del Derecho de sociedades de capital en nuestro país en las que el AED ha proporcionado nuevas ideas y aproximaciones para su estudio e investigación: el capital social, los derechos de los socios, la distinción entre las sociedades de capital abiertas y cerradas, los deberes y la responsabilidad de los administradores, el mercado de control societario y la auditoría de las cuentas de la sociedad.

## EL EJERCICIO DE LA EMPRESA EN FORMA SOCIETARIA ▼

Las sociedades de capital (anónima y limitada) son las principales fórmulas jurídicas empleadas para el ejercicio de la actividad empresarial en España cuando hay varios sujetos implicados (8). Esta popularidad de las sociedades de capital se explica por ciertas caracte-

terísticas que reúne la organización societaria y que no están presentes en otros instrumentos jurídicos a disposición de los emprendedores cuando comienzan su actividad empresarial (9).

La raíz de las sociedades de capital es contractual, pero la sociedad constituye un contrato singular a través del cual se articula una relación de carácter duradero en el tiempo entre los diversos sujetos que pueden verse implicados o afectados por sus actividades.

En efecto, el contrato de sociedad facilita la producción y la acumulación del capital como recurso especializado aportado por los inversores (i.e., los socios), delegando la gestión en un órgano de administración separado, pero su principal nota distintiva radica seguramente en su carácter de «contrato personificado». A través del contrato de sociedad, por virtud de lo previsto en la Ley, se crea una persona jurídica independiente, distinta de los socios, que tiene su patrimonio y que asume sus propias obligaciones. De este modo, los trabajadores, los clientes de la sociedad y otros terceros traban sus relaciones con ella y no con los socios.

La intervención del legislador es clave para el reconocimiento de las sociedades como personas jurídicas separadas. Ello presenta innumerables ventajas, reduciendo los costes de transacción que, en caso contrario, existirían si la sociedad no fuera una persona jurídica y una unidad patrimonial separada. El AED ha contribuido a destacar la extraordinaria relevancia de la personalidad jurídica en la dimensión *externa* de la empresa desde una perspectiva patrimonial, como centro de derechos y obligaciones (10).

Adicionalmente, a través del contrato de sociedad también se ordena la dimensión interna de la organización y las relaciones entre los distintos sujetos que la integran. La especialización de funciones que se articula a través del contrato de sociedad supone que los socios, que invierten capital en la sociedad, y que son los propietarios de las cuotas en que se divide el capital social, delegan en los administradores la gestión de la empresa, asumiendo normalmente una posición pasiva. A través de la teoría de la agencia (11), el AED ha permitido explicar las claves de la relación entre socios y administradores y entre los socios entre sí; asimismo la regulación legal está destinada a prevenir posibles conflictos entre ellos y a dar solución a los que se susciten (12).

Igualmente, corresponde al AED el haber proporcionado la intelección correcta del principio de responsabilidad limitada en las sociedades de capital (13). Se trata de otro de los atributos nucleares de esta forma jurídica, coherente con la mencionada especialización funcional, por cuya virtud los socios son sólo responsables por la cuantía de sus aportaciones a la sociedad. Aunque la concepción jurídica más tradicional considera la responsabilidad limitada como un privilegio de concesión estatal (14), en el fondo constituye una característica propia de esta técnica organizativa, cuya relevancia corre pareja a la personalidad jurídica de la sociedad. En efecto, la raíz de la responsabilidad limi-

tada es también contractual, entre los socios primero, y luego de la sociedad con los terceros, y constituirá una variable relevante que afectará los contratos que celebre en el mercado (15).

En coherencia con lo anterior, el AED acentúa la visión contractual de las sociedades de capital (16), con consecuencias trascendentales después en la marcha y funcionamiento de la sociedad. Frente a planteamientos institucionalistas que consagran el interés social como algo diferente y al margen del interés de los socios (17); en verdad, el interés social es el interés común de los socios, que se concreta en la maximización del valor de la empresa para los accionistas y que es la 'brújula' que ha de guiar las decisiones de los gestores de la sociedad (18). La relevancia de la cuestión es clara hasta el punto de que la tensión entre la visión contractual y la visión institucional de las sociedades de capital ha tenido incluso reflejo en alguna sentencia del Tribunal Supremo (19).

Por otra parte, como ocurre con otros contratos, la legislación de las sociedades de capital proporciona una regulación supletoria del contrato de sociedad, pero permite que los socios adopten reglas diferentes a salvo de unas pocas normas imperativas (20). El Derecho de las sociedades de capital debe asumir una función facilitadora que promueva las interacciones productivas entre los agentes implicados en la empresa (21). Las normas legales definen el régimen estándar para este contrato y reducen los costes de transacción al permitir que las partes obvien un acuerdo detallado y prolijo de las cláusulas contractuales sobre todas las eventuales circunstancias que ocurran durante su relación, y pueden confiar en la aplicación de la regulación dispositiva contenida en la legislación de sociedades de capital.

Desde esta perspectiva, corresponde a diversas contribuciones hechas desde el AED la evaluación crítica del excesivo reglamentismo del legislador en la regulación de las sociedades de capital (22). En efecto, el legislador actúa inspirado en distintos prejuicios sobre la necesidad de tutelar la autonomía y libertad contractual de ello (23), que generalmente no se hallan justificados (24). En muchos casos, el AED ha apuntado como la razón de la subsistencia de muchas reglas y procedimientos en la legislación societaria vigente, que encarecen y lastran el funcionamiento de las sociedades de capital, reside en los grupos de interés que de ello se benefician (25). Además, generalmente las trabas y obstáculos puestos por el legislador no impiden que los socios escapen de ellas, pero distraen y ocupan recursos de otras actividades más productivas de la empresa, que se han de dedicar a la «ingeniería contra-regulatoria» (26).

## EL CAPITAL SOCIAL †

La Ley de Sociedades de Capital (LSC) establece un capital social mínimo e introduce diversas reglas sobre las aportaciones de los socios y las modificaciones de la cifra de capital (aumento y reducción) (27). Obviamente, la influencia y los efectos de esta regulación se

extienden después a la titularidad y los negocios de la sociedad sobre su propio capital (incluyendo la asistencia financiera para la adquisición de su capital) (28), los repartos de dividendos (29) y la eventual restitución de aportaciones a los socios en caso de liquidación de la sociedad (30).

En su mayoría la raíz última de estas reglas es comunitaria (UE) (31), y se inspiran en la utilización del capital social como técnica de protección de los acreedores frente al posible oportunismo los socios. En principio, el propósito de todo este entramado de reglas es asegurar que la sociedad dispone un fondo de garantía con recursos suficientes para hacer frente a sus obligaciones. De alguna manera, se entiende que es el precio que los socios han de pagar por la obtención del «privilegio» de la responsabilidad limitada(32). Se trataría de evitar que los socios externalizaran el riesgo empresarial en los acreedores, actuando las normas en material de capital social como mecanismo para internalizarlo; sin embargo, la realidad desmiente lo anterior, porque en la práctica los acreedores tienen en cuenta esa circunstancia a la hora de contratar con la sociedad, haciendo recaer los costes de la eventual insolvencia empresarial en los propios socios (33).

