



John Armour^(*), Henry Hansmann^(**)
y Reinier Kraakman^(***)

Los Elementos Esenciales del Derecho Corporativo ¿Qué es el Derecho Corporativo? ^(****)^(*****)

The Essential Elements of Corporate Law. What is Corporate Law?

Resumen: Este artículo es el primer capítulo de la segunda edición de *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, por Reinier Kraakman, John Armour, Paul Davies, Luca Enriques, Henry Hansmann, Gerard Hertig, Klaus Hopt, Hideki Kanda y Edward Rock (Oxford University Press, 2009). El libro como un todo provee un análisis funcional del Derecho Corporativo (o Societario) en Europa, Estados Unidos y Japón. Su organización refleja la estructura del Derecho Corporativo a lo largo de todas las jurisdicciones, mientras que los capítulos individuales exploran la diversidad de los enfoques de distintas jurisdicciones a los problemas comunes del Derecho Corporativo. En su segunda edición, el libro ha sido significativamente revisado y expandido.

Como capítulo introductorio del libro, este artículo describe las funciones y límites del Derecho Corporativo. Primero, detallamos la importancia económica de las características distintivas del Derecho Corporativo: personalidad jurídica, responsabilidad limitada, acciones transferibles, administración delegada y propiedad del inversionista. Identificamos los principales problemas de agencia que la forma corporativa enfrenta y

(*) Abogado por la Universidad de Oxford. Magíster en Derecho por la Universidad de Yale. Profesor de Derecho y Finanzas en la Universidad de Oxford y miembro del Instituto Europeo de Gobierno Corporativo. Actual miembro del Grupo Informal de Expertos en Derecho Societario de la Comisión Europea. Correo electrónico: john.armour@law.ox.ac.uk.

(**) Abogado por la Universidad de Brown. Doctor en Economía por la Universidad de Yale. Profesor de Derecho en la Universidad de Yale. Miembro de la Academia Americana de Artes y Ciencias. Correo electrónico: henry.hansmann@yale.edu.

(***) Licenciado en Historia y Ciencia por la Universidad de Harvard. Doctor en Sociología por la Universidad de Harvard. Juris Doctor en Derecho por la Universidad de Yale. Profesor de Derecho en la Universidad de Harvard. Fue Asistente Legal del Tribunal de Apelaciones de los Estados Unidos para el Segundo Circuito. Correo electrónico: kraakman@law.harvard.edu.

(****) Este artículo es el primer capítulo de Reinier Kraakman, John Armour, Paul Davies, Luca Enriques, Henry Hansmann, Gerard Hertig, Klaus Hopt, Hideki Kanda y Edward Rock, *The Anatomy of Corporate Law: A comparative and Functional Approach*, 2a ed. (Oxford University Press, 2009). La gestión de la autorización para la traducción del presente artículo estuvo a cargo de Eduard Saavedra Valdivia, su publicación se realiza por permiso del *Oxford University Press*, USA.

La traducción estuvo a cargo de Augusto Tomás Hostia Cardaña, estudiante de la Facultad de Derecho de la Pontificia Universidad Católica del Perú, asistente de docencia del curso de Contratos: Parte General y miembro extraordinario de la Asociación IUS ET VERITAS.

Se han agregado NT para esclarecer detalles de la traducción, las cuales son enteramente responsabilidad del traductor.

(*****) Nota del Editor: El presente artículo fue recibido el 10 de octubre de 2016 y aprobada su publicación el 11 de octubre del mismo año.

Los Elementos Esenciales del Derecho Corporativo

¿Qué es el Derecho Corporativo?

The Essential Elements of Corporate Law.

What is Corporate Law?

cómo el Derecho Corporativo debe responderlos: conflictos entre administradores y accionistas, entre accionistas controladores y minoritarios, entre los accionistas como grupo y otros grupos distintos que tienen intereses en la empresa como los acreedores y los empleados. Desde nuestro punto de vista, el Derecho Corporativo sirve en parte para adaptar el derecho de propiedad y de los contratos a la forma corporativa, y, en parte sustancial, para afrontar los problemas de agencia que están asociados con su forma. Consideramos luego el rol del Derecho en estructurar los asuntos corporativos para alcanzar estos objetivos: si, y en qué medida se necesitan formas estándar (por oposición, por una parte, a contratos privados y, por otra, a normas imperativas) y el papel de la competencia por regular. Si bien las características básicas del Derecho Corporativo están presentes en todos o casi todos los sistemas jurídicos, diferentes sistemas han tomado diferentes decisiones respecto a la forma y el contenido de muchos otros aspectos de sus leyes corporativas. Para ayudar en la explicación de estos, revisamos una serie de fuerzas que dan forma al desarrollo del Derecho Corporativo, incluyendo los patrones de propiedad de las acciones. Estas fuerzas operan de manera diferente en los distintos países, lo que implica que en algunos casos las diferencias complementarias en las leyes corporativas son funcionales. Sin embargo, otras diferencias de este tipo pueden explicarse mejor como respuesta a las preocupaciones puramente distributivas.

Palabras Clave: Derecho Corporativo - Derecho Societario - Acciones - Partnerships - Corporación - Propiedad

Abstract: This article is the first chapter of the second edition of "The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach", by Reinier Kraakman, John Armour, Paul Davies, Luca Enriques, Henry Hansmann, Gerard Hertig, Klaus Hopt, Hideki Kanda and Edward Rock (Oxford University Press, 2009). The book as a whole provides a functional analysis of Corporate (or Company) Law in Europe, the U.S., and Japan. Its organization reflects the structure of Corporate Law throughout all jurisdictions, while individual capitals explore the diversity of jurisdictional approaches to the common issues of Corporate Law. In its second edition, the book has been significantly revised and expanded.

As the book's introductory chapter, this article describes the functions and boundaries of Corporate Law. First, we detail the economic importance of the distinctive features of Corporate Law: legal personality, limited liability, transferable shares, delegated management and investor ownership. We then identify the main agency problems that the corporate form faces, and how, therefore, Corporate Law must address:

conflicts between managers and shareholders, between controlling and minority shareholders, and between shareholders as a class and non-shareholder constituencies of the firm such as creditors and employees. From our point of view, Corporate Law serves in part to accommodate contract and property law to the corporate form and, in substantial part, to deal with agency issues that are associated with its form. We then consider the role of law in structuring corporate affairs to achieve these goals: whether, and to what extent standard forms are needed -as opposed, on the one hand, to private contracts, and, on the other hand, to mandatory rules-, and the role of regulatory competition. Whilst the 'core' features of Corporate Law are present in all -or almost all- legal systems, different systems have made different choices regarding the form and content of many other aspects of their corporate laws. To assist in explaining these, we review a range of forces that shape the development of Corporate Law, including domestic share ownership patterns. These forces operate differently across countries, implying that in some cases, complementary differences in corporate laws are functional. However, other such differences may be better explained as a response to purely distributive concerns.

Keywords: Corporate Law - Company Law - Shares - Partnerships - Corporation - Property

1. Introducción

¿Cuál es la estructura común del Derecho de las corporaciones empresariales o, como se le denomina en alguna jurisdicciones, Derecho Societario, a lo largo de las diferentes jurisdicciones? Aunque es una pregunta que raramente se hacen los estudiosos del Derecho Corporativo, esta tiene una importancia crítica para la investigación comparativa del Derecho Corporativo. Estudios recientes usualmente enfatizan la divergencia entre las corporaciones europeas, americanas y japonesas en relación al



John Armour, Henry Hansmann y Reinier Kraakman

gobierno corporativo, la titularidad de acciones, el mercado de capitales y la cultura empresarial⁽¹⁾. Sin embargo, a pesar de las diferencias reales a lo largo de las jurisdicciones respecto a estas dimensiones, la uniformidad que subyace a la forma corporativa es al menos impresionante. Las corporaciones empresariales tienen un conjunto de características jurídicas fundamentalmente similares (así como afrontan un conjunto de problemas jurídicos fundamentalmente similares) en todas las jurisdicciones.

Considérese en este punto las características jurídicas básicas de las corporaciones empresariales. Para anticipar la discusión que sigue, son cinco características, la mayoría de las cuales serían fácilmente reconocibles para cualquiera que este familiarizado con los asuntos de negocios. Estas son: la personalidad jurídica, la responsabilidad limitada, las acciones transferibles, la administración delegada bajo una estructura de Directorio, y la propiedad del inversionista. Estas características responden (en las formas que exploraremos) a las exigencias económicas de la gran empresa moderna. Así, el Derecho Corporativo en todas partes debe, por necesidad, proveer para ella. Sin duda, hay otros tipos de empresas de negocios que carecen de uno o más de estas características. Pero el hecho notable (y el que queremos resaltar) es que, en las economías de mercado, casi todas las empresas comerciales a gran escala adoptan una forma jurídica que posea todas estas cinco características básicas. En realidad, también la mayoría de las pequeñas empresas de propiedad conjunta adoptan esta forma corporativa, aunque a veces con desviaciones de una o más de las cinco características básicas para satisfacer sus necesidades especiales.

Resulta que la principal función del Derecho Corporativo es el proveer a las empresas de negocios una forma jurídica que posea estos atributos centrales. Al hacer esta forma ampliamente disponible y fácil de manejar, el Derecho Corporativo permite a los empresarios realizar transacciones fácilmente a través de la entidad corporativa y, por tanto,

se reducen los costos de realización de los negocios. Por supuesto, el número de disposiciones que el típico estatuto legal corporativo⁽²⁾ dedica a definir a la forma corporativa suele usualmente ser una pequeña parte del estatuto completo. Sin embargo, estas son disposiciones que comprometen el núcleo jurídico del Derecho Corporativo y que es compartido por todas las jurisdicciones. En este capítulo, exploraremos brevemente las eficiencias contractuales (algunas familiares, otras no) que conllevan estas cinco características de la forma corporativa y que, nosotros creemos, han ayudado a impulsar su difusión mundial.

Sin embargo, así como con el Derecho Corporativo en sí mismo, nuestro enfoque en este libro no está en establecer la forma corporativa per se. Más bien, nuestro enfoque está en una segunda pero igual de importante función del Derecho Corporativo: La reducción de los costos de puesta en marcha de la organización de negocios a través de la forma corporativa. El Derecho Corporativo logra esto facilitando la coordinación entre los participantes en la empresa corporativa, así como reduciendo el alcance de las formas de oportunismo que reducen el valor entre los diferentes grupos. En efecto, buena parte del Derecho Corporativo puede ser entendido como una respuesta a tres principales fuentes de oportunismo: los conflictos entre administradores y accionistas; los conflictos entre accionistas; y los conflictos entre los accionistas y otros grupos de la corporación, incluyendo acreedores y trabajadores. Todos estos tres conflictos genéricos pueden ser

(1) Véase, por ejemplo, Ronal J. Gilson y Mark J. Roe, "Understanding the Japanese Keiretse: Overlaps between Corporation Governance and Industrial Organization", *Yale Law Journal* 102 (1993): 871; Bernard S. Black y John C. Coffe, "Hail Britannia? Institutional Investor Behavior under limited regulation", *Michigan Law Review* 92 (1994): 1997; *Comparative Corporate Governance: Essays and Materials*, (eds.) Klaus J. Hopt y Eddy Wymeersch (1997); y Mark J. Roe, *Political Determinants of Corporate Governance* (2003).

(2) Hemos usado el término *estatuto corporativo* para referirnos a la ley general que norma a las corporaciones, y no al estatuto individual de la corporación (o el *acta de Constitución*, como es también llamado ese documento).

Los Elementos Esenciales del Derecho Corporativo

¿Qué es el Derecho Corporativo?

The Essential Elements of Corporate Law.

What is Corporate Law?

usualmente caracterizados por lo que los economistas denominan problemas de agencia. En consecuencia, el capítulo 2 examina estos tres problemas de agencia, de forma general y a medida que aparecen en el contexto corporativo, así como la gama de estrategias legales que se pueden emplear para mejorar esos problemas.

El lector podrá quizás objetar que estos conflictos de agencia no son únicamente corporativos. Después de todo, cualquier forma de empresa de propiedad conjunta debe esperar tener conflictos entre sus propietarios, administradores, y terceros contratantes. Estamos de acuerdo en ello. En la medida en que la corporación es solo una de varias formas legales para las empresas de propiedad conjunta, enfrenta los mismos problemas genéricos de agencia que confrontan todas estas empresas. Sin embargo, las características de esta en particular forma importan mucho, toda vez que es la forma escogida por la mayoría de las grandes empresas y, como una cuestión práctica, la única forma que las empresas con una propiedad muy dispersa pueden elegir en muchas jurisdicciones⁽³⁾. Más aun, las características únicas de esta determinan los contornos de sus problemas de agencia. Tómese un ejemplo obvio, el hecho de que los accionistas gocen de responsabilidad limitada, mientras que, por ejemplo, un socio gestor en una *partnership*^(NT1) no lo hace, pues ha hecho que la protección de los acreedores sea mucho más importante en el Derecho Corporativo que en el derecho de las *partnerships*. De forma similar, el hecho de que los inversionistas corporativos puedan comercializar sus acciones es la base del mercado de valores anónimo, una institución que ha alentado la separación de propiedad y control, así como ha agudizado el problema de agencia entre administrador y accionista.

En este libro, exploramos el rol del Derecho Corporativo en la reducción de los problemas de agencia y convirtiendo por tanto

a la forma corporativa en practicable, en las más importantes categorías de las acciones y decisiones corporativas. Más particularmente, los capítulos 3 al 9 abordan siete categorías de transacciones y decisiones que involucran a la corporación, sus propietarios, sus administradores, y las otras partes con las que trata. Por ejemplo, los capítulos 3 y 4 abordan mecanismos de gobernanza que operan sobre las decisiones ordinarias del negocio de la empresa, mientras que el capítulo 5 se refiere a los controles que operan en las transacciones de la corporación con sus acreedores. Sin embargo, si bien similares problemas de agencia surgen en similares contextos en todas las formas de empresa de propiedad conjunta, la respuesta del Derecho Corporativo se debe en parte a las características jurídicas únicas que caracterizan a la forma corporativa.

En conjunto, los últimos siete capítulos de nuestro libro cubren casi todos los problemas importantes en el Derecho Corporativo. En cada capítulo, describimos cómo los problemas básicos de agencia de la forma corporativa se manifiestan en la respectiva categoría de actividad corporativa, y luego exploramos la gama de respuestas legales alternativas que están disponibles. Ilustramos estos enfoques alternativos con ejemplos del Derecho Corporativo de varias jurisdicciones prominentes. Exploramos los patrones de homogeneidad y heterogeneidad que aparecen. Donde hay diferencias significativas entre las jurisdicciones, tratamos de abordar

(3) Solo la forma corporativa está disponible en muchas jurisdicciones para las empresas que quieren acceder al mercado de capitales para adquirir *financiamiento de capital*. Algunas jurisdicciones, sin embargo, permiten que el capital de las entidades no corporativas también se negocie en los mercados públicos; por ejemplo, en los Estados Unidos, los valores de renta variable de las denominadas *master limited partnership* y las compañías de responsabilidad limitada [*limited liability companies*] pueden registrarse para negociar en el mercado de valores.

(NT1) Una *partnership* es una asociación de personas que se unen en calidad de socios para llevar a cabo negocios. En razón de ella, los socios comparten las ganancias y responsabilidad generada por la actividad de la empresa que llevan a cabo. Hemos optado por mantener el término en su idioma, a fin de no generar confusiones con la "Asociación", tipo social de persona jurídica sin fines de lucro regulada en el *Civil Law*.



John Armour, Henry Hansmann y Reinier Kraakman

tanto las fuentes como las consecuencias de estas diferencias. Nuestros ejemplos provienen principalmente de un grupo de jurisdicciones representativas importantes, incluyendo Francia, Alemania, Italia, Japón, Reino Unido y Estados Unidos, aunque también hacemos referencia a las leyes de otras jurisdicciones para hacer puntos especiales⁽⁴⁾.

Al enfatizar un enfoque fuertemente funcional de las cuestiones de Derecho Comparado, este libro difiere de algunos de los más tradicionales estudios de Derecho Comparado, tanto en el ámbito del Derecho Corporativo como en otros puntos⁽⁵⁾. Nos sumamos a una tendencia emergente en la escuela de Derecho Comparado, tratando de dar una visión altamente integrada del rol y estructura del Derecho Corporativo, que proporcione un marco claro dentro del cual organizar una comprensión de los sistemas individuales, tanto solos como en comparación entre sí⁽⁶⁾. Por otra parte, mientras que la escuela de Derecho Comparado a menudo tiene una tendencia a enfatizar las diferencias entre las jurisdicciones, nuestro enfoque está en centrarse en las similitudes. Hacerlo, creemos, ilumina una común estructura subyacente que trasciende las fronteras nacionales. Asimismo, proporciona una perspectiva importante sobre la base potencial para la integración internacional del Derecho Corporativo que es probable que tenga lugar con la actividad económica que seguirá teniendo un alcance más global en las próximas décadas.

Somos conscientes de que el término funcional, que hemos utilizado aquí y en nuestro título, significa cosas distintas para diferentes personas, y que algunos de los usos que se ha dado a ese término en el pasado, particularmente en el campo de la Sociología, han hecho del término sospechoso justificadamente. Tal vez sería más exacto denominar a nuestro enfoque como

económico en lugar de funcional, aunque el uso a veces tendencioso de la argumentación económica en la literatura jurídica para apoyar posiciones políticas particulares (generalmente de *laissez-faire*), así como la tendencia en el análisis económico a descuidar las motivaciones no pecuniarias o a asumir un irreal grado de racionalidad en la acción humana, también han hecho que muchos estudiosos, en especial fuera de los Estados Unidos, sean tan cautelosos con el análisis económico como lo son con el análisis funcional. Sin embargo, para los propósitos en cuestión, no es necesario comprometerse en los puntos finos de la metodología de las ciencias sociales. Simplemente, debemos observar que las exigencias de la actividad y la organización comercial presentan problemas prácticos que tienen una similitud aproximada en las economías de mercado desarrolladas en todo el mundo. Nuestro análisis es funcional en el sentido de que organizamos discusiones sobre las formas en que las leyes corporativas responden a estos problemas así como las diversas fuerzas que han llevado a diferentes jurisdicciones a elegir soluciones aproximadamente semejantes, aunque no siempre idénticas.

Esto no quiere decir que nuestro objetivo sea solo explorar la similitud del Derecho Corporativo en todas las jurisdicciones. De igual importancia, queremos ofrecer un lenguaje común y un marco analítico general con el cual entender los propósitos que pueden

(4) Nos enfocamos en las economías desarrolladas más que aquellas que están en desarrollo porque donde instituciones jurídicas fundamentales, como tribunales que cumplen su función y la protección de los derechos de propiedad están ausentes o comprometidas, la forma en que el Derecho Corporativo responde a problemas específicos es menos probable que haga una diferencia real para la economía real. Una discusión de las maneras en que estas instituciones pueden ser engendradas, o replicadas de formas extra legales, está más allá del alcance de nuestra investigación.

(5) *Confer* Arthur R. Pinto y Gustavo Visentini (eds.), *The Legal Basis Of Corporate Governance In Publicly Held Corporations, A Comparative Approach* (1998).

(6) Otros ejemplos de esta tendencia se incluyen en Dennis C. Mueller y B. Burcin Yurtoglu, "Country Legal Environments and Corporate Investment Performance", *German Economic Review* 1 (2000): 187; Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer y Robert W. Vishny, "Law and Finance", *Journal Of Political Economy* 106 (1998): 1113; Henry Hansmann y Ugo Mattei, "The Functions of Trust Law: A Comparative Legal and Economic Analysis", *New York University Law Review* 73 (1998): 434; Curtis Milhaupt y Katharina Pistor, *Law And Capitalism* (2008); Konrad Zweigert y Hein Kötz, *Introduction To Comparative Law*, 3ª ed., traducido por Tony Weir (1998); Ugo Mattei, *Comparative Law And Economics* (1997).

Los Elementos Esenciales del Derecho Corporativo

¿Qué es el Derecho Corporativo?

The Essential Elements of Corporate Law.

What is Corporate Law?

ser dados por el Derecho Corporativo y con los que comparar y evaluar la eficacia de los diferentes regímenes legales en el cumplimiento de esos propósitos⁽⁷⁾. De hecho, esperamos que el análisis ofrecido en este libro sea de utilidad no solo para los estudiantes de Derecho Comparado, sino también para aquellos que simplemente desean tener un marco más sólido dentro del cual ver el Derecho Corporativo de su propio país.

Del mismo modo, no tomamos ninguna posición firme aquí en el actual debate sobre la medida en que el Derecho Corporativo es o debería converger, y mucho menos sobre en lo que podría converger⁽⁸⁾. Ese es un tema en el que mentes razonables pueden diferir. De hecho, es un tema en el que las mentes razonables que han escrito este libro a veces difieren⁽⁹⁾. Más bien, estamos tratando de establecer un marco conceptual y una base fáctica con la cual esa y otras cuestiones importantes que enfrenta el Derecho Corporativo puedan ser fructíferamente exploradas.

2. ¿Qué es una Corporación?

Como se señaló anteriormente, las cinco características estructurales principales de la corporación empresarial son: (i) personalidad jurídica, (ii) responsabilidad limitada, (iii) acciones transferibles, (iv) administración centralizada bajo la estructura de un directorio; y, (v) la propiedad compartida por

los aportantes del capital. En prácticamente todas las jurisdicciones de importancia económica, existe un estatuto legal básico que prevé la formación de empresas con todas estas características. Como sugiere este patrón, estas características tienen cualidades muy complementarias para muchas empresas. Juntos, hacen que la corporación sea única y atractiva para organizar la actividad productiva. Pero estas características también generan tensiones y compensaciones que otorgan un carácter distintivamente corporativo a los problemas de agencia que el Derecho Corporativo debe abordar.

2.1. Personalidad Jurídica

En la literatura económica, una empresa se caracteriza a menudo como un nexo *de* contratos. Como se utiliza comúnmente, esta descripción es ambigua. A menudo, se invoca simplemente para enfatizar que la mayoría de las relaciones importantes dentro de una empresa (incluyendo, en particular, la que hay entre los propietarios, administradores y empleados de la empresa) son esencialmente de carácter contractual y, por tanto, basadas en

- (7) En términos muy generales, nuestro enfoque hace eco de lo tomado por Dean Robert Clark en su importante tratado, *Corporate Law* (1986), y lo realizado por Frank Easterbrook y Daniel Fischel, en su discusión sobre el derecho estadounidense, *The Economic Structure Of Corporate Law* (1991). Sin embargo, nuestro análisis difiere de ellos, y va más allá de lo que ofrecen estos y otros comentaristas en varios aspectos claves. En primer lugar, y lo más obvio, presentamos un análisis comparativo que aborda el Derecho Corporativo de múltiples jurisdicciones. En segundo lugar, ofrecemos un resumen funcional integrado que hace hincapié en los problemas de agencia en el núcleo del derecho corporativo, en lugar de centrarse en instituciones y soluciones jurídicas más particulares. Por último, ofrecemos un relato más amplio que el dado por otros comentaristas respecto de las funciones de las características centrales de la forma corporativa, como la responsabilidad limitada y la estructura de gobierno de directorio. Nuestro análisis, además, está informado no sólo por una perspectiva comparativa entre jurisdicciones, sino también, ocasionalmente, por una perspectiva comparativa entre las formas jurídicas de las empresas.
- (8) *Cónfer* Lucian A. Bebchuk y Mark J. Roe, "A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance", *Stanford Law Review* 52 (1999): 127; William M. Bratton y Joseph A. McCahery, "Comparative Corporate Governance and the Theory of the Firm: The Case Against Global Cross Reference", *Columbia Journal Of Transnational Law* 38 (1999): 213; John C. Coffee, "The Future as History: The Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and its Significance", *Northwestern University Law Review* 93 (1999): 641; Ronald J. Gilson, "Globalizing Corporate Governance: Convergence of Form or Function", *American Journal Of Comparative Law* 49 (2001): 329; Amir N. Licht, "The Mother of All Path Dependencies: Toward a Cross-Cultural Theory of Corporate Governance Systems", *Delaware Journal Of Corporate Law* 26 (2001): 147; Mathias M. Siems, *Convergence In Shareholder Law* (2007).
- (9) Las opiniones de los autores de este capítulo se exponen brevemente en Henry Hansmann y Reinier Kraakman, "The End of History for Corporate Law", *Georgetown Law Journal* 89 (2001): 439 y John Armour y Jeffrey N. Gordon, *The Berle-Means Corporation in the Twenty-First Century*, Working Paper (2008), en <http://www.law.upenn.edu>.



John Armour, Henry Hansmann y Reinier Kraakman

el consentimiento, en vez de involucrar alguna forma autoridad de mando y control fuera del contrato. Esta es una idea importante, pero no distingue a las empresas de otras redes de relaciones contractuales. Quizás sea más exacto describir a una empresa como un nexo *para* contratos, en el sentido de que una empresa sirve, fundamentalmente, como contraparte común en numerosos contratos con proveedores, empleados y clientes, coordinando las acciones de estas múltiples personas a través de ejercicio de sus derechos contractuales⁽¹⁰⁾. La primera y más importante contribución del Derecho Corporativo, al igual que otras formas de derecho organizativo, es permitir que una empresa desempeñe esta función al permitirle que funcione como una única parte contratante, la cual es distinta de las diversas personas que son propietarias o administradoras de ella. Al hacerlo, se mejora la capacidad de estas personas para comprometerse en proyectos conjuntos.