Al final, es muy discutible si estas normas proporcionan una mayor protección a los acreedores (34). Lo que parece más claro, en cambio, es que se trata de reglas que hacen más rígida la estructura financiera de la sociedad, e introducen complejos y costosos procedimientos para su aplicación (35).

En efecto, el capital social mínimo establecido por la ley resulta artificial dada su desvinculación de las características de la empresa (riesgo y endeudamiento) y no proporciona información ni protección alguna a los acreedores (36), que generalmente introducirán protecciones alternativas en sus contratos (37). Adicionalmente, las exigencias conexas en el régimen legal de aportaciones al capital (que han de ser recuperables y ejecutables singularmente (38) impiden la aportación de servicios al capital de la sociedad, introduciendo una restricción que resulta inconveniente en muchos casos para el aporte y retribución del capital humano de los socios. Otro tanto puede decirse respecto de los límites legales a la emisión de acciones bajo par (por debajo del valor nominal) (39) o al reparto de dividendos y la regulación de los negocios de la sociedad sobre su propio capital (autocartera y asistencia financiera) (40).

En su caso, con el propósito de proteger a los acreedores, el legislador debería emplear otros parámetros distintos del capital social, que se fijen en la solvencia de la compañía y en su nivel de endeudamiento, o acudir ocasionalmente al levantamiento del velo societario, que han demostrado ser más eficaces en otras legislaciones (41).

## LOS DERECHOS DE LOS SOCIOS †

Como propietarios de la sociedad, los socios son titulares de las rentas residuales de la empresa, y ven

reconocidos derechos políticos y económicos. El principal derecho político es el voto, que es la manifestación de su poder soberano de decisión sobre la marcha de la sociedad. Los socios, reunidos en asamblea, votan las decisiones estructurales de la empresa o la elección de los administradores. De otro lado, a través de los derechos económicos el socio participa en las ganancias de la sociedad, concretándose en la revalorización de su inversión y en el derecho al dividendo, pero también en el derecho de suscripción preferente en caso de que la sociedad emita nuevas cuotas representativas de su capital y, en fin, en la cuota de liquidación restante en caso de disolución de la sociedad.

Los derechos de los socios en las sociedades de capital constituyen un resultado del contrato de sociedad, respecto de los que –con carácter general– debería permitirse el juego de la libertad contractual (42). Aunque la solución estándar suele ser la de que se trata de derechos comunes e inseparables de las acciones o participaciones sociales, y eso sea eficiente para reducir los costes contractuales entre las partes, ello no quiere decir que no sean posibles variaciones en su configuración (43).

Consecuentemente, el AED ha contribuido a explicar el sentido de la posible existencia de distintas clases de acciones/participaciones, evaluando críticamente los límites legales a la ruptura de la proporcionalidad y separabilidad de los derechos (incluida su venta) (44). Como es sabido, en las sociedades de capital pueden crearse acciones/participaciones con o sin derecho de voto, también con votos plurales, o privilegiadas en sus derechos económicos (45). A través de la creación de clases de acciones se realizan arreglos contractuales destinados a diseñar la posición y funciones que los distintos socios pueden asumir en cada organización societaria en función de sus intereses y de las características de las diversas sociedades (46).

Así, el derecho de voto del socio, constituye una particularidad de la organización societaria de raíz contractual y, por ello, es perfectamente posible que existan acciones sin voto que obtienen a cambio algunos beneficios económicos (47). En efecto, la emisión de acciones sin voto supone la reorganización o consolidación de la propiedad y control de la compañía al margen de la explicación financiera que pueda existir en todo caso (48). De otro lado, en el marco de las sociedades cotizadas, el AED ha contribuido a proporcionar una explicación plausible de la regulación de las limitaciones de voto (*voting caps*) (49), y ha criticado las limitaciones subsistentes en la ley para la delegación y representación de los accionistas para el ejercicio de sus derechos de voto (50).

En el plano de los derechos económicos, ni que decir tiene que obviamente los socios son quienes deciden reunidos en la asamblea, el reparto de dividendos (51). Además, los socios tienen derecho de suscripción preferente de nuevas cuotas que se emitan de capital social (52) , y la LSC vigente ha superado la rigidez que

existía en la legislación societaria en el pasado que impedía a los socios modular su existencia: los socios deben ser libres de emitir nuevas acciones y adoptar la solución que les convenga sobre su derecho de preferencia en la suscripción de nuevas acciones (53).

### LA DISTINCIÓN ENTRE SOCIEDADES DE CAPITAL ABIERTAS Y CERRADAS †

Al margen de los derechos específicos del socio, la posición del socio es muy distinta en las sociedades de capital abiertas (anónimas) y cerradas (limitadas) (54). Aunque ambas se regulan en la Ley de Sociedades de Capital de 2010, su regulación responde –en principio– a pautas diferentes (55). En efecto, la distinción entre unas y otras radica fundamentalmente en la existencia de restricciones a la transmisibilidad de las cuotas sociales que se establezcan en el contrato de sociedad, lo que obviamente tiene consecuencias en su valoración y en la necesidad de prever mecanismos de separación del socio en las sociedades cerradas.

Lógicamente, las distintas características de sociedades abiertas y cerradas darán lugar a estructuras de propiedad muy diferentes que implican que los costes de agencia tengan distintas manifestaciones en uno y en otro caso. Por un lado, en las sociedades de capital cerradas, las restricciones a la transmisibilidad de las participaciones se explican normalmente por la relevancia de la condición personal de los socios, que frecuentemente se involucran en la gestión social, con una concentración significativa de riesgos en la empresa. Los costes de agencia traen causa en el subsiguiente monopolio bilateral y se concretan en tal caso en los posibles abusos de la mayoría (56), previniéndose en el contrato distintos mecanismos preventivos y correctivos de los posibles conflictos; la legislación introduce además un buen número de reglas (muchas de ellas dispositivas) destinadas a paliarlos (57).

En cambio, en el caso de las sociedades abiertas –la especialización de la inversión y gestión/control alcanza el grado máximo en las sociedades cotizadas–, al lado de los mecanismos internos referentes a la organización del propio órgano de administración y a la supervisión por la junta general, el mercado de control societario actúa como un poderoso mecanismo externo de reducción de los costes de agencia, que se manifiestan en tal caso en los abusos de los gestores en detrimento de los socios (58).

### LOS DEBERES Y LA RESPONSABILIDAD DE LOS ADMINISTRADORES †

Otro de los elementos clave en las sociedades de capital es la delegación en el órgano de administración de la gestión de la empresa (59). El régimen legal proporciona notable flexibilidad a los socios a la hora de decidir como configurar ese órgano (60), y tiene toda la lógica que se les proporcione plena libertad para adaptarlo a las características de cada sociedad.

El órgano de administración actúa como agente de los socios, al que estos confían la llevanza y supervisión de la empresa en aras de la consecución del objeto social. Como pautas de comportamiento exigibles, los miembros del órgano de administración asumen el deber de actuar diligentemente para alcanzar ese objetivo (*deber de cuidado*) y el deber de poner el interés social por encima del propio (*deber de fidelidad*) (61). Naturalmente, el peligro de la mala administración (*negligente*) es menor que el de la administración desleal (*infiel*) (62). La discrecionalidad empresarial (*business judgment rule*) ampara las actuaciones y decisiones de los administradores que pueden entrañar algún riesgo pero que son propias de la actividad de empresa (63). Se trata de proteger las opiniones y juicios técnicos sobre decisiones empresariales de los administradores, proporcionándoles un ámbito de inmunidad a sus decisiones (64).

Además, en las sociedades abiertas de mayor tamaño, una situación análoga se suscita en la relación de los administradores con los ejecutivos de la compañía, que son quienes realmente están encargados de la gestión diaria de la empresa, asumiendo los administradores una función de control y supervisión (65). Diversos instrumentos intentan reducir los costes de agencia de esa relación (administradores-ejecutivos), incluyendo el nombramiento de administradores externos independientes para que intervengan en aquellas decisiones en las que el riesgo de conflicto de intereses sea más elevado (66). Naturalmente, la retribución de los ejecutivos suele estar diseñada para alinear sus objetivos con la consecución del interés social, aunque obviamente su cese y sustitución constituye el principal mecanismo de control (67).

El AED ha contribuido a subrayar la concepción de los deberes fiduciarios de los administradores como instrumentos de reducción de los costes de agencia, que alinean el interés de los administradores con el de los socios (68). De ahí la relevancia de las normas en materia de nombramiento y cese de los administradores, que son las principales herramientas internas para la prevención y reducción de los costes de agencia (69). Obviamente, el adecuado diseño del sistema de retribución de los administradores constituye un mecanismo que también sirve a la indicada finalidad (70), como también lo hacen los denostados «paracaídas dorados» (*golden parachutes*), que motivan a los administradores –en caso de venta de la compañía– a vendérsela al mejor postor (71). En fin, las reglas en materia de responsabilidad de los administradores cierran el sistema de gobierno de las sociedades de capital, proporcionando el recurso al sistema judicial para intervenir contra las actuaciones de los administradores que no respetan sus deberes fiduciarios dañando a la sociedad, a los socios o a un tercero (72).

### EL MERCADO DE CONTROL SOCIETARIO †

Las sociedades abiertas que cotizan en los mercados de valores constituyen la muestra más depurada de la especialización del binomio gestión/inver-

sión que proporciona el contrato de sociedad de capital. Se habla entonces del problema que suscita la separación entre la propiedad y el control de la sociedad (73); los inversores dispersos y con participaciones mínúsculas en el capital de la compañía carecen de interés en controlar a los gestores que acumulan todo el poder (74). Sin embargo, en tal caso existe un mecanismo externo adicional para disciplinar a los administradores, alineando su interés con el interés de los socios. El precio de sus acciones en el mercado es un buen indicador de la calidad de los gestores actuales de la sociedad y las eventuales ofertas de adquisición proporcionarán una valoración alternativa realizada por otros potenciales gestores de la misma (75).

Por ello, la regulación de los mercados de valores está destinada a hacer estos mercados más eficientes, favoreciendo la transparencia y reduciendo los costes de transacción (76). La transparencia comprende a los emisores de valores y a las acciones y otros instrumentos que en ellos se negocian (77), y contribuye a hacer efectivo el mercado de control societario, estableciendo además la obligación de formular ofertas públicas de adquisición (OPA) cuando se compra una participación significativa del capital de la sociedad que proporcione el control (haciendo así partícipes a los inversores minoritarios en la prima derivada del cambio de control de la compañía) (78).

Corresponde al AED haber acentuado la eficacia de los mercados de valores y de las OPAs como instrumento de reducción de los costes de agencia en las sociedades abiertas (79). Se trata de la consecuencia última de la libre transmisibilidad de las acciones, que posibilita tanto su enajenación a quien que está dispuesto a adquirir la compañía cambiando la gestión de la misma, como la acumulación de bloques accionariales con el propósito de controlar más estrechamente a los administradores (80).

No obstante, dada la estructura de propiedad de muchas grandes sociedades anónimas en nuestro país (81), en las que existen accionistas mayoritarios (no institucionales), en la práctica el mercado de control societario no opera como mecanismo efectivo de control externo. En tal caso, los costes de agencia son de otro tipo, y se manifiestan en el riesgo de que el accionista mayoritario explote su posición para obtener beneficios del control en detrimento de la minoría, debiendo extenderse a ellos los deberes fiduciarios que se predicán de los administradores, estableciéndose un control de operaciones vinculadas y de los conflictos de intereses (82).

## LA AUDITORÍA DE LAS CUENTAS DE LA SOCIEDAD ¶

Varios agentes privados externos pueden incidir en diversos momentos en la vida de la sociedad de capital contribuyendo a su funcionamiento eficiente para el desarrollo de una actividad empresarial (notarios, registradores, abogados, bancos y analistas de inversión, agencias de calificación, auditores) (83). El AED ha desarrollado un marco conceptual útil para la explicación

de las funciones que estos agentes desempeñan actuando como «guardabarreras» (*gatekeepers*) (84) que controlan la conducta de los gestores de la sociedad (interviniendo en sus decisiones o supervisando la información que hacen pública).

En particular, interesa aquí subrayar la intervención que los auditores de cuentas realizan como «guardabarreras» al revisar las cuentas de las sociedades de capital. La principal aportación del AED en esta materia constituye una extensión lógica de la teoría de la agencia y proporciona una explicación de los incentivos privados que las empresas tienen para la contratación voluntaria de estos servicios (85). De manera análoga, permite entender las características básicas de la relación económica que une al auditor y al cliente, y que estimulan al auditor a ser independiente en la prestación de su servicio (86).

La teoría contractual de la auditoría constituye el marco de análisis que permite explicar de manera satisfactoria los riesgos de la regulación que introduzca elementos que pueden distorsionar la demanda contractual de estos servicios. Así ha ocurrido, por ejemplo, con la duración de la duración de la relación de auditoría y la rotación obligatoria (87). Igualmente, el entendimiento adecuado de la prestación del auditor y sus atributos de calidad son claves para regular correctamente la prestación de otros servicios profesionales complementarios de la auditoría de cuenta por las empresas auditoras (88). Como consecuencia de ello, tiene sentido introducir mecanismos que eviten una dependencia excesiva por el auditor de sus clientes (89).

## CONCLUSIONES ¶

El AED ha desempeñado un papel relevante en la modernización del Derecho de las sociedades de capital en España en las últimas tres décadas. Incluso sus detractores más acérrimos lo reconocen. Naturalmente, ello no quiere decir que las propuestas y las soluciones propugnadas por el AED hayan sido siempre y en todo momento seguidas; aunque ocasionalmente así haya ocurrido.

Seguramente la mayor contribución del AED consiste en haber proporcionado una perspectiva distinta en el examen de las diversas cuestiones nucleares que plantea el Derecho de las sociedades de capital en España. En la actualidad es frecuente que los trabajos académicos en materia de Derecho societario en España incorporen argumentos y discusiones de carácter económico que enriquecen la discusión y el debate sobre los problemas jurídico-societarios. Sin ánimo de exhaustividad, este artículo ha intentado pasar revista a las principales aportaciones doctrinales en algunas de esas cuestiones, a ellas se debe en buena medida el haber estimulado la discusión y el debate académicos en materia de Derecho societario en los últimos tiempos.