El elemento central de la empresa como nexo para los contratos es lo que el Derecho Civil designa como patrimonio separado. Esto implica la demarcación de un conjunto de activos distintos de otros activos que los dueños de la empresa (los accionistas)⁽¹¹⁾ poseen, individual o conjuntamente, y de la cual la empresa en sí misma, actuando a través de sus directores designados, es considerada en la ley como la dueña. Los derechos de propiedad de la empresa sobre sus activos designados incluyen los derechos de usar los activos, venderlos y, de particular importancia, de ponerlos a disposición de sus acreedores. Por el contrario, debido a que estos activos son concebidos como pertenecientes a la

empresa, en lugar de los dueños de la empresa, no están disponibles para su embargo por los acreedores personales de estas personas. La función central de este patrimonio separado se ha denominado blindaje de entidad, para enfatizar que implica blindar los activos de la entidad (la corporación) de los acreedores de los propietarios de la entidad⁽¹²⁾.

Cuando se trata de corporaciones, el blindaje de la entidad involucra dos reglas de derecho relativamente distintas. La primera es una regla de prioridad que otorga a los acreedores de la empresa, como garantía de las deudas de esta, un derecho sobre los activos de la empresa que es prioritario a los derechos de los acreedores personales de los propietarios de la empresa. Esta regla es compartida por todas las formas jurídicas modernas para la organización empresarial, incluyendo a las *partnerships*⁽¹³⁾. La consecuencia de esta regla de prioridad es que los activos de una empresa se ponen a disposición automáticamente, como regla supletoria de derecho⁽¹⁴⁾, para la ejecución de obligaciones contractuales contraídas en nombre de la empresa⁽¹⁵⁾. Al vincular así los compromisos contractuales de la empresa, la norma hace fiables estos compromisos.

(10) La caracterización de una empresa como *nexo de contratos* se origina en Michael Jensen y William Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal Of Financial Economics* 3 (1976): 305, construida en Armen Alchian y Harold Demsetz, "Production, Information Costs, and Economic Organization", *American Economic Review* 62 (1972): 777.

(11) Usamos el término "propietarios" simplemente para referirnos al grupo que tiene el derecho a controlar los activos de la empresa.

(12) El término *blindaje de la entidad* se deriva de Henry Hansmann, Reinier Kraakman y Richard Squire, "Law and the Rise of the Firm", *Harvard Law Review* 119 (2006): 1333. El blindaje de entidad al derecho organizacional es explorado en Henry Hansmann y Reinier Kraakman, "The Essential Role of Organizational Law", *Yale Law Journal* 110 (2000): 387, donde el atributo fue etiquetado como *separación afirmativa de activos*.

(13) Mientras que incluso las *partnerships* no registradas en el *Common Law* están sujetas a esta regla de prioridad, el *Civil Law* reconoce una clase de "*partnerships*" no registradas que carecen de esta regla de prioridad. En efecto, tales *partnerships* son solo formas especiales para la copropiedad de activos en lugar de entidades distintas con fines de contratación.

(14) Sobre reglas supletorias, véase Sección 4.1.

(15) El efecto es lo mismo que si los propietarios de la empresa hubieran celebrado un contrato conjunto y concedido garantías de no utilización de ciertos activos personales a la contraparte, en lugar de transferir activos al patrimonio corporativo, y luego hacer que la empresa celebre el contrato.

Los Elementos Esenciales del Derecho Corporativo

¿Qué es el Derecho Corporativo?

The Essential Elements of Corporate Law.

What is Corporate Law?

El segundo componente del blindaje de la entidad, una regla de protección de la liquidación, establece que los propietarios individuales de la corporación (los accionistas) no pueden retirar a voluntad su parte de los activos de la empresa, forzando así la liquidación parcial o total de esta; así como los acreedores personales de un propietario individual no pueden excluir la parte del propietario de los activos de la empresa (Hansmann y Kraakman 2000). Esta norma de protección de la liquidación sirve para proteger el valor de la empresa frente a la destrucción de los accionistas individuales o de sus acreedores⁽¹⁶⁾. A diferencia de la regla de prioridad que acabamos de mencionar, esta no se encuentra en otras formas legales estándar para la organización empresarial, como la *partnership*⁽¹⁷⁾. Por lo tanto, las entidades jurídicas, como la corporación empresarial, que se caracterizan por estas dos reglas (la prioridad para los acreedores empresariales y la protección de la liquidación) pueden ser pensadas como si tuvieran una forma fuerte de blindaje a la entidad, en contraposición a la forma débil de blindaje que se encuentra en las *partnerships*, las cuales se caracterizan solo por la regla de prioridad y no por la de protección de la liquidación.

Para que una empresa funcione eficazmente como parte contratante, también se necesitan otros dos tipos de reglas. En primer lugar, debe haber normas que especifiquen a terceros las personas que tienen autoridad para comprar y vender activos en nombre de la empresa y para celebrar contratos que vinculen a estos activos (Armour y Whincop 2007). Si bien los participantes en una empresa son libres de especificar la delegación de autoridad por contrato entre ellos, se necesitan reglas de fondo (más allá de dicho acuerdo contractual) para tratar situaciones en las que los agentes de la empresa inducen a terceros a confiar en la mera apariencia de su autoridad. Dichas reglas difieren según la forma organizativa. Las reglas particulares de autoridad que caracterizan a la corporación se tratan a continuación como una característica central

separada, la administración delegada. Estas proporcionan que un consejo de directores, en contraposición a los propietarios individuales, tenga poder para obligar a la empresa en un contrato⁽¹⁸⁾.

En segundo lugar, debe haber normas que especifiquen los procedimientos mediante los cuales tanto la empresa como sus contrapartes pueden entablar juicios sobre los contratos celebrados por la empresa. Las corporaciones están sujetas a reglas que hacen que tales demandas sean fáciles de traer como un asunto procedimental. En particular, estas eliminan la necesidad de nombrar o notificar a los propietarios individuales de la empresa, procedimientos que caracterizan las reglas de demanda que, por ejemplo, caracterizaron a la *partnership* angloamericana hasta finales del siglo XIX.

Los resultados obtenidos por cada uno de estos tres tipos de reglas (el blindaje de la entidad, la autoridad y el procedimiento) requieren que los dogmas jurídicos específicos sean efectivos, en el sentido de que, sin tales dogmas, no podrían ser reproducidos simplemente mediante contratos entre los propietarios de una empresa y sus proveedores y clientes. La doctrina del blindaje de las entidades es necesaria para crear expectativas comunes entre una empresa y sus diversos acreedores presentes y potenciales sobre el efecto que un contrato entre una empresa y uno de sus acreedores tendrá sobre la seguridad para los demás acreedores de la empresa⁽¹⁹⁾ (Hansmann

(16) Edward B. Rock y Michael L. Wachter, "Waiting for the Omelet to Set: Match-Specific Assets and Minority Oppression in Close Corporations", *Journal Of Corporation Law* 24 (1999): 913, 918-20. Margaret M. Blair, "Locking in Capital: What Corporate Law Achieved for Business Organizers in the Nineteenth Century", *UCLA Law Review* 51 (2003): 387, 441-9.

(17) Sin embargo, es posible en muchas jurisdicciones realizar la protección de la liquidación por acuerdo entre los propietarios de una sociedad.

(18) Reglas asociadas, como la doctrina de *ultra vires*, también pueden prescribir límites en cuanto a la medida en que el directorio puede obligar a la compañía en un contrato.

(19) Para establecer la prioridad de los acreedores empresariales por contrato, los propietarios de una empresa tendrían que contratar con sus acreedores comerciales para incluir provisiones de subordinación, con respecto a los activos empresariales,



John Armour, Henry Hansmann y Reinier Kraakman

y Kraakman 2000). Las reglas que rigen la asignación de autoridad son necesarias para establecer expectativas comunes en cuanto a quién tiene autoridad para transferir derechos relativos a los activos corporativos antes de firmar un contrato para su transferencia (Armour y Whincop 2007)⁽²⁰⁾. Y los procedimientos para demandas deben ser especificados por el Estado, cuya autoridad como tercero es invocado mediante esos procedimientos. Esta necesidad de reglas especiales de derecho distingue estos tres tipos de reglas de los otros elementos básicos de la forma corporativa discutidos aquí, que en teoría podrían ser elaborados por contrato aunque la ley no prevea una forma estándar de organización empresarial que las encarne (Hansmann y Kraakman 2000).

El concepto de personalidad jurídica separada de la corporación, tal como se entiende en la literatura jurídica, constituye en nuestros términos una fórmula heurística conveniente para describir formas organizativas que gozan del beneficio de cada uno de los tres tipos de normas fundamentales anteriores. Partiendo de la premisa de que la empresa es en sí misma una persona a los ojos de la ley, es fácil deducir que debe ser capaz de celebrar contratos y poseer su propia propiedad; siendo capaz de delegar autoridad a sus agentes; y siendo capaz de demandar y ser demandado en su nombre. Por conveniencia expositiva, usamos el término personalidad jurídica para referirnos a formas organizacionales, como la corporación, que comparten estos tres atributos. Sin embargo, debemos dejar claro que la personalidad jurídica en el sentido usado por los abogados no es en sí misma un atributo que sea una condición previa necesaria para la existencia de

ningún, o incluso de todas, estas reglas⁽²¹⁾, sino simplemente una etiqueta práctica para un paquete que convenientemente las agrupa. Por otra parte, aunque es común en la literatura jurídica extender la deducción silogística de la premisa de personalidad jurídica a la existencia de características más allá de los tres rasgos fundamentales que hemos descrito en esta sección, no vemos ninguna razón funcional que lo obligue.

2.2. Responsabilidad limitada

La forma corporativa efectivamente impone una cláusula supletoria en contratos entre la corporación y sus acreedores por la cual los acreedores están limitados a realizar sus reclamos contra los activos que se encuentra a nombre de (de propiedad de) la corporación, y reconocer que no tienen derecho alguno contra los activos de los accionistas de la corporación que estos poseen a su nombre. Esta regla de responsabilidad limitada no ha sido históricamente siempre asociada a la forma corporativa. Algunas jurisdicciones corporativas importantes han hecho mucho tiempo a la responsabilidad ilimitada de los accionistas la regla que rige⁽²²⁾. Sin embargo, hoy la responsabilidad limitada se ha convertido casi en una característica universal de la forma corporativa. Esta evolución indica

en todos los contratos entre propietarios individuales y acreedores individuales. No sólo tales disposiciones serían pesadas de redactar y costosas de controlar, sino que estarían sujetas a un alto riesgo moral: un propietario individual podría violar su promesa de subordinar impunemente las reclamaciones de sus acreedores personales sobre los bienes de la empresa, ya que esta promesa sería inaplicable contra los acreedores personales que no eran parte en el trato.

- (20) Dejar que las cuestiones de autoridad se determinen simplemente mediante un acuerdo entre los propietarios de la empresa haría costoso para las partes que deseen tratar con la empresa descubrir si la autoridad se ha concedido en concreto con cualquier transacción en particular. Por lo tanto, las normas de la autoridad deben compensar los costos de *diligencia debida* de las partes contratantes contra la preservación de la flexibilidad para que los propietarios puedan personalizar sus asignaciones de fondos.
- (21) Por lo tanto, una *partnership* en el *Common Law*, que comúnmente se dice por los abogados que carece de personalidad jurídica, puede en virtud del derecho inglés disfrutar de cada una de las tres características fundamentales descritas en esta sección: véase §§ 31, 33, 39 *Partnership Act* 1890 (UK); Armour y Whincop, *supra* nota 19, en 460-1; *Burnes v. Pennell* (1849) 2 *HL Cas* 497, 521; 9 *ER* 1181, 1191; *PD* 7, parágrafo 5A *Civil Procedure Rules* (UK).
- (22) La responsabilidad limitada no se convirtió en una característica estándar de la legislación inglesa de las compañías de acciones sin constituirse [*join stock companies*] hasta mediados del siglo XIX, mientras que en el estado norteamericano de California, los accionistas soportaron la responsabilidad personal ilimitada respecto de las obligaciones de la empresa hasta

Los Elementos Esenciales del Derecho Corporativo

¿Qué es el Derecho Corporativo?

The Essential Elements of Corporate Law.

What is Corporate Law?

claramente el valor de la responsabilidad limitada como una herramienta contractual y un mecanismo de financiamiento.

La responsabilidad limitada es una forma (fuerte) de blindaje al propietario que es efectivamente la inversa del blindaje de la entidad descrito anteriormente como un componente de la personalidad jurídica (Hansmann y Kraakman 2000)⁽²³⁾. El blindaje de la entidad protege los activos de la corporación de los acreedores de los propietarios de la empresa. Juntos, ambos establecen un régimen de partición de activos por el cual los activos del negocio sirven de garantía de los acreedores del negocio, mientras que los activos de los propietarios del negocio están reservados para los acreedores personales de los propietarios (por acreedores nos referimos aquí, ampliamente, a todas las personas que tienen un derecho contractual sobre la empresa, incluyendo empleados, proveedores y clientes). Esta partición puede incrementar el valor de ambos tipos de activos como garantía de las respectivas deudas. Los acreedores de la empresa comúnmente tiene más probablemente una ventaja comparativa en capacidad para evaluar y monitorear el valor de los activos de la empresa, mientras que es más probable que los acreedores personales de los propietarios no tengan una ventaja comparativa para evaluar y monitorear el valor de los activos personales de los individuos. Como consecuencia, la partición de activos de tipo corporativo puede reducir el costo total de capital para la empresa y sus propietarios.