## NOTAS: ¶

[1] Véanse De Querol (2007); De Querol y López (2014); Durán (1992); Floriano (1997) y Pastor (1989). Una excepción es

- Ibáñez (2011: 170-184). Pero es que la cuestión también se omite en alguno de los principales manuales norteamericanos traducidos al castellano, Cooter & Ulen (1998) y MERCURO (1991). En cambio, Posner (1998: 371-428) dedica a las empresas, sociedades de capital y a los mercados financieros la cuarta parte de su libro. Ciertamente, debe reconocerse que en Estados Unidos hay manuales específicos dedicados al análisis económico del Derecho de sociedades: Posner & Scott (1980) y Romano (1993).
- [2] Excepciones –críticas- son Gondra (1992: 153 y 154) y quizás Sánchez (2015).
- [3] Alfaro (1996); Gómez (1998) y Paz-Ares (1995a).
- [4] Demsetz (1997). Entre nosotros, Llebot (1996b: 354-372).
- [5] Optimista Doménech (2014:101).
- [6] Alfaro (2007). Aunque lo reconoce, presenta una visión distorsionada y demasiado parcial, Embid (2013:45-51).
- [7] Arruñada (1988).
- [8] De acuerdo con los últimos datos del INE (Julio 2015), el 38,76% de las empresas españolas son sociedades de capital (1.235.523 de un total de 3.186.876), Directorio Central de Empresas (DIRCE) 2015 (<http://www.ine.es>).
- [9] Arruñada (1990: 397-399).
- [10] Hansmann y Kraakman (2000).
- [11] Jensen y Fama (1976); Jensen (2000) y Peris, Rueda, De Souza y Pérez (2012).
- [12] Rock (2006) y Kraakman *et al.* (2009: 35-53).
- [13] Easterbrook y Fischel (2002: 55-72). Entre nosotros, Alfaro (2008).
- [14] Paz-Ares (2007: 189-190).
- [15] Arruñada (1990: 224), Garcimartín (2002: 234-239) y Llebot (1996b: 373-378).
- [16] Alfaro (1995: 21-26) y Garcimartín (2002: 117-126). Contra Gondra (2010: 1217-1222).
- [17] Alcanzando ocasionalmente extremos insólitos, como Arroyo (2003: 709): «Cuando los fundadores constituyeron la sociedad dieron nacimiento a la persona jurídica, que debe ser respetada en su integridad, y no puede ser destruida por la voluntad mayoritaria de los socios o accionistas o disuelta sin más [...] La sociedad tiene vida propia y no se puede destruir cuando la viabilidad está garantizada o al menos es razonable. Del mismo modo que unos padres, por muy progenitores que sean, no pueden disponer de la vida de sus hijos, tampoco los socios pueden liquidar la vida social cuando existen razones sobradas de viabilidad y mantenimiento».
- [18] Paz-Ares (2002a: 1807-1808).
- [19] STS de 10 de enero de 2011, Canteras de Santander, S.A. (ROJ STS 708/2011).
- [20] Easterbrook y Fischel (2002: 48-50). Entre nosotros Alfaro (1999: 935-937 y 955-956) y Arruñada (1990: 215 y 216). Como dice Garcimartín (2002: 129) «El único fundamento para una regulación imperativa que añade el Derecho de sociedades se vincularía a los problemas de acción colectiva que aquí son más comunes que en el ámbito contractual».
- [21] Paz-Ares (1996c: 68-69). Contra Tena (2010: 32-35).
- [22] Ya Arruñada (1988: 198 y 1990: 225) «se presume que las partes son incapaces por sí mismas de controlar óptimamente los conflictos de intereses que entre ellas existen, lo que aconseja su salvación por el legislador».
- [23] Aunque referido a la legislación de la sociedad de responsabilidad limitada, vale la explicación de Paz-Ares (2007:168-189). En consecuencia, no debe negarse validez a los pactos para-sociales omnilaterales que surjan con el propósito de eludir algunas de esas normas imperativas, Sáez (2009) y Paz-Ares (2011).
- [24] Como dice Arruñada (1990: 214) «Desde esta perspectiva, la existencia de una legislación sobre sociedades mercantiles o la necesidad de reformar y extender las regulaciones existentes, suele basarse en la necesidad de proteger el tráfico mercantil contra los abusos y arbitrariedades que, dejados a su libre albedrío, se infringirían sus protagonistas. Con frecuencia, precisando más esta posición, se postula una finalidad protectora de alguna de las partes, al parecer más débil o indefensa. En ambos casos, se introduce de modo implícito la suposición adicional de que la regulación mejora el tráfico mercantil y protege efectivamente a esas partes menos capacitadas [...] conviene señalar aquí lo incompleto de su perspectiva, ya que no tiene en cuenta los costes que genera ni la existencia de mecanismos alternativos para controlar los conflictos de intereses entre las partes contratantes. Por esos motivos, conduce al desarrollo sin límites de normativas cada vez más detalladas» (nota omitida). En cambio, otra es la visión de Gomá (2014, 27): «aunque el AED ha prestado un gran servicio al haber permitido enfocar las cuestiones jurídicas desde el punto de vista de su eficiencia, su exageración puede llevar a la desaparición del Derecho mediante su identificación con la Economía; y ello no es una simple defensa corporativa, sino la constatación de que ello implica una renuncia a la valoración democrática de los actos y por tanto a su control jurídico», y no digamos ya, Alonso (1998:102).
- [25] En palabras de Alfaro (2004:451) «the existence of significant and cumbersome procedures for the incorporation of a company can only be explained by the fact that they constitute an important source of income for certain interest groups, whose excellent organisation and interdependence with the public administration allow them to bring their own interests to prevail over the scattered interests of the universe of potential entrepreneurs». En general, sobre algunas claves del Derecho europeo de sociedades, Enriques y Macey (2001: 1202-1203) y Enriques (2006: 48-50 y 55-64) que, llega a afirmar «EC intervention in this area is like a cartel aiming to protect or increase the monopolistic rents of well-defined interest groups, especially professionals providing corporate-law related services» (id. 49-50).
- [26] La expresión es de Arruñada (1990: 214-215) «Así mismo, suele ignorar que la más sólida garantía de las relaciones comerciales es el buen nombre, y la necesidad de mantenerlo para ejercer con continuidad una actividad económica en el mercado. Olvida también que muchas de las regularidades impiden el nacimiento espontáneo de pautas contractuales capaces de eliminar los conflictos de intereses por los que se creyó necesaria la regulación. Se desvía entonces el esfuerzo de las partes a efectuar ingeniería contrarregulatoria con el fin de disminuir sus costes, en vez de al desarrollo de fórmulas contractuales más depuradas».
- [27] Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de Julio, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital, BOE 161, de 3 de julio de 2010 (en lo sucesivo LSC): art. 4 (capital mínimo); arts. 58-89 (aportaciones) y arts. 295-345 (aumento y reducción de capital).
- [28] Arts. 134 a 158 de la LSC.
- [29] Arts 273.2 y 275 (Aplicación del resultado y distribución de dividendos).
- [30] Arts. 392 y 393 de la LSC.
- [31] Segunda Directiva del Consejo de 13 de diciembre de 1976 (77/91/CEE) tendente a coordinar, para hacerlas equivalentes, las garantías exigidas en los Estados miembros a las sociedades, definidas en el párrafo segundo del artículo 58 del Tratado, con el fin de proteger los intereses de los socios y terceros, en lo relativo a la constitución de la sociedad anónima, así como al mantenimiento y modificaciones de su capital (DO L 026 de 31/01/1977).
- [32] Enriques y Macey (2001: 1175).
- [33] Paz-Ares (1996c: 72-73).
- [34] Arruñada (1988: 209 y 1990: 266) habla de la «aberrante interpretación jurídica del capital nominal como garantía de acreedores, pese a ser en la práctica completamente irrelevante a tales efectos».

- [35] World Bank /IFC (2014: 42-43).
- [36] Arruñada (1988: 210 y 1990: 267) «La cifra de capital nominal es la única enteramente ficticia, excepto en el momento de constitución de la sociedad».
- [37] Enríques y Macey (2001: 1186-1194). Más tímidamente, Llebot (1999).
- [38] Paz-Ares (1995A).
- [39] Art. 59.2 de la LSC.
- [40] Enríques y Macey (2001:1195-1998). La regla de recapitalización o liquidación de las sociedades de capital cuando exista un desequilibrio entre el patrimonio y el capital parece más eficaz, pero también resulta ineficiente, Enríques y Macey (2001: 1201-1202).
- [41] Manning y Hanks (2013). Como dice Arruñada (1990: 267) «lo que garantiza a los acreedores es el valor de mercado de la sociedad y no su valor contable ni, mucho menos, su valor nominal».
- [42] Arruñada (1990: 243): «libertad contractual de las partes para disociar las diversas funciones del accionista convencional». Como ya se indico *supra* n26: «La contratación libre de las partes utiliza diversas vías para reproducir estos contratos en situaciones regulatorias que impiden su formalización explícita. Constituye un argumento adicional a favor de la libertad contractual y de lo inadecuado de las limitaciones existentes el que las partes están dispuestas a consumir recursos para desarrollar esas fórmulas contractuales indirectas que evitan las prohibiciones» Arruñada (1990: 249).
- [43] Arruñada (1990: 243).
- [44] Arruñada (1988: 200-209); Arruñada (1990: 244): «La regulación no ha de impedir el desarrollo de aquellos instrumentos de contratación privada que permiten repartir de manera óptima la asunción de varias funciones del accionista, y ello aunque sólo sean de aplicación en casos particulares».
- [45] Arts. 94-95, 98-102 y 188 de la LSC.
- [46] Arruñada (1990: 244-245).
- [47] Easterbrook y Fischel (2002: 83-114). Entre nosotros, se ha referido a esa concepción del derecho de voto como tecnología contractual en el marco del contrato de sociedad, que permite explicar razonablemente la existencia de acciones sin voto, Paz-Ares (1996a: 7-8). Sobre el procedimiento de conversión en acciones ordinarias a acciones sin voto, Arruñada (1992), Arruñada y Paz-Ares (1995) y Paz-Ares (1996a: 19-166).
- [48] Paz-Ares (1996a: 15-18).
- [49] Arts. 188.2 y 527 de la LSC, Sáez (2010).
- [50] Arruñada (1988: 211-216 y 1990: 270).
- [51] A pesar del artículo 348bis, suspendido hasta el 31 de Diciembre de 2016 (Disposición Final Primera. Dos de la Ley 9/2015, de 25 de mayo, de medidas urgentes en materia concursal), pero la tutela que el precepto proporciona cabría extraerla ya antes de la regla del abuso de derecho: Alfaro y Campins (2014, 2011).
- [52] Arts. 93.b) y 304 LSC. Aunque referido a las sociedades cotizadas, García de Enterría (2010).
- [53] Art. 308 LSC (exclusión del derecho de preferencia). Arruñada (1988: 221) abogaba porque «los accionistas decidan libremente que formulas contractuales les resultan más beneficiosas, en lugar de ser constreñidos a utilizar derechos de suscripción en las ampliaciones de capital», argumentando que «la existencia indeclinable del derecho de suscripción preferente supone una limitación al derecho de propiedad del accionista. En concreto, elimina su derecho a dividir el conjunto de derechos de que es titular en cuanto propietario», Arruñada (1990:233).
- [54] Arruñada (1998: 400-427) y Sáez (2008).
- [55] Aunque, como dice Alfaro (2005: 7) «el modelo legal de sociedad cerrada -la sociedad limitada- se parece, legislativamente hablando, demasiado a la regulación de la sociedad anónima como para considerar que se adapta a las necesidades y expectativas de los socios [...]».
- [56] Posner (1998: 401-402) y Easterbrook y Fischel (2002: 281-309).
- [57] Alfaro (2005).
- [58] Fernández y Gómez (1999).
- [59] Kraakman *et al.* (2009: 12-14).
- [60] Arts. 206-212bis de la LSC. La regulación es mucho más detallada en el caso de las sociedades cotizadas, a las que se obliga que dispongan de un consejo de administración (arts. 527-529novodécies de la LSC).
- [61] Arts. 225 y 227 de la LSC.
- [62] Ya Posner (1998: 389) subrayaba que son múltiples los incentivos para la buena/diligente administración, pero no tantos para la administración justa/leal respecto del interés de los socios; Paz-Ares (2003: 5-6).
- [63] Recayendo en aquéllos que, en teoría, se encuentran más preparados e informados para hacerlo (por conocimiento y experiencia) pero que, sobre todo, han sido designados por los socios para que lo hagan, Marcos (2003: 4). Esta regla se halla actualmente consagrada en el art. 226.1 de la LSC tras la reforma de 2014: «En el ámbito de las decisiones estratégicas y de negocio, sujetas a la discrecionalidad empresarial, el estándar de diligencia de un ordenado empresario se entenderá cumplido cuando el administrador haya actuado de buena fe, sin interés personal en el asunto objeto de decisión, con información suficiente y con arreglo a un procedimiento de decisión adecuado».
- [64] Paz-Ares (2003: 31).
- [65] Hart (1995: 679-680) y Paz-Ares (2002 A: 1809-1812).
- [66] Fama y Jensen (1983: 315) y Marcos y Sánchez Graells (2008).
- [67] Arruñada (1990 59-62). Alguna evidencia empírica sobre España en Fernández, Gómez y Fernández (1998).
- [68] Easterbrook y Fischel (2002:115-136). Entre nosotros, Ribas (2010:128-129), Llebot (1996:35-43) y Paz-Ares (2015).
- [69] Kraakman *et al.* (2009: 58-61).
- [70] Merino, Manzaneque & Banegas (2009) y Tusquets (1998: 50) con la significativa advertencia «No obstante no haber realizado este trabajo siguiendo el método del análisis económico del Derecho, ni haber tomado como base la Teoría de la Agencia, dada la creciente influencia de la misma, nos ha parecido conveniente comentar su incidencia en relación con la retribución de los administradores».
- [71] El interés de los administradores se alinea con el de los socios, reduciendo el conflicto de interés inherente a la pérdida de capital humano derivada de su salida de la gestión de la compañía, Arruñada (1990: 68-69) y García de Enterría (1996: 496-500).
- [72] Paz-Ares (2003), que construye un régimen preventivo y reactivo para la deslealtad del administrador, que a la postre se ha incorporado (en buena medida) en la vigente LSC en 2014 (arts. 228-232).
- [73] Fama y Jensen (1983).
- [74] Posner (1998: 390) lo tacha de falso problema, dada su eficiencia. También Demsetz (1983).
- [75] Manne (1965: 112-120); Fama y Jensen (1983: 313) y Easterbrook y Fischel (2002:137-178). Entre nosotros, Arruñada (1990:18 y 1998: 413-417) y Lozano (2005).
- [76] Castilla (2001).
- [77] La eficiencia del mercado se mide por la información que incorporan los precios de los valores que se negocian en el mercado. García de Enterría (1989:657-659).
- [78] Crítica el excesivo intervencionismo de la regulación española, Arruñada (1990: 190), aunque desde una perspectiva análoga se ha criticado también la regulación estatal en los Estados Unidos de Norteamérica, Easterbrook y Fischel (2002: 269-275).
- [79] García de Enterría (1999) y Gómez (1998).
- [80] Arruñada (1990: 63-66).
- [81] Crespi y Cladera (2002), aunque ya Galve y Salas (1992 y 1994). Incluso cuando no hay socios mayoritarios la estructura de la propiedad favorece los acuerdos entre dos y cinco accionistas para controlar la sociedad con menos del 50% del capital social, Leech y Manjón (2003 y 2002).