Un aspecto relacionado con la partición de activos es que este permite a la empresa aislar diferentes líneas de negocio con el fin de obtener de crédito. Mediante la incorporación por separado, a través de subsidiarias o distintas líneas de negocio, los activos asociados con cada negocio pueden convenientemente ser dados en garantía solo a los acreedores que negocian con esa dicha línea de negocio⁽²⁴⁾. Estos

acreedores se encuentran comúnmente bien posicionados para evaluar y hacer seguimiento del valor de estos activos, pero puede que tengan poca habilidad para monitorear otros negocios de la empresa.

En virtud de la partición de activos (blindaje de la entidad y responsabilidad limitada), la formación de corporaciones y subsidiarias puede ser usada como una forma de distribución de riesgos de las transacciones con los acreedores de la empresa, en situaciones en las cuales estos últimos se encuentran en una mejor posición para identificar o asumir esos riesgos en relación a los activos protegidos por la forma corporativa. Así, el uso de la forma corporativa puede asistir en el incremento del financiamiento de la deuda incluso en situaciones donde no es necesario aumentar el capital accionario, así como en el caso de una empresa matriz que es dueña total de una subsidiaria (Posner 1976) (Hansmann y Kraakman 1991).

La partición de activos también permite flexibilidad en la asignación de riesgos y ganancia entre los accionistas y obligacionistas, simplifica en gran medida la administración tanto del negocio como la quiebra individual, y (mediante el aislamiento del valor de la empresa de los asuntos financieros personales de los propietarios de la empresa) facilita la comercialización de las acciones de la empresa, la cual es la tercera característica de la forma corporativa⁽²⁵⁾.

1931. Véase Paul L. Davies, *Gower And Davies' Principles Of Modern Company Law*, 6ª ed. (1997), 40-6; Phillip Blumberg, "Limited Liability and Corporate Groups", *Journal Of Corporate Law* 11 (1986): 573.

(23) Tenga en cuenta que el blindaje del propietario establecido por una regla de responsabilidad limitada es menos fundamental que el blindaje de la entidad, en el sentido de que puede lograrse por contrato, sin ley.

(24) Por el contrario, la partición de activos también puede utilizarse para reducir la transparencia en cuanto a la ubicación de los activos. Esta preocupación subyace en una parte importante de las reglas del Derecho Corporativo orientadas a los acreedores: véase *infra* 5.2.1.3.

(25) Si bien el blindaje de la entidad de forma fuerte parece esencial para la libre negociabilidad de las acciones (véase Hansmann y Kraakman 2000), la responsabilidad limitada no: siempre y cuando la responsabilidad de los accionistas respecto de las deudas de una empresa sea proporcional a la libre circulación de acciones, la libre negociabilidad de las acciones es factible con una responsabilidad personal ilimitada de los accionistas por deudas corporativas (véase Hansmann y Kraakman 1991).



John Armour, Henry Hansmann y Reinier Kraakman

Finalmente, la partición de activos y la responsabilidad limitada en particular juegan una función importante (pero más fina y usualmente menos remarcada) en facilitar la administración delegada, la cual es la cuarta de las características esenciales de la forma corporativa. En efecto, mediante el traslado del riesgo del negocio de los accionistas a los acreedores, la responsabilidad limitada consigue que los acreedores monitoreen a los administradores de la empresa, una tarea a la cual ellos pueden estar en mejor posición de realizar que los accionistas en una empresa con un accionariado disperso⁽²⁶⁾.

Debemos enfatizar que cuando nos referimos a responsabilidad limitada, nos referimos específicamente a la responsabilidad contractual limitada (que es, responsabilidad limitada respecto a acreedores que tienen reclamos contractuales contra la corporación). Las razones de la conveniencia de la responsabilidad contractual limitada, generalmente, no se extienden a la responsabilidad limitada en el ámbito extracontractual (esto es, respecto aquellas personas que no pueden ajustar las condiciones en las que se otorgan créditos a la corporación, tales como terceros que han sufrido lesiones como consecuencia del comportamiento negligente de la corporación⁽²⁷⁾). La responsabilidad limitada para estas personas es discutiblemente una característica necesaria de la forma corporativa, y quizás ni siquiera es una socialmente valiosa, como discutiremos a lo largo del Capítulo 5.

2.3. Acciones transferibles

Las acciones totalmente transferibles en propiedad son otra característica básica de la corporación empresarial que la distingue de la *partnership* y varias otras entidades jurídicas estándar. La transferibilidad permite a la empresa realizar negocios ininterrumpidamente a medida que cambia la identidad de sus propietarios, evitando así las complicaciones de la retirada de miembros que son comunes entre, por ejemplo, las *partnerships*, las cooperativas y las mutuales (Hansmann 1996). Esto a su vez aumenta la liquidez de los intereses de los accionistas y facilita a estos la construcción y el mantenimiento de las carteras de inversión diversificadas.

Las acciones totalmente transferibles no significan necesariamente acciones libremente negociables. Incluso si las acciones son transferibles, pueden no ser negociables sin restricciones en los mercados públicos, sino más bien solo transferibles entre grupos limitados de individuos o con la aprobación de los actuales accionistas o de la corporación. La libre negociabilidad maximiza la liquidez de las participaciones y la capacidad de los accionistas para diversificar sus inversiones. También le da a la empresa máxima flexibilidad en la obtención de capital. Por estas razones, todas las jurisdicciones proveen libre negociabilidad para al menos una clase de corporación. Sin embargo, la libre negociabilidad también puede dificultar el mantenimiento de acuerdos negociados para compartir el control y participar en la gestión. En consecuencia, todas las jurisdicciones también proporcionan mecanismos para restringir la transferibilidad. A veces esto se hace por medio de un estatuto legal separado, mientras que otras jurisdicciones simplemente estipulan restricciones sobre la transferibilidad como opción bajo un estatuto general de la corporación.

Como una cuestión de terminología, nos referiremos a las corporaciones con acciones libremente negociables como corporaciones “abiertas” o “públicas”, y usaremos de manera correspondiente el término corporación “privada” para referirnos a corporaciones que tienen restricciones sobre la negociabilidad de sus acciones. Además de esta división general, otras dos distinciones son importantes. En primer lugar, las acciones de las corporaciones abiertas pueden cotizar para negociar en una bolsa de valores organizada, en cuyo caso

(26) Véase Julian Franks, Colin Mayer y Luc Renneboog, “Who Disciplines Management in Poorly Performing Companies?”, *Journal Of Financial Intermediation* 10 (2001): 209, 225-7. (Hansmann y Kraakman 2000).

(27) Esta categoría de acreedores *ajenos* podría incluir a algunas personas cuya relación con la empresa es, en términos formales, contractuales. *Cófer*. Lucian Ayre Bebchuk y Jesse M. Fried, “The Uneasy Case for the Priority of Secured Claims in Bankruptcy”, *Yale Law Journal* 105 (1996): 857, 885-6.

Los Elementos Esenciales del Derecho Corporativo

¿Qué es el Derecho Corporativo?

The Essential Elements of Corporate Law.

What is Corporate Law?

nos referiremos a la empresa como una corporación listada o una corporación pública con acciones, en contraste con una corporación no listada. En segundo lugar, las acciones de una empresa pueden estar en manos de un pequeño número de personas cuyas relaciones interpersonales son importantes para la dirección de la empresa, en cuyo caso nos referimos a ella como una corporación con accionariado concentrado o con pocos accionistas, en contraposición a una corporación con accionariado disperso o con muchos accionistas. Es común hablar sueltamente, como si todas las empresas pudieran ser clasificadas como corporaciones públicas o cerradas, juntando estas distinciones (y el término ampliamente utilizado corporación cerrada encarna esta ambigüedad, usándolo a veces para hacer referencia a una corporación privada, a veces para referirse a una corporación con accionariado concentrado, y a veces para referirse a ambas). Pero no todas las empresas con acciones libremente negociables de hecho poseen un accionariado disperso, o se encuentran listadas. A la inversa, es común en algunas jurisdicciones encontrar corporaciones cuyas acciones no sean libremente negociables pero que, sin embargo, tengan cientos o miles de accionistas y que, en consecuencia, tengan poco en común con una típica corporación con accionariado concentrado que tiene solo un puñado de accionistas, donde algunos o todos ellos pertenecen a la misma familia.

La transferibilidad de las acciones, como ya hemos sugerido, está estrechamente relacionada con la protección de la liquidación que es una característica de la personalidad jurídica fuerte y con la responsabilidad limitada. A falta de cualquiera de estas reglas, la solvencia de la empresa como un todo podría cambiar, quizás de forma fundamental, a medida que cambia la identidad de sus accionistas. En consecuencia, sería difícil para los compradores potenciales juzgar el valor de las acciones (Halpern, Trebilcock y Turnbull 1980).

Quizás más importante aún, un vendedor de acciones podría imponer externalidades negativas o positivas a los otros accionistas en función de la riqueza de la persona a la que eligió vender. Por lo tanto, no es de extrañar que la forma fuerte: personalidad jurídica, la responsabilidad limitada, y las acciones transferibles tiendan a ir en conjunto, y son todas características de la forma corporativa estándar en todas partes. Esto contrasta con la *partnership* convencional, que carece de todas estas características.

2.4. Administración delegada bajo una estructura de Directorio

Las formas jurídicas estándar para la organización empresarial difieren en la asignación de los derechos de control, incluyendo la autoridad para vincular a la empresa mediante contratos (discutido anteriormente), la autoridad para ejercer los poderes otorgados a la empresa por sus contratos y la autoridad para dirigir el uso que se hace de los activos de propiedad de la empresa⁽²⁸⁾. Como regla supletoria, la forma de la *partnership* otorga poder a la mayoría de los socios para manejar la empresa en el curso ordinario del negocio; mientras que las decisiones más fundamentales requieren unanimidad. Ambos aspectos de esta asignación son impracticables para las corporaciones comerciales con numerosos propietarios que cambian constantemente. Consecuentemente, el Derecho Corporativo generalmente confiere la autoridad principal sobre asuntos corporativos en una junta de directores o un órgano de

(28) Ya hemos observado que una condición previa importante para que una empresa sirva de nexo para los contratos es una regla que designa, para el beneficio de terceros, a las personas que tienen autoridad para celebrar contratos que vinculen a la empresa y sus activos (*supra*, texto que acompaña a las notas 19-20). Dado que en la práctica se superponen el alcance de esa autoridad externa y la división interna del poder de control de los activos, estos últimos, a diferencia de los anteriores, no pueden basarse únicamente en un acuerdo entre los participantes en la empresa, sino que debería designarse en algún grado por las reglas de derecho. Debido a que el problema subyacente es la notificación a terceros, la ley que rige a las empresas con accionariado concentrado deja a menudo que estas cuestiones se designen a voluntad en el estatuto de la propia empresa, mientras que para las grandes empresas, en las que es ventajoso dejar que los accionistas públicos y los acreedores conozcan la asignación de autoridad sin tener que leer el estatuto, la ley suele ser más rígida al designar la asignación de autoridad.



John Armour, Henry Hansmann y Reinier Kraakman

estructura similar que es elegido periódicamente, exclusiva o principalmente, por los accionistas de la empresa. Más específicamente, las corporaciones empresariales se distinguen por una estructura de gobierno en la que todas las decisiones, excepto las más fundamentales, son delegadas a una junta de directores que tiene cuatro características básicas⁽²⁹⁾.

En primer lugar, el directorio está, al menos formalmente, separado de los gestores que operan la corporación. La naturaleza de esta separación varía de acuerdo a si el directorio tiene uno o dos niveles. En los directorios de dos niveles, los altos funcionarios corporativos ocupan el segundo nivel (gestor) del directorio, pero generalmente están ausentes de la primera categoría (de supervisión), que es por lo menos nominalmente independiente de los funcionarios contratados por la empresa (es decir, de los altos directivos de la empresa). En los directorios de un solo nivel, en contraste, los oficiales contratados pueden ser miembros, e incluso dominar, el propio directorio. Independientemente de la distribución real de poder entre los directores y funcionarios de una empresa, la distinción legal entre ellos divide formalmente todas las decisiones corporativas que no requieren la aprobación de los accionistas en aquellas que requieren la aprobación del directorio y las que pueden hacer los funcionarios contratados por la empresa. Esta distinción formal entre el directorio y los funcionarios contratados facilita la separación entre, por un lado, el inicio y la ejecución de las decisiones comerciales, que es competencia de los funcionarios contratados, y por otro el monitoreo y ratificación de las decisiones y la contratación de los propios oficiales, que son competencia del directorio. Esa separación sirve como un control útil sobre la calidad de la toma de decisiones por parte de los oficiales contratados (Fama y Jensen 1983). Asimismo, cumple la función clave (ya anotada antes) de permitir que los terceros confíen en una institución bien definida para obligar formalmente a la empresa en sus transacciones con terceros.