- [82] Paz-Ares (2002 A: 1815-1818).  
 [83] Coffee (2006: 103-214).  
 [84] Kraakman (1986). Algunos de ellos pueden actuar también como «ingenieros de los costes de transacción»: Gilson (1986) y Paz-Ares (1995c).  
 [85] Arruñada (1998: 308-316 y 1997: 29-30) y Paz-Ares (1996b: 42-43)  
 [86] Marcos (2000: 178-181).  
 [87] Iglesias (1994: 28-33), Arruñada y Paz-Ares (1996) y Ruiz, Gómez y Carrera (2009). No obstante, la rotación obligatoria se ha introducido recientemente por la Ley 22/2015, de 20 de julio, de Auditoría de Cuentas, BOE 173 de 21 de julio de 2015 (art. 40).  
 [88] Arruñada (1999 y 1997).  
 [89] Paz-Ares (1996b: 76-79) y art. 41.2 de la Ley 22/2015, de Auditoría de Cuentas.

## BIBLIOGRAFÍA

- ALFARO, J. (2008). «Capital Social y Responsabilidad: La Responsabilidad Limitada de los Socios de las Sociedades de Capitales por las deudas sociales: el estado de la discusión» en Flor de M<sup>o</sup> Córdova (ed.) *Derecho de sociedades y Gobierno Corporativo*, Grijley, Lima (<http://ssrn.com/abstract=1543967>).  
 ALFARO, J. (2007). «Los juristas españoles y el análisis económico del Derecho» *Indret*, 417.  
 ALFARO, J. (2005). «Los problemas contractuales en las sociedades cerradas» *Indret*, 308.  
 ALFARO, J. (2004). «Lowering Legal Barriers to Entry through Technology without Touching Vested Interests: The Spanish Sociedad Limitada-Nueva Empresa», *European Business Organization Law Review*, n<sup>o</sup> 5, pp. 449-469  
 ALFARO, J. (1999). «Imperialismo Económico y Dogmática Jurídica». *Revista de Derecho Mercantil*, n<sup>o</sup> 233, pp. 925-976.  
 ALFARO, J. (1996). «Los costes de transacción» en Juan Luis Iglesias (coord.), *Estudios jurídicos homenaje al prof. Aurelio Menéndez*, Civitas, Madrid, vol. 1, pp. 131-162.  
 ALFARO, J. (1995) «Interés social y Derecho de suscripción preferente. Una aproximación económica», Civitas, Madrid.  
 ALFARO, J. y CAMPINS, A (2014). «Abuso de la mayoría en el reparto de dividendos y derecho de separación del socio en las sociedades de capital» en *Liber Amicorum Juan Luis Iglesias*, Civitas, Madrid, pp. 65-93.  
 ALFARO, J. Y CAMPINS, A (2011). «El abuso de la mayoría en la política de dividendos. Un repaso por la jurisprudencia», *Otrosí*, n<sup>o</sup> 5, pp. 19-26.  
 ALONSO, A. (1998). «El Gobierno de las grandes empresas (Reforma legal versus Códigos de conducta)» en Gaudencio Esteban (dir.) *El gobierno de las sociedades cotizadas*, Marcial Pons, Madrid-Barcelona, pp. 95-136.  
 ARROYO, I (2003). «Interés social vs. interés de la mayoría» en D.R. Vitolo y J.M. Embid (dirs.) «Las sociedades comerciales y su actuación en el mercado». *Actas I Congreso argentino español de Derecho mercantil*, Comares, Granada, pp. 699-712 [publicado como «Reflexiones en torno al interés social» en *Libro Homenaje al prof. F. Sánchez Calero*, McGraw-Hill, Madrid, 2002, pp. 1845-1858].  
 ARRUÑADA, B. (1999). «Audit Quality and the regulation of non-audit services». *International Review of Law & Economics*, n<sup>o</sup> 19, pp. 513-531.  
 ARRUÑADA, B. (1998). *Teoría contractual de la empresa*, Marcial Pons, Madrid-Barcelona.  
 ARRUÑADA, B. (1997) *La calidad de la auditoría. Incentivos privados y regulación*, Marcial Pons, Madrid-Barcelona.  
 ARRUÑADA, B. (1990) *Control y regulación de la sociedad anónima*, Alianza Editorial, Madrid.  
 ARRUÑADA, B. (1988). «Un análisis económico de la regulación de la sociedad anónima en España» *Anales de Estudios Económicos y Empresariales*, n<sup>o</sup> 3, pp. 191-224.

- ARRUÑADA, B. (1992). «La Conversión coactiva de acciones comunes en acciones sin voto para lograr el control de las sociedades anónimas: de cómo la ingenuidad legal prefigura el fraude» *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, n<sup>o</sup> 71, pp. 283-314.  
 ARRUÑADA, B. y Paz-Ares, C. (1996). «Mandatory rotation of Company Auditors- A critical examination» *International Review of Law & Economics*, n<sup>o</sup> 16, pp. 31-61.  
 ARRUÑADA, B. y Paz-Ares, C. (1995). «Conversion of Ordinary Shares Into Non-Voting Shares» *International Review of Law & Economics*, n<sup>o</sup> 15, vol. 4, pp. 351-372 [también en Dirk Heremans & Hereman Cousy (eds.) *Financial Markets and Insurance*, MAKLU, Antwerp, 1996, pp. 129-162].  
 CASTILLA, M. (2001). *Regulación y Competencia en los mercados de valores*, Civitas, Madrid.  
 JOHN, C. y COFFEE JR. (2006) *Gatekeepers. The professions and corporate Governance*, Oxford University Press.  
 COOTER, R. y ULEN, U. (1998) *Derecho y Economía* (trad. Eduardo L. Suárez) Fondo de Cultura Económica, México.  
 CRESPI, R. Y CLADERA, M.A (2002). «Ownership and Control of Spanish Listed Firms», en Fabrizio Barca & Marco Becht (eds.), *The Control of Corporate Europe*, Oxford University Press, pp. 207-227.  
 DE QUEROL, N. (2007). *Análisis Económico del Derecho. Teoría y Aplicaciones*, FIEC.  
 DE QUEROL, N. LÓPEZ, N. (2014). *Análisis Económico del Derecho*, Dykinson, Madrid.  
 DEMSETZ, H. (1997). *La economía de la empresa* (trad. M<sup>o</sup> Elena Aparicio), Alianza Editorial, Madrid.  
 DEMSETZ, H. (1997). (1983). «The Structure of Ownership and the Theory of the Firm». *Journal of Law & Economics*, n<sup>o</sup> 26, vol. 2, pp. 375-390.  
 DOMÍNECH, G. (2014). «Por qué y cómo hacer análisis económico del Derecho», *Revista de Administración Pública*, n<sup>o</sup> 195, pp. 99-133.  
 DURÁN, P. (1992). *Una aproximación al análisis económico del Derecho*. Comares, Granada.  
 EASTERBROOK, F.H. y FISCHER, D.R. (2002) *La estructura económica de las sociedades de capital* (trad. Francisco Marcos), Fundación Cultural del Notariado, Madrid.  
 ENRIQUES, L. (2006). «EC Company Law Directives and Regulations: How Trivial they are?» *University of Pennsylvania Journal of International Economic Law*, n<sup>o</sup> 27, pp. 1-78.  
 ENRIQUES, L. y MACEY, J.R. (2001). «Creditors Versus Capital Formation: The Case Against the European Legal Capital Rules. *Cornell Law Review*, n<sup>o</sup> 86, pp.1165-1204.  
 EMBID, J.M. (2013). *Sobre el Derecho de sociedades de nuestro tiempo. Crisis económica y ordenamiento societario*, Comares, Granada.  
 FAMA, E.F. y JENSEN, M.C. (1983). «Separation of Ownership and Control». *Journal of Law & Economics*, n<sup>o</sup> 26, pp. 301-325.  
 FERNÁNDEZ, A.I. y GÓMEZ, S. (1999). «El Gobierno de la empresa: mecanismos alineadores y supervisores de las actuaciones directivas.» *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, n<sup>o</sup> 100, pp. 355-380.  
 FERNÁNDEZ, A.I.; SILVIA, S. y FERNÁNDEZ, C. (1998). «El papel supervisor del Consejo de Administración sobre la actuación gerencial. Evidencia para el caso español...». *Investigaciones Económicas*, n<sup>o</sup> 22, vol. 3, pp. 510-516.  
 FLORIANO, C. (1997). *Derecho y Economía. Una aproximación al análisis económico del Derecho*. Universidad de Extremadura.  
 GALVE, C y SALAS, V. (1992). «Análisis de la estructura accionarial de la gran empresa». *Revista de Economía Aplicada*, n<sup>o</sup> 4/II, pp. 75-102.  
 GALVE, C y SALAS, V. (1992). «Estructura de propiedad de la empresa Española». *Revista de Economía-ICE*, n<sup>o</sup> 701, pp. 79-90.  
 GARCÍA DE ENTERRÍA, J. (2003). *Sociedades cotizadas, Aumento de capital y Derecho de suscripción preferente: Una consideración económica*, Civitas, Madrid.  
 GARCÍA DE ENTERRÍA, J. (1999). «El control del poder societario en la gran empresa y la función disciplinaria de las OPAs» en *Mercado de control, medidas defensivas y ofertas competidoras*. Estudios sobre OPAs, Civitas, Madrid, pp. 49-77 [antes en *Revista de Derecho Bancario y Bursátil* n<sup>o</sup> 47, pp. 665-689].