En segundo lugar, el directorio de una corporación es elegido (al menos en buena parte) por los accionistas de la empresa. La utilidad obvia de este enfoque es ayudar a asegurar

que el directorio siga respondiendo a los intereses de los propietarios de la empresa, que asumen los costos y beneficios de las decisiones de la empresa y cuyos intereses, a diferencia de otros corporativos, no están fuertemente protegidos por contrato. Este requisito de un directorio electo distingue la forma corporativa de otras formas jurídicas, tales como corporaciones sin fines de lucro o fideicomisos de negocios, que permiten o requieren una estructura de directorio, pero no requieren la elección del directorio por los propietarios (beneficiarios) de la empresa.

En tercer lugar, aunque en gran parte o totalmente elegido por los accionistas de la empresa, el directorio es formalmente distinto de ellos. Esta separación economiza los costos de la toma de decisiones al evitar la necesidad de informar a los propietarios de la empresa y obtener su consentimiento para todas las decisiones, excepto de las más fundamentales con respecto a la empresa. También permite que el directorio funcione como un mecanismo de protección de los intereses de los accionistas minoritarios así como otros grupos corporativos, en las formas que exploraremos en el Capítulo 4.

Cuarto, el directorio ordinariamente tiene múltiples miembros. Esta estructura (opuesta, por ejemplo, a una estructura que concentra la autoridad en un solo fideicomisario, como en muchos fideicomisos privado) facilita el monitoreo mutuo y controla la toma de decisiones idiosincrásica. Sin embargo, hay excepciones. Muchos estatutos de la corporación permiten a los planificadores del negocio prescindir de una junta colectiva en favor de un solo director general o un directorio

(29) Esto no quiere decir que otras entidades legales, tales como las *partnerships*, fideicomisos comerciales o sociedades de responsabilidad limitada, no puedan tener una estructura de junta similar a la de una corporación típica; de hecho, a menudo lo hacen. Pero esas formas, a diferencia de la forma corporativa, no presumen un consejo de administración como una cuestión de derecho. En consecuencia, tienen la responsabilidad de poner a los terceros en conocimiento de que la autoridad para cometer la empresa difiere del patrón establecido por la ley como una regla supletoria.

Los Elementos Esenciales del Derecho Corporativo

¿Qué es el Derecho Corporativo?

The Essential Elements of Corporate Law.

What is Corporate Law?

de una sola persona⁽³⁰⁾ (la razón evidente es que, para una corporación muy pequeña, la mayoría de las funciones legales del directorio, incluyendo su servicio como representante del accionista y quien concentra la responsabilidad, puede ser ejercido de forma efectiva por un solo director electo que también funge como administrador principal de la firma).

2.5. Propiedad del Inversionista

Hay dos elementos claves en la propiedad de una empresa, en la forma que usamos aquí dicho término: el derecho a controlar la empresa y el derecho a recibir los ingresos netos de la empresa. El derecho de las corporaciones empresariales está diseñado principalmente para facilitar la organización de las empresas de propiedad de los inversores, es decir, las empresas en las que ambos elementos de propiedad están vinculados a la inversión de capital en la empresa. Más específicamente, en una empresa de propiedad de inversionistas, tanto el derecho a participar en el control (que generalmente implica votar en la elección de directores y votar para aprobar transacciones importantes) y el derecho a recibir ganancias netas, o utilidades, de la empresa, las que son típicamente proporcionales a la cantidad de capital aportado a la empresa. Los estatutos de las corporaciones de negocios proporcionan en todas partes esta asignación de control y ganancias como regla supletoria.

Hay otras formas de propiedad que desempeñan un papel importante en las economías contemporáneas y en otros órganos del derecho organizacional (incluidos otros cuerpos de Derecho Corporativo), específicamente, diseñados para facilitar la formación de esos otros tipos de empresas⁽³¹⁾. Por ejemplo, los estatutos de las sociedades cooperativas (que contemplan todas las cuatro características de la forma social que acabamos de describir, excepto el de las acciones transferibles, y que a menudo permiten que estas

últimas también sean una opción) asignan poder de voto y participan en las ganancias proporcionalmente a los actos de patrocinio, que puede ser la cantidad de los aportes dados a la empresa (en el caso de una cooperativa de productores) o la cantidad de productos de la empresa comprados a esta (en el caso de una cooperativa de consumo). De hecho, las corporaciones empresariales son efectivamente un tipo especial de cooperativa de productores, en la que el control y los beneficios están vinculados a la oferta de un tipo particular de aportación, a saber, el capital. Como consecuencia, las corporaciones empresariales podrían, en principio, formarse bajo un estatuto de corporación cooperativa general bien diseñado. Pero la ley provee, en cambio, una forma estatutaria especial para corporaciones de propiedad de inversores de capital (cooperativas de capital, como podríamos pensar en ellas)⁽³²⁾.

Esta especialización se deriva del papel dominante que las empresas de propiedad de inversores han desempeñado en las economías contemporáneas y las consiguientes ventajas de disponer de una forma especializada para las necesidades particulares de esas empresas, y que señala claramente a todas las partes interesadas el carácter particular de la empresa con la que están tratando. El predominio de la propiedad de los inversores entre las grandes empresas, a su vez, refleja varias ventajas de eficiencia visibles de esa forma. Una es que, entre los diversos

(30) Esto es verdad no solo para la mayoría de estatutos designados principalmente por *non public corporations*, como son la SARL francesa (Artículo L. 223-18 Code de Commerce) y SAS (Artículo L. 227-6 Code de Commerce) y la GmbH alemana (§ 6 GmbH-Gesetz), pero también de las leyes generales del Derecho Corporativo en el Reino Unido (§ 154(1) Companies Act 2006), en Italia (Artículo 2380-2 Civil Code), y en el estado norteamericano de Delaware, § 141(b) Delaware General Corporation Law.

(31) Para una discusión de las variedades de formas de propiedad que se encuentran en las economías contemporáneas, de sus respectivos roles económicos y de la relación entre estas formas y los diferentes cuerpos de derecho organizacional que las gobiernan, véase (Hansmann 1996).

(32) A su vez, los estatutos cooperativos de las corporaciones prohíben comúnmente la concesión de acciones de propiedad-derechos de voto y derechos a una parte de los beneficios a las personas que simplemente aportan capital a la empresa, impidiendo así la formación de empresas propiedad de inversionistas bajo los estatutos de las cooperativas.



John Armour, Henry Hansmann y Reinier Kraakman

participantes en la empresa, los inversores son a menudo los más difíciles de proteger simplemente por medios contractuales (Williamson 1984). Otra es que los inversores de capital tienen (o, a través del diseño de sus acciones, pueden ser inducidos a tener) intereses altamente homogéneos entre sí, reduciendo (aunque no eliminando definitivamente) potenciales conflictos costosos entre quienes comparten el gobierno de la empresa (Hansmann 1996).

La especialización de la propiedad de los inversores es otro aspecto en el que el derecho de las corporaciones empresariales difiere del derecho de la *partnership*. La forma de *partnership* normalmente no supone que la propiedad esté vinculada a la contribución del capital, y aunque a menudo se utiliza de esa manera, también es comúnmente utilizado para asignar la propiedad de la empresa en su totalidad o en parte, a los contribuyentes de la mano de obra o de otros factores de la producción, como en las *partnerships* de abogados y otros profesionales que brindan servicios, o simplemente en la *partnership* prototipo de dos personas en el que uno de los socios suministra mano de obra y el otro capital. Como consecuencia, la corporación empresarial es menos flexible que la *partnership* en términos de asignación de propiedad. Sin duda, con la suficiente contratación y manipulación especial de la forma, las participaciones de propiedad en una corporación empresarial pueden ser otorgadas a contribuyentes de mano de obra u otros factores de producción, o en proporción al consumo de los servicios de la empresa. Además, a medida que la forma corporativa ha evolucionado, ha logrado una mayor flexibilidad en la asignación de propiedad, ya sea permitiendo una mayor desviación de las reglas supletorias en la forma corporativa básica (por ejemplo, mediante restricciones sobre la propiedad o transferencia de acciones), o desarrollando una forma separada y más adaptable para las corporaciones cerradas. Sin embargo, las reglas supletorias del Derecho Corporativo son generalmente diseñadas para la propiedad de inversionistas, y la desviación de este patrón puede ser incómoda. Los complejos arreglos para compartir los derechos de ganancias, activos y control entre empresarios e inversionistas en empresas de alta tecnología de puesta en marcha ofrecen un ejemplo familiar (Kaplan y Strömberg 2003).

A veces el Derecho Corporativo mismo se desvía de la presunción de propiedad del inversionista para permitir o exigir que las personas que no sean inversores de capital (por ejemplo, acreedores o empleados) participen en algún grado en el control o ganancias netas o ambos. La codeterminación del trabajador es un ejemplo evidente. La lógica y los medios de proporcionar tal participación al no inversionista en empresas que de otra manera son propiedad de los inversionistas sigue siendo una de las controversias básicas en el derecho corporativo. Abordaremos este tema más adelante en el Capítulo 4.

La mayoría de las jurisdicciones también tienen una o más formas estatutarias legales (como la corporación sin fines de lucro [*non profit corporation*] de los Estados Unidos, la fundación y asociación del *Civil Law* y la *company limited by guarantee*^(NT2) británica) que proveen la formación de empresas sin fines de lucro. Se trata de empresas en las que ninguna persona puede participar simultáneamente tanto en el derecho a controlar como en el derecho a ganancias residuales (es decir, las empresas no tienen propietarios). Si bien las organizaciones sin fines de lucro, como las cooperativas, a veces son etiquetadas como corporaciones, sin embargo, no estarán dentro del enfoque específico de nuestra atención aquí. Por lo tanto, cuando usamos el término corporación en este libro, nos referimos solo a la corporación empresarial, y no a otros tipos de entidades constituidas. Cuando exista una potencial ambigüedad, utilizaremos explícitamente el término empresa corporativa para hacer una referencia específica a la empresa de propiedad de inversionistas que es objeto de nuestro enfoque principal.

(NT2) La *company limited by guarantee* es una corporación mayormente sin fines de lucro que posee personalidad jurídica. Este tipo de corporación no cuenta con accionistas, pero cuenta con miembros que actúan como garantes en caso de que la corporación quiebre.

Los Elementos Esenciales del Derecho Corporativo
¿Qué es el Derecho Corporativo?
The Essential Elements of Corporate Law.
What is Corporate Law?

3. Fuentes del Derecho Corporativo

Todas las jurisdicciones con economías de mercado bien desarrolladas tienen al menos un estatuto central que establece una forma corporativa básica con las cinco características descritas anteriormente, y que está diseñada especialmente para permitir la formación de corporaciones públicas, es decir, corporaciones con acciones libremente negociables. Sin embargo, el Derecho Corporativo, tal como lo entendemos aquí, generalmente se extiende mucho más allá de los límites de este estatuto central.

3.1. Formas corporativas especiales y parciales

En primer lugar, las jurisdicciones principales suelen tener al menos una forma estatutaria específica especializada para la formación de corporaciones privadas. Estas formas (la SARL francesa, la GmbH alemana, la SRL italiana, la corporación cerrada japonesa, la corporación cerrada estadounidense y la [más reciente] compañía de responsabilidad limitada [*limited liability company*], y la compañía privada [*private company*] del Reino Unido⁽³³⁾) suelen exhibir todas las características canónicas de la forma corporativa. Estas se diferencian de las compañías abiertas principalmente porque sus acciones, aunque son transferibles al menos en principio, se presumen (y en algunos casos se requiere) que no comercien libremente en un mercado público. A veces, estas formas también permiten exceptuarse de una de nuestras cinco características principales (la administración delegada) al permitir la eliminación del directorio a favor de la gestión directa por parte de los accionistas⁽³⁴⁾. Los estatutos que crean estas formas también permiten y facilitan a menudo asignaciones especiales de control, derechos de ganancias y derechos de empleo entre accionistas que van más allá de los permitidos en el estatuto legal de la corporación pública.

En segundo lugar, algunas jurisdicciones tienen, además de estas formas especiales de compañías privadas, formas estatutarias cuasicorporativas que pueden utilizarse para

formar corporaciones comerciales con todas nuestras cinco características principales, aunque algunas de estas características deban agregarse por contrato. Un ejemplo es la *partnership* con responsabilidad limitada, que se ha previsto recientemente en la legislación de los Estados Unidos y en algunas jurisdicciones europeas. Esta forma simplemente introduce la responsabilidad limitada sobre la *partnership* tradicional en general. La legislación estadounidense permite ahora a la *partnership* tener algo cercano al blindaje de entidad fuerte (limitando los derechos de los socios o sus acreedores a forzar la liquidación) (Hansmann, Kraakman y Squire 2006). Por lo tanto, con las disposiciones de gobernabilidad apropiadas en el contrato de creación de la *partnership*, es efectivamente posible crear una corporación cerrada como una *partnership* con responsabilidad limitada.

Otro ejemplo lo ofrece el fideicomiso de negocios de los Estados Unidos. El estatuto del fideicomiso de negocios prevé una personalidad jurídica (sin ambigüedad) y una responsabilidad limitada, pero deja que todos los elementos de la organización interna se especifiquen en el instrumento de gobierno de la organización (contrato de constitución del fideicomiso), sin ni siquiera proporcionar reglas supletorias para la mayoría de estos asuntos⁽³⁵⁾. Con disposiciones legales apropiadas, un fideicomiso estatutario puede hacerse equivalente a una corporación pública, con los beneficiarios del fideicomiso en el papel de accionistas.

(33) En el caso de la compañía privada [*private Company*] del Reino Unido, no se proporciona la forma estándar por un estatuto legal independiente, sino por una serie de disposiciones de un estatuto único con una aplicación diferenciada a las empresas públicas y privadas.

(34) Véase nota 37.

(35) Se distingue del fideicomiso privado del *Common Law*, del cual evolucionó, principalmente en la prestación inequívoca de responsabilidad limitada para los beneficiarios del fideicomiso, incluso si ejercen el control.



John Armour, Henry Hansmann y Reinier Kraakman

El análisis que ofrecemos en este libro se extiende a todas estas formas especiales y cuasicorporativas en la medida en que muestran las cinco características corporativas principales.

3.2. Otros cuerpos del Derecho

Hay cuerpos de derecho que, al menos en algunas jurisdicciones, se encuentren constituidas en estatutos o decisiones de derecho que están separadas del núcleo del estatuto legal de las corporaciones, y de los estatutos especiales cuasi corporativos recientemente descritos, pero que no obstante se refieren a características centrales particulares de la forma corporativa como los definimos aquí. En la medida en que están tan referidas al tema, los vemos funcionalmente como parte del derecho corporativo.

Para empezar, el derecho alemán de grupos, o *Konzernrecht*, califica la responsabilidad limitada y limita la discreción de los directorios en las corporaciones que están estrechamente relacionadas a través de la propiedad cruzada, tratando de proteger a los acreedores y accionistas minoritarios de las corporaciones con accionistas controladores. Aunque la *Konzernrecht* (descrita con más detalle en los capítulos 5 y 6) está incorporada en una ley estatutaria y una decisión de derecho que es formalmente distinta de los estatutos legales de las corporaciones, es claramente una parte integral del Derecho Corporativo alemán. Del mismo modo, las normas estatutarias en muchas jurisdicciones que requieren la representación de los empleados en el directorio de una corporación (como es, obviamente, la ley alemana de codeterminación) califican como parte del derecho corporativo, aunque ocasionalmente se originen fuera de los principales estatutos legales del Derecho Corporativo, pues imponen una estructura detallada de la participación de los empleados en los directorios de las grandes corporaciones.

Las leyes de mercado de valores en muchas jurisdicciones, incluyendo notablemente a los Estados Unidos, tienen fuertes

efectos en el gobierno corporativo a través de reglas que obligan a la divulgación y, a veces, también regulan la venta y reventa de valores corporativos, fusiones y adquisiciones así como decisiones corporativas. Las normas sobre el intercambio de valores, que pueden regular numerosos aspectos de los asuntos internos de las empresas listadas, también pueden servir como fuente adicional de derecho corporativo, al igual que otras formas de autorregulación, como el *City Code on Takeovers and Mergers* del Reino Unido⁽³⁶⁾. Estas fuentes suplementarias del derecho forman necesariamente parte de la estructura general del derecho corporativo, y aquí nos ocuparemos de todas ellas.

Hay muchas restricciones impuestas a las compañías por los cuerpos de leyes diseñados para servir objetivos que son, en general, independientes de la forma adoptada por las organizaciones que afectan. Si bien no exploraremos estos cuerpos de leyes en general, a veces los discutiremos donde se adaptan específicamente a la forma corporativa de manera que tengan efectos importantes sobre la estructura y la conducta corporativa. El derecho de quiebra (o derecho concursal, como se le denomina en algunas jurisdicciones) es un ejemplo. La quiebra produce un cambio en la propiedad de la empresa de un grupo de inversionistas a otro, de los accionistas a los acreedores. Proporcionando a los acreedores una sanción definitiva contra las empresas incumplidas, arroja una sombra sobre las relaciones de las empresas con sus acreedores, y las afecta en la medida en que los acreedores

(36) Nosotros denominamos esta autorregulación una fuente de *Derecho* en parte porque comúnmente apoyada, directa o directamente, por la ley en sentido estricto. Por ejemplo, la autoridad autorreguladora estadounidense de la bolsa de valores está reforzada y restringida por la *Securities Exchange Act* norteamericana y las normas administrativas promulgadas por la *Securities and Exchange Commission* en virtud de esa ley. Del mismo modo, la autoridad del *Takeover Panel* del Reino Unido fue apoyada indirectamente hasta 2006 por el reconocimiento de que si sus decisiones no se observaran, seguiría una regulación formal. Desde 2006, ha sido apoyado directamente por la autoridad estatutaria formal en 2006 (*Parte 28, Companies Act 2006* (Reino Unido)), y por lo tanto ya no es, estrictamente hablando, *autorregulación*.

Los Elementos Esenciales del Derecho Corporativo

¿Qué es el Derecho Corporativo?

The Essential Elements of Corporate Law.

What is Corporate Law?

pueden necesitar protecciones generalizadas en el Derecho Corporativo. Es por ello que consideramos el papel del derecho de quiebra en el Capítulo 5. El Derecho Tributario también afecta directamente el gobierno interno de las corporaciones en varios puntos. La negativa de los Estados Unidos de deducir los ingresos corporativos a efectos fiscales de la remuneración de los ejecutivos de más de \$ 1 millón a menos que sea en forma de pago de incentivos (es discutido en el Capítulo 3) es un claro ejemplo⁽³⁷⁾. Además, más allá de proporcionar a los empleados representación en el directorio, el Derecho Laboral de algunos países (como se subraya en el Capítulo 4) involucra a los empleados o sindicatos en el proceso de toma de decisiones corporativas, así como en los requisitos de consultar a los directorios de la empresa u otros órganos de trabajadores antes de tomar determinados tipos de acciones.

4. Ley versus Contratos en los intereses corporativos

Las relaciones entre los participantes en una corporación son, en un grado importante, contractuales. El contrato principal que los une es el estatuto de la corporación (o pacto societario, como se denomina en algunas jurisdicciones). El estatuto establece los términos básicos de la relación entre los accionistas de la empresa y entre los accionistas y directores de la empresa así como otros administradores⁽³⁸⁾. Por referencia explícita o implícita, el estatuto también puede formar parte del contrato entre la empresa y sus empleados o acreedores. Además, algunos o todos los accionistas de una corporación pueden estar sujetos a uno o más convenios de accionistas.

Al mismo tiempo, las corporaciones son el objeto del gran cuerpo de leyes cuyas diversas fuentes acabamos de revisar. Ese cuerpo de leyes es el foco principal de este libro. Sin embargo, antes de examinar los detalles de esta, debemos abordar una cuestión fundamental (y sorprendentemente difícil): ¿Qué papel desempeña este cuerpo de leyes? Como ya hemos visto, con la excepción de la personalidad jurídica, los elementos que definen la forma corporativa podrían

establecerse en teoría simplemente por contrato. Y lo mismo ocurre con la mayoría de las demás normas jurídicas que examinamos a lo largo de este libro. Si esas normas jurídicas no existieran, las relaciones que establecieran aún podrían ser creadas por medio de contratos, simplemente colocando disposiciones similares en el estatuto de la organización. Este fue, de hecho, el enfoque adoptado por las numerosas compañías de acciones sin constituirse [*join-stock companies*] en Inglaterra durante el siglo XVIII y principios del XIX, antes de que el poder constituirse como corporación fuera ampliamente difundido en 1844. Estas compañías obtuvieron su personalidad jurídica de las leyes de las *partnerships* y fideicomisos, y crearon el resto de su estructura corporativa (incluida la responsabilidad limitada) por medio del contrato (Harris 2000) (Hansmann, Kraakman y Squire 2006). ¿Por qué entonces en toda economía avanzada tenemos hoy en día elaborados estatutos legales que proporcionan numerosas reglas detalladas para el gobierno interno de las corporaciones?

4.1. Normas imperativas versus disposiciones supletorias

Al abordar esta cuestión, es importante distinguir entre las disposiciones legales que son meramente reglas supletorias, en el sentido de que gobiernan solo si las partes no prevén explícitamente algo diferente y normas que son imperativas, dejando a las partes ninguna opción más que conformarse de acuerdo a ellos⁽³⁹⁾.

Una parte importante del Derecho Corporativo (más en algunas jurisdicciones y menos en otros) consiste en disposiciones supletorias⁽⁴⁰⁾.

(37) § 162(m) *Internal Revenue Code*.

(38) El estatuto de la empresa puede complementarse con un conjunto de reglamentos separados, que suelen regir los asuntos menos fundamentales y están sujetos a reglas de enmienda, generalmente más flexibles que las del estatuto de la empresa.

(39) Véanse en general los trabajos de la edición del simposio titulada *Contractual Freedom and Corporate Law*, en 89 *Columbia Law Review* 1395-1774 (1989).



John Armour, Henry Hansmann y Reinier Kraakman

En esta medida, el Derecho Corporativo simplemente ofrece un formulario de contrato estándar que las partes pueden adoptar, a su elección, total o parcialmente. Una ventaja conocida de esta forma estándar legalmente proporcionada es que simplifica la contratación entre las partes involucradas, requiriendo que especifiquen solamente aquellos elementos de su relación que se desvían de los términos estándar. Por lo tanto, la provisión de términos supletorios estándar por parte de las leyes corporativas se considera en términos económicos como un beneficio público. Las disposiciones supletorias pueden servir mejor a esta función si son de contenido mayoritario, es decir, si reflejan los términos que la mayoría de las partes bien informadas elegirían más a menudo (Easterbrook y Fischel 1991).

Las normas supletorias pueden, sin embargo, también servir a otras funciones, tales como el fomento de la revelación de la información. Por ejemplo, cuando una parte contratante tenga mayor información relevante respecto a la transacción que la otra (o, como dicen los economistas, esa parte tiene información privada), entonces una disposición supletoria puede imponer una carga, o pena, a la parte informada, en el entendimiento de que la norma supletoria puede ser dejada mediante la divulgación de la información. El propósito de esta regla es alentar a las partes a revelar su información privada (para que puedan evitar el resultado predeterminado) y, en consecuencia, inducir a una negociación explícita entre las partes que conduzca a un resultado mejor al que de otro modo se esperaría (Ayres y Gertner 1989). Una pena supletoria no puede ser opción supletoria mayoritaria.

Las disposiciones supletorias pueden ser suministradas de diversas maneras, la elección de una puede afectar la facilidad y los medios de contratar en torno a ellas⁽⁴¹⁾. Una forma común de normas supletorias del Derecho Corporativo es una disposición estatutaria que registrará a menos que las

partes explícitamente provean una alternativa. Un ejemplo común es el requisito de los Estados Unidos de que una fusión pueda ser aprobada por un voto del 50% de todas las acciones en circulación. Esa regla puede ser desplazada por una disposición del estatuto de la corporación que explícitamente requiere la aprobación por, por ejemplo, el 60% de los accionistas, o el 70%, o cualquier otro porcentaje.

Alternativamente, el Derecho Corporativo mismo a veces especifica la regla que registrará si no se elige la provisión supletoria, una provisión de 'cualquiera o'. Un ejemplo de ello es el derecho corporativo francés, que permite que las sociedades opten por una estructura de dos niveles como alternativa a la de un solo nivel supletoria⁽⁴²⁾. En otras palabras, la ley en este caso otorga a la corporación una opción entre dos disposiciones legales, una de las cuales es la norma supletoria y la otra es la disposición secundaria, aplicándose esta última solo si la empresa opta por la supletoria (o, de forma equivalente, opta por la disposición secundaria). La ley también puede imponer procedimientos especiales para alterar una regla supletoria. Por ejemplo, la ley puede imponer una regla que proteja altamente a los accionistas no controladores, y luego permitir la desviación de esa regla solo con la aprobación de una supermayoría de todos los accionistas, o con la aprobación por separado de la mayoría de los accionistas no controladores, proporcionando así cierta seguridad de que la regla supletoria se

(40) Son *supletorias* en el sentido de que se aplican (como con la configuración de una computadora) *en defecto* de que las partes que no estipulen otra cosa.

(41) La facilidad con que las partes pueden "contratar alrededor" de una disposición supletoria puede afectar la manera en que opera. Por ejemplo, si los costos de contratar en torno a una provisión son altos, puede ser menos útil como una "penalidad" supletoria que fuerza a dar información (aunque esto dependerá del tamaño de la "penalidad"), pero que es capaz de funcionar adecuadamente como una disposición "mayoritaria" (como la mayoría de las partes preferiría de todos modos). Para una discusión matizada de estos y otros temas, véase (Ayres y Gertner 1989). Para una perspectiva empírica, véase Yair Listokin, *What do Corporate Default Rules and Menus Do? An Empirical Examination*, Working Paper (2006), en <http://www.ssrn.com>.

(42) Véase artículos 225-57 del *Code de commerce*.

Los Elementos Esenciales del Derecho Corporativo

¿Qué es el Derecho Corporativo?

The Essential Elements of Corporate Law.

What is Corporate Law?

alterará solo si la alternativa elegida es superior para todos los accionistas (Bebchuk y Hamdani 2002).

Una extensión del enfoque binario de disposiciones alternativas que se acaba de describir es proporcionar a las corporaciones una opción entre un menú de más de dos reglas estatutariamente especificadas (Klausner 1995). Aunque hasta la fecha este enfoque rara vez se toma dentro de un estatuto legal de corporación dado⁽⁴³⁾, se puede ver, en efecto, en la creciente elección entre formas corporativas alternativas, como discutiremos a continuación.

También hay normas importantes de derecho corporativo que son imperativas (Gordon 1989). Las grandes corporaciones alemanas, por ejemplo, no tienen otra alternativa que dar la mitad de puestos del directorio de supervisión a los representantes de sus empleados, y las corporaciones listadas estadounidenses no tienen otra alternativa que proporcionar información financiera periódica y detallada en un formato cuidadosamente prescrito⁽⁴⁴⁾. La justificación principista de disposiciones imperativas de este tipo suele basarse en alguna forma de falla de contratación: Algunas partes podrían ser explotadas porque no están bien informadas; los intereses de terceros pueden verse afectados; o los problemas de la acción colectiva (como el notorio dilema de los prisioneros) podrían conducir a disposiciones contractuales ineficientes o injustas⁽⁴⁵⁾. Las disposiciones imperativas también pueden servir de útil función normalizadora en circunstancias (como las reglas contables) del aumento donde los beneficios de adherirse incrementan si todos se adhieren a la misma disposición.

Sin embargo, las reglas imperativas no solo tienen que cumplir una función prescriptiva. Cuando se usan junto con una elección de formas corporativas, pueden realizar una

función de habilitación similar a la prestada por las reglas supletorias. Más en particular, las reglas imperativas pueden facilitar la libertad de contratar al ayudar a los actores corporativos a señalar las condiciones que ofrecen y vincularse a esos términos. La ley logra esto creando formas corporativas que son en cierta medida inflexibles (es decir, están sujetas a reglas imperativas), pero luego permiten la elección entre diferentes formas corporativas⁽⁴⁶⁾. Hay dos variantes principales en este enfoque.

En primer lugar, una jurisdicción determinada puede proporcionar un menú de entidades jurídicas de forma estándar diferentes de las que las partes pueden elegir en la estructuración de una organización. En algunas jurisdicciones de los Estados Unidos, por ejemplo, una empresa con los cinco atributos básicos de la corporación empresarial puede ser formada, alternativamente, bajo un estatuto general de corporación empresarial, un estatuto de corporaciones cerradas, un estatuto de compañía de responsabilidad limitada [*limited liability company*] o un estatuto legal de fideicomiso de negocios. Con cada estatuto se proporciona un conjunto de diferentes de reglas imperativas y supletorias. Evidentemente, el número de reglas imperativas reduce a medida que se pasa de la primera a la última de estas formas estatutarias. El resultado es la capacidad de un empresario para señalar, a través de la elección de la forma corporativa, los términos

(43) Una excepción es la *Companies Act 2006* de Reino Unido, que prevé la disposición de múltiples formas de modelos de artículos de *partnerships* que se pone a disposición de diferentes tipos de compañías: id., § 19 (2). Otro es el menú italiano de tres sistemas de directorios: uno por defecto de un solo nivel con un organismo separado encargado de los controles internos (*collegio sindacale*), un nuevo sistema de un solo nivel sin cuerpo separado y un sistema de dos niveles. Véase el artículo 2380 del Código Civil.

(44) Véase *infra* 3.3.1 (codeterminación) y 4.1.4 y 8.2 (divulgación).

(45) Véase de forma general Michael J. Trebilcock, *The Limits Of Freedom Of Contract* (1993).

(46) Larry E. Ribstein, "Statutory Forms for Closely Held Firms: Theories and Evidence From LLCs", *Washington University Law Quarterly* 73 (1995): 369; John Armour y Michael J. Whincop, "An Economic Analysis of Shared Property in Partnership and Close Corporations Law", *Journal Of Corporation Law* 26 (2001): 983.



John Armour, Henry Hansmann y Reinier Kraakman

que la empresa ofrece a otras partes contratantes, y para hacer fiable el compromiso del empresario de no cambiar esos términos. La formación como empresa corporativa, por ejemplo, señala de manera simple y clara todos los que se ocupan de la empresa, ya sea por la compra de acciones o simplemente por contrato, que la empresa se caracteriza por una variedad de disposiciones familiares de gobierno y que continuará así hasta que varíe su forma estatutaria⁽⁴⁷⁾. Por lo tanto, paradójicamente, una mayor rigidez dentro de una forma particular puede en realidad aumentar la libertad de contratar global en la estructuración de la empresa privada, siempre y cuando haya una variedad amplia de formas alternativas para elegir.

En segundo lugar, incluso en lo que respecta a un tipo particular de entidad jurídica, como la corporación listada, los organizadores de una empresa pueden elegir entre leyes de diferentes jurisdicciones. Esto nos lleva a la cuestión general de la competencia por regular en el Derecho Corporativo. Sin embargo, antes de abordar este tema, debemos hablar más sobre el papel del Derecho Corporativo en general.

4.2. Reglas legales versus normas contractuales

Las reglas supletorias del Derecho Corporativo hacen más que simplemente proveer formas estándar convenientes, fomentar la revelación de información y facilitar la elección de las más eficientes⁽⁴⁸⁾ entre varias reglas alternativas. También proporcionan un medio de acomodar, con el tiempo, desarrollos que no se pueden prever fácilmente desde el principio.

Un contrato que, al igual que el estatuto de una corporación, debe regir relaciones complejas durante un largo período de tiempo es (para usar la palabra favorecida por los economistas) necesariamente incompleto. Se producirán situaciones en las que el contrato no proporciona una orientación clara, ya sea porque la situación no era previsible

en el momento de la redacción del contrato o porque la situación, aunque previsible, parecía demasiado improbable para justificar los costos de contratación. Las enmiendas estatutarias, las resoluciones administrativas y las decisiones judiciales pueden prever las situaciones que surjan, ya sea añadiendo nuevas normas de derecho corporativo o interpretando las normas vigentes. Este es el papel de llenar la brecha que tiene el Derecho Corporativo.

Por supuesto, los tribunales también pueden llenar vacíos sin crear una nueva ley, simplemente interpretando términos contractuales de carácter privado en el estatuto de una corporación. Pero una empresa obtendrá la mayor ventaja de la actividad interpretativa de los tribunales si la empresa adopta los términos del estatuto estándar utilizados por muchas otras empresas, ya que es probable que estos términos estándar sean sujetos a repetidas interpretaciones por los tribunales (Ayres 1991). Y los términos estándar más ampliamente utilizados del estatuto son a menudo las reglas supletorias incorporadas por el Derecho Corporativo. Por lo tanto, otra ventaja de adoptar reglas supletorias legales, en lugar de redactar términos estatutarios especializados, es aprovechar la constante actividad de relleno estimulada por el conjunto de precedentes desarrollados como resultado de otras corporaciones que también están sujetas a esas reglas. Este es un ejemplo de un efecto de red que crea un incentivo para elegir un enfoque común⁽⁴⁹⁾.

(47) Los terceros que se ocupan de la empresa pueden entonces asegurarse de que no ocurra tal cambio reservando un veto contractual sobre ella, por ejemplo, en forma de una cláusula de aceleración en un contrato de préstamo.

(48) Aquí, como en otras partes, utilizamos el término *eficiente*, tal como se utiliza convencionalmente en la literatura económica y, como se analiza en la sección 1.5, se refiere a una organización de asuntos que maximiza el bienestar social agregado

(49) Un efecto de red relacionado que puede alentar a las empresas a adoptar términos estandarizados en sus estatutos, y en particular a aceptar reglas de derecho supletorias, es que estas disposiciones son más familiares para analistas e inversionistas, reduciendo así sus costos de evaluar la empresa como una inversión. Efectos de red similares pueden hacer que los servicios legales sean menos costosos para las empresas que adopten reglas de ley predeterminadas. Véase Marcel

Los Elementos Esenciales del Derecho Corporativo

¿Qué es el Derecho Corporativo?

The Essential Elements of Corporate Law.

What is Corporate Law?

Sin embargo, el problema de la incompletitud contractual va más allá del mero relleno. Dada la larga vida útil de muchas empresas, es probable que algunos de los términos de la escritura inicial de la empresa, por muy cuidadosamente elegidos, se vuelvan obsoletos con el paso del tiempo debido a cambios en el entorno económico y legal. Las reglas jurídicas supletorias tienen la característica de que se alteran con el tiempo (por medio de enmiendas estatutarias legales y por interpretación judicial) para adaptarlas a tales circunstancias cambiantes. Por consiguiente, al adoptar una norma legal supletoria, una empresa tiene un grado de seguridad de que la provisión no será anacrónica. Si, por el contrario, la empresa introduce en su estatuto una disposición especialmente redactada en lugar de una supletoria, solo la empresa misma podrá modificar la disposición cuando, con el tiempo, se requiera un cambio. Esto se debe al problema de que los mecanismos propios de la empresa para la enmienda de su estatuto pueden ser vetados o secuestrados por circunscripciones particulares con el fin, respectivamente, de proteger o promover sus intereses parciales. La simple adopción de las reglas legales supletorias y la delegación de responsabilidad en el Estado de alterar esas reglas con el tiempo a medida que cambian las circunstancias evita estos últimos problemas (Hansmann 2006).

Sin embargo, la calidad y la rapidez con que se suministran, interpretan y actualizan las reglas supletorias dependerá de una serie de variables institucionales relacionadas con el sistema legislativo, el procedimiento civil y la experiencia judicial. En presencia de reglas de procedimiento civil mal diseñadas, la resolución judicial de disputas sobre la interpretación de las disposiciones legales también puede convertirse en un vehículo por el cual las circunscripciones particulares pueden proteger o promover intereses parciales. A la inversa, el diseño de los procedimientos para la modificación del estatuto influirá grandemente en la medida en que puedan utilizarse para el

fomento de intereses parciales, en lugar de fomentar un cambio eficiente.

Por ejemplo, en los Estados Unidos, Delaware, el principal estado en el que se constituyen las corporaciones listadas, tiene un régimen de normas supletorias progresivo en virtud del cual se aplican cambios en las reglas supletorias a todas las empresas que no tienen términos explícitamente distintas en sus estatutos. Una indicación de que estas normas estatutarias supletorias desempeñan exitosamente un papel de (re)contratación delegada, es la sorprendente rareza con la que las empresas listadas estadounidenses se desvían de sus disposiciones. Es raro que una corporación listada en los Estados Unidos incluya, en su estatuto, una disposición que no está claramente especificada como una regla supletoria en la ley estatutaria del estado en el que la empresa está constituida⁽⁵⁰⁾. En cambio, en el Reino Unido, los estatutos societarios modelo establecidos por la legislación de las empresas se aplican de forma fija, por lo que las modificaciones de las disposiciones modelo no actualizan automáticamente los estatutos de las corporaciones constituidas con arreglo a las disposiciones anteriores⁽⁵¹⁾. Simultáneamente, la ratio de optar por las disposiciones del modelo Reino Unido parece ser bastante alto (Nolan 2006). Sin embargo, la modificación de los estatutos de una empresa del Reino Unido es un procedimiento más directo que para una empresa constituida en Delaware⁽⁵²⁾.

Kahan y Michael Klausner, "Standardization and Innovation in Corporate Contracting (or 'The Economics of Boilerplate')", *Virginia Law Review* 83 (1997): 713.

(50) Véase Listokin, *supra* nota 41. La posición con respecto a las corporaciones cerradas es más variada. Muchos de ellos tienen estatutos altamente especializados, lo que sin duda refleja la mayor facilidad de renegociar eficientemente la estructura corporativa entre el pequeño número de partes involucradas y el hecho de que es probable que se produzcan cambios estructurales de todas formas, ya que la empresa evoluciona de una empresa recién creada a una empresa que lista en bolsa.

(51) §§ 19(4), 20(2) *Companies Act* 2006 (Reino Unido).

(52) En el Reino Unido, se trata de una decisión puramente de los accionistas, aunque requiere un voto de mayoría absoluta (75%) (§§ 21 y 283 *Companies Act* 2006 (Reino Unido)), Mientras que en Delaware, una modificación del estatuto debe primero ser propuesta por el directorio, antes del voto de los accionistas (§ 242(b) *Delaware General Corporation Law*).



John Armour, Henry Hansmann y Reinier Kraakman

De mucho de lo anterior se deduce que, para muchas empresas, a menudo puede haber poca diferencia práctica entre las reglas imperativas y las supletorias. Las empresas terminan, en la práctica, adoptando reglas supletorias así como las reglas imperativas. Esto sugiere que puede haber mayor margen para introducir flexibilidad en la elección de la estructura de las empresas mediante la provisión de menús de reglas supletorias alternativas. Se puede argumentar que es posible seguir desarrollando este enfoque, ya que los estatutos de la corporación proporcionan menús más completos de términos supletorios alternativos para diversos aspectos del gobierno corporativo, todos los cuales son (re) interpretados y enmendados con el tiempo para mantenerlos actualizados. En la actualidad, sin embargo, lo más cercano que la ley llega a tal enfoque de menú radica en la capacidad de los participantes para seleccionar entre una gama de diferentes formas de negocio (que hemos discutido) y de las corporaciones para elegir la jurisdicción por cuyo Derecho Corporativo serán gobernados, que es el tema al que nos referimos a continuación.

4.3. Competencia por Regular

Las diversas formas de flexibilidad en el Derecho Corporativo sobre las que nos hemos concentrado hasta el momento (la elección de las disposiciones del estatuto especialmente redactadas contra las disposiciones supletorias, la elección de una norma supletoria en un estatuto dado en oposición a otro y la elección de una forma estatutaria contra otro) pueden ser proporcionados dentro de cualquier jurisdicción. Sin embargo, como hemos señalado, puede haber otra dimensión de elección, a saber, la elección de la jurisdicción en la que constituirse.

En los Estados Unidos, por ejemplo, la regla de elección de la ley dominante para el Derecho Corporativo es la regla del lugar de constitución, que permite que una corporación empresarial sea constituida bajo (y por lo tanto gobernada por) la ley de cualquiera de los 50 estados individuales (o cualquier país

extranjero), independientemente de dónde se encuentre el lugar principal de la empresa, u otros activos y actividades. Cuando, al igual que en los Estados Unidos, dicha opción está disponible a bajo costo, el estatuto de la corporación de una jurisdicción determinada sirve simplemente como un elemento en un menú de formas estándar alternativas a disposición de las partes involucradas. Al igual que en el caso de que exista una elección intrajurisdiccional de formas alternativas, las normas imperativas en el derecho corporativo de una jurisdicción determinada pueden servir para no limitar la elección de la forma, sino para realizarla, facilitando a las empresas a elegir entre atributos alternativos.

Esta forma de elección, ampliamente extendida en los Estados Unidos y en otros países, se está extendiendo ahora a las empresas de toda la Unión Europea como consecuencia de las recientes decisiones del Tribunal de Justicia de la Unión Europea por la que han sustituido en gran medida el lugar de constitución por la sede real, en virtud de la cual, en muchos países europeos, las empresas estaban obligadas a constituirse bajo la legislación del Estado en que la empresa tenía su principal centro de actividad⁽⁵³⁾.

La consecuencia de la elección entre jurisdicciones no es solo ampliar la gama de reglas de gobierno de las que una empresa puede elegir, sino también crear la oportunidad y el incentivo para que una jurisdicción induzca a las empresas a constituirse bajo su ley y, Estado directamente (a través de las tarifas de franquicia) e indirectamente (a través de

(53) Caso C-212/97, *Centros Ltd v. Erhvervs-og Selskabsstyrelsen* [1999] ECR I-1459; Caso C-208/00, *Überseering BV v. Nordic Construction Company Baumanagement GmbH (NCC)* [2002] ECR I-9919; Caso C-167/01, *Kamel van Koophandel en Fabrieken voor Amsterdam v. Inspire Art Ltd* [2003] ECR I- 10155; Case C-210/06, *Cartesio Oktató és Szolgáltató bt*, Sentencia de 16 del diciembre del 2008. Véase Jens C. Dammann, "Freedom of Choice in European Company Law", *Yale Journal Of International Law* 29 (2004): 477; John Armour, "Who Should Make Corporate Law: EC Legislation versus Regulatory Competition", *Current Legal Problems* 48 (2005): 369; Martin Gelter, "The Structure of Regulatory Competition in European Corporate Law", *Journal Of Corporate Law Studies* 5 (2005): 1.

Los Elementos Esenciales del Derecho Corporativo

¿Qué es el Derecho Corporativo?

The Essential Elements of Corporate Law.

What is Corporate Law?

una mayor demanda de servicios locales), haciendo que la legislación corporativa de las jurisdicciones sea inusualmente atractiva. La cuestión de si esta competencia por regular es buena o mala ha sido objeto de un acalorado debate. Los pesimistas argumentan que crea una carrera hacia el fondo en la que el Estado que gana es el que va más lejos en despojar su ley de protecciones para los grupos que no controlan la decisión de redomicilio. Los optimistas argumentan que, por el contrario, la competencia por regular en el derecho corporativo crea una virtuosa carrera hacia arriba en la que (porque el precio de los mercados de capitales pone más o menos exactamente los efectos del Derecho Corporativo sobre el bienestar de los accionistas) el estado que gana es cuya ley es más efectiva en la protección de los derechos de los accionistas y otros grupos de empresas⁽⁵⁴⁾. Claramente, el proceso por el cual se efectúa la redomiciliación también será un factor importante para determinar la naturaleza de cualquier carrera que se realice⁽⁵⁵⁾. A más inclusivo sea el proceso de involucramiento de las partes en la empresa, menos probable será que la redomiciliación se traduzca en una carrera hacia el fondo.

Además, la eficacia de la competencia por regular presumiblemente depende del contexto en el que opera. A

diferencia de la Unión Europea, por ejemplo, los Estados Unidos ofrecen la ventaja de la propiedad homogénea y el derecho contractual en todos sus estados miembros y en gran parte del derecho de quiebra y derecho tributario federal⁽⁵⁶⁾. Aun así, sólo uno de los cincuenta estados americanos (Delaware) ha hecho un esfuerzo sostenido para atraer la constitución de empresas extraestatales⁽⁵⁷⁾. Ha tenido bastante éxito en este esfuerzo siendo que ahora es el estado el que se constituyen aproximadamente la mitad de todas las corporaciones listadas en los Estados Unidos, aunque pocas de esas corporaciones realizan una cantidad significativa de negocios en Delaware. Como parte de su esfuerzo por permanecer atractivo como un lugar de constitución, la legislatura de Delaware actualiza regularmente su estatuto legal corporativo, generalmente delegando tal tarea a un comité de redacción dominado por abogados en ejercicio. El Poder Judicial de Delaware, a su vez, tiene un tribunal particular (la tribunal de la corte) que está ampliamente especializado para tratar casos de derecho

(54) Las declaraciones clásicas de las dos visiones polares son William Cary, "Federalism and Corporate Law: Reflections Upon Delaware", *Yale Law Journal* 83 (1974): 663, y Ralph Winter, *State Law, "Shareholder Protection and the Theory of the Corporation"*, *Journal Of Legal Studies* 6 (1977): 251. La extensa literatura posterior ha debatido si en realidad los estados compiten por estatutos corporativas, véase Marcel Kahan y Ehud Kamar, "The Myth of State Competition in Corporate Law", *Stanford Law Review* 55 (2002): 679, si cualquier competencia que existe conduce a la ley que es mejor o peor para los accionistas, véase Roberta Romano, "Law as a Product: Some Pieces of the Incorporation Puzzle", *Journal Of Law Economics And Organization* 1 (1985): 225, 280-1. Lucian Bebchuk, "Federalism and the Corporation: The Desirable Limits on State Competition In Corporate Law", *Harvard Law Review* 105 (1992): 1435, 1441, y William Carney y George Shepherd, "The Mystery of the Success of Delaware Law", *University of Illinois Law Review* 1 (2009), y, si la competencia conduce a empresas más valiosas, cuál es la cantidad de aumento de valor, véase Robert Daines, "Does Delaware Law Improve Firm Value?", *Journal Of Financial Economics* 62 (2001): 525, y Guhan Subramanian, "The Disappearing Delaware Effect", *Journal Of Law Economics And Organization* 20 (2004): 32.

(55) Bebchuk, *supra* nota 54, en 1459-61, 1470-5; Simon Deakin, "Regulatory Competition Versus Harmonization in European Company Law", en *Regulatory Competition and Economic Integration*, eds. Daniel C. Esty y Damien Geradin (2001), 190, 209-13.

(56) Sobre las consecuencias de las leyes no federales sobre impuestos y quiebras para la competencia reguladora en el Derecho Corporativo europeo; véase Mitchell Kane y Edward B. Rock, "Corporate Taxation and International Charter Competition", *Michigan Law Review* 106 (2008): 1229 (tax) y Horst Eidenmüller, "Free Choice in International Company Insolvency Law in Europe", *European Business Organization Law Review* 6 (2005): 423; Armour, *supra* nota 73, en 401-11; Luca Enriques y Martin Gelter, "Regulatory Competition in European Company Law and Creditor Protection", *European Business Organization Law Review* 7 (2006): 417 (*bankruptcy*).

(57) En los últimos años, Nevada ha hecho un esfuerzo modesto y en gran medida sin éxito por competir con Delaware. Volviendo al principio del vigésimo siglo, New Jersey fue también un competidor.



John Armour, Henry Hansmann y Reinier Kraakman

corporativo, y es una fuente de derecho constante hecha por los jueces que interpretan y complementan la ley estatutaria. Esta atención enfocada a la formulación de leyes claramente tiene virtudes importantes, aunque no todos coinciden en que el resultado es un cuerpo óptimo de Derecho Corporativo⁽⁵⁸⁾.

Por supuesto, hay controversia en cuanto a lo que constituye un cuerpo óptimo de Derecho Corporativo, incluso en teoría. Ese es nuestro próximo tema.

5. ¿Cuál es el objetivo del Derecho Corporativo?

¿Cuál es el objetivo del Derecho Corporativo, a diferencia de sus funciones inmediatas de definir una forma de empresa y contener los conflictos entre los participantes en ella? Como cuestión normativa, el objetivo general del Derecho Corporativo (como cualquier rama del Derecho) presumiblemente es servir a los intereses de la sociedad en su conjunto. Más concretamente, el objetivo apropiado del derecho corporativo es promover el bienestar⁽⁵⁹⁾ agregado de todos los afectados por las actividades de una empresa, incluidos los accionistas, empleados, proveedores y clientes de la empresa, así como de terceros, como las comunidades locales y los beneficiarios del entorno natural. Esto es lo que los economistas caracterizarían como la búsqueda de la eficiencia social en general.

A veces se dice que los objetivos del Derecho Corporativo deben ser más estrechos. En particular, se dice a veces que el papel adecuado del Derecho Corporativo es simplemente asegurar que la corporación sirva al mejor interés de sus accionistas o, más específicamente, maximizar el rendimiento financiero de los accionistas o, más específicamente, maximizar el precio actual en el mercado de las acciones de la empresa. Estas afirmaciones pueden ser vistas de dos maneras.

Primero, estas afirmaciones pueden tomarse a buenas a primeras, en cuyo caso no describen el Derecho Corporativo tal como lo observamos ni ofrecen una aspiración normativamente atractiva para ese cuerpo de Derecho. Habría que recomendar poco un cuerpo de ley que, por ejemplo, permita a los accionistas corporativos a enriquecerse a través de transacciones que hacen que los acreedores o empleados pierdan \$ 2 por cada \$ 1 que ganan los accionistas.

En segundo lugar, se puede entender que tales afirmaciones señalan, más modestamente, que concentrarse principalmente en la maximización de los retornos de los accionistas es, en general, el mejor medio por el cual el Derecho Corporativo puede servir al objetivo más amplio de promover el bienestar social en general. Generalmente, los acreedores, los trabajadores y los clientes consienten en tratar con una corporación solo si esperan estar mejor. En consecuencia, la corporación -y, en particular, sus accionistas, como reclamantes residuales de la empresa⁽⁶⁰⁾ y aquellos que asumen el riesgo- tienen un interés pecuniario directo en asegurarse de que las transacciones corporativas sean beneficiosas no solo para los accionistas sino para todas las partes que tratan con la empresa. Creemos que este segundo punto de vista es (y seguramente debería serlo) la interpretación apropiada de las declaraciones de juristas y economistas que afirman que el valor para el accionista es el objeto propio del Derecho Corporativo.

(58) Véase, por ejemplo, Jonathan R. Macey y Geoffrey P. Miller, "Toward an Interest-Group Theory of Delaware Corporate Law", *Texas Law Review* 65 (1987): 469; Ehud Kamar, "A Regulatory Competition Theory of Indeterminacy in Corporate Law", *Columbia Law Review* 98 (1998): 1908.

(59) Cuando hablamos aquí de mejorar o maximizar el *bienestar agregado* de la sociedad estamos usando una metáfora que es conceptualmente un poco floja. No existe una manera coherente de poner un número al bienestar agregado de la sociedad, y mucho menos de maximizar ese número, y particularmente cuando muchos beneficios son en parte no apreciables pecuniariamente. Lo que estamos sugiriendo aquí podría ser puesto más precisamente en el lenguaje de la economía del bienestar sobre como perseguir la eficiencia de Kaldor-Hicks dentro