- GARCÍA DE ENTERRÍA, J. (1995). «Los pactos de indemnización del administrador cesado». *Revista de Derecho Mercantil*, nº 216, pp. 473-516.
- GARCÍA DE ENTERRÍA, J. (1989). «Sobre la eficiencia del mercado de capitales. Una aproximación al 'Securities law' de los Estados Unidos». *Revista De Derecho Mercantil*, nº 193-194, pp. 653-678.
- GARCIMARTÍN, F.J. (2002). *Derecho de sociedades y conflictos de leyes: una aproximación contractual*, EDESA, Madrid.
- GILSON R.J. (1984). «Value Creation by Business Lawyers: Legal Skills and Asset Pricing». *Yale Law Journal*, nº 94, vol. 2, pp. 239-313.
- GOMÁ, I.(2014). «Poder y dinero en las grandes sociedades: vuelta a los principios». Documento de Trabajo, Dept. Derecho Mercantil, UCM, 2014/83.
- GÓMEZ, F. (1998). «Derechos de propiedad y costes de transacción: ¿qué puede enseñar Coase a los juristas?». *Anuario de Derecho Civil*, nº 51, pp. 1035-1069.
- GÓMEZ, S. (1998) *El mercado de control corporativo y los efectos de riqueza asociados a las adquisiciones de empresas*, Univ. Oviedo.
- GONDRA, J.M<sup>o</sup>. (2010). «La teoría contractual de la sociedad anónima: una aproximación a sus fundamentos teórico-económicos». *Revista de Derecho Mercantil*, nº 278, pp. 1171-1231.
- GONDRA, J.M<sup>o</sup>. (1992). *Derecho Mercantil I. Introducción*, UCM, Madrid.
- HENRY, B.; HANSMANN y KRAAKMAN, R. (2000). «The essential role of organizational law». *Yale Law Journal*, nº 110, pp. 387-440.
- HART, O. (1995). «Corporate Governance: Some Theory and Implications». *The Economic Journal*, nº 105, pp. 678-689.
- IBÁÑEZ, J.W. (2011). *Análisis económico del Derecho: Método de investigación y práctica jurídica*, J. M<sup>o</sup> Bosch, Barcelona.
- IGLESIAS, J.L. (1994). «La duración del cargo de auditor: Consideraciones críticas». *Revista de derecho de sociedades*, nº 3, pp. 11-34.
- JENSEN, M.C. (2000). *A Theory of the Firm. Governance, Residual Claims, and Organizational Forms*, Harvard University Press.
- JENSEN, M.C. y MECKLING, W.H. (1976). «Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure». *Journal of Financial Economics*, nº 3/4, pp. 305-360.
- KRAAKMAN, R.K.; ARMOUR, J.; DAVIES, P.; ENRIQUES, L.; HANSMANN, H.B.; HERTIG, G.H.; HOPT, K.J.; KANDA, H. y ROCK, E.B. (2009). *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*, 2<sup>nd</sup> Ed. Oxford University Press.
- KRAAKMAN, R.K (1986). «Gatekeepers: The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy». *Journal of Law, Economics & Organization*, nº 2, pp. 53-104.
- LEECH, D y MANJÓN, M.C. (2003). «Corporate Governance and Game Theoretic Analyses of Shareholder Power: The Case of Spain». *Applied Economics*, nº 35, pp. 847-858.
- LEECH, D. y MANJÓN, M.C (2002). «Corporate Governance in Spain (with an Application of the Power Indices Approach)». *European Journal of Law & Economics*, nº 13, pp.157-173.
- LLEBOT, J.O. (1999). «La geometría del capital social». *Revista de Derecho Mercantil*, nº 231, pp. 37-90.
- LLEBOT, J.O. (1996a). *Los deberes de los administradores de la sociedad anónima*, Civitas, Madrid.
- LLEBOT, J.O. (1996b). «Doctrina y Teoría de la Empresa en el Derecho Mercantil (una aproximación al significado de la teoría contractual de la empresa)». *Revista de Derecho Mercantil*, nº 220, pp.319-388.
- LOZANO, M<sup>o</sup> B. (2005). «El mercado de control empresarial ante el conflicto accionista-directivo». *Tribuna de Economía ICE*, nº 823, pp. 217-233.
- MANNING, B. y HANKS Jr, J.J. (2013). *Legal Capital*, 4<sup>a</sup> ed. Foundation Press, Nueva York.
- MANNE, H. (1965). Mergers and the Market for Corporate Control». *Journal of Political Economy*, nº 73, vol. 2, pp.110-120.
- MARCOS, F. (2003). «Análisis económico del derecho de sociedades. *Recensando a Frank H. Easterbrook y Daniel R. Fischel*, La estructura económica de las sociedades de capital» *Indret*, 167.
- MARCOS, F. (2000). «La independencia del auditor y las cuasi-rentas». *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, nº 79, pp. 175-193.
- MARCOS, F. y SÁNCHEZ GRAELLS, A. (2008). «Necesidad y sentido de los consejeros independientes. Dificultades para el trasplante al derecho de las sociedades cotizadas españolas». *Revista de Derecho Mercantil* 2008, pp. 499-568.
- MERCURO, N. (1991). *Derecho y Economía* (trad. Juan J. Fernández Cainzos), IEF, Madrid.
- MERINO, E.; MANZANEQUE, M. y BANEGAS, R. (2009). «Retribución y composición del Consejo de Administración. Evidencia empírica para las empresas cotizadas españolas», *Pecvnia*, nº 8, pp. 203-224.
- SANTOS PASTOR (1989). *Sistema jurídico y Economía. Una introducción al análisis económico del derecho*, Tecnos, Barcelona.
- PAZ-ARES, C. (2015). «Anatomía del deber de lealtad», *Actualidad U&M*, nº 39, pp. 43-65.
- PAZ-ARES, C. (2011). «La cuestión de la validez de los pactos parasociales». *Actualidad U&M*, Homenaje prof. J.L. Iglesias, pp. 252-256 [también en *Diario La Ley* 7714, de 13 de octubre 2011, 12-14 [La Ley 17051/2011]].
- PAZ-ARES, C. (2003). «La responsabilidad de los administradores como instrumento de gobierno corporativo». *Indret*, nº 162 [también en *Rev. Derecho Sociedades*, nº 20 (2009) pp. 67-109].
- PAZ-ARES, C. (2002a). «El Gobierno de las sociedades: Un apunte de política legislativa» en Libro Homenaje al prof. Sánchez Calero, McGraw-Hill, Madrid, pp. 1805-1818.
- PAZ-ARES, C. (1997). «¿Cómo entendemos y cómo hacemos el Derecho de sociedades?», en Cándido Paz-Ares (coord.), *Tratando de la sociedad limitada*, Colegio Notarial, Madrid, pp. 163-205.
- PAZ-ARES, C. (1996a). *¿Dividendos a cambio de votos? Contribución al estudio de la conversión de acciones con voto en acciones sin voto*, McGraw-Hill, Madrid.
- PAZ-ARES, C. (1996b). *La ley, el mercado y la independencia del auditor*, Civitas, Madrid.
- PAZ-ARES, C. (1996c). «La Infracapitalización. Una aproximación contractual» en Fernando Rodríguez et al. (eds), *Derecho de Sociedades de Responsabilidad Limitada*, vol. I, McGrawHill, Madrid, pp. 65-86 [publicado antes en *Revista de Derecho de Sociedades*, nº extraordinario 1994, pp. 253-269].
- PAZ-ARES, C. (1995a). «La aportación de uso en las sociedades de capital», *Revista de Derecho de sociedades*, nº 5, pp. 33-46 [también en Estudios homenaje al prof. Aurelio Menendez, Civitas, Madrid, 1996, vol. 2, pp. 2219-2236].
- PAZ-ARES, C. (1995b). «Principio de eficiencia y derecho privado». *Estudios de Derecho Mercantil en homenaje al prof. M. Broseta Pont*, Tirant Lo Blanch, Valencia, vol. 3, pp. 2843-2900.
- PAZ-ARES, C. (1995c). *El sistema notarial. Una aproximación económica*, Fundación Notarial, Madrid.
- PERIS, M.; RUEDA, C.; DE SOUZ, C. y PÉREZ, M. (2012). «Fundamentos de la Teoría Organizativa de la Agencia». *Revista de Economía ICE*, nº 826, pp. 107-118.
- POSNER, R.A. (1998). *El análisis económico del derecho* (trad. Eduardo L. Suárez), Fondo de Cultura Económica, México.
- POSNER, R.A. y SCOTT, K.E. (1980). *Economics of Corporation Law & Securities Regulation*, Little, Brown & Co., Boston-Toronto.
- RIBAS, V. (2010). *El deber de lealtad del administrador de sociedades*, La Ley, Las Rozas.
- ROCK, E.B. (2006). «The Corporate Form as a solution to a discursive dilemma». *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, nº 162, pp.57-71.
- ROMANO, R. (1993). *Foundations of Corporate Law*, Oxford University Press.
- RUIZ, E.; GÓMEZ, N. y CARRERA, N. (2009). «Derogación de la rotación obligatoria de auditores y calidad de la auditoría». *Revista de Economía Aplicada*, nº 49, pp. 105-134.
- SÁEZ, M<sup>o</sup>.I. (2010). «¿Por qué prohibir las restricciones del derecho de voto?» *Indret*, 2/2010.
- SÁEZ, M<sup>o</sup>.I. (2009). «Los pactos parasociales de todos los socios en Derecho español. Una materia en manos de los jueces». *Indret*, 3/2009.

SÁEZ, M<sup>o</sup>.I. (2008). «Las bases económicas de la junta de socios» *InDret*, 2/2008.

SÁNCHEZ, A. (2015). «Derecho y mercado» en Angel Rojo y Aurelio Menéndez (dirs.) *Lecciones de Derecho Mercantil*, vol II, Thomson, 13<sup>a</sup> ed., pp. 37-58.

TENA, R. (2010). «Instinto Jurídico contra análisis económico (con un comentario sobre las modificaciones estructurales)». *Documento de Trabajo, Dept. Derecho Mercantil, UCM 2010/30*.

TUSQUETS, F. (1998). *La remuneración de los administradores de las sociedades mercantiles de capital*, Civitas, Madrid.

WORLD BANK/IFC (2013). «Why are minimum capital requirements a concern for enterprises?» en *Doing Business 2014. Understanding Regulation for Small and Medium Size Enterprises*, 14th ed., Washington, D.C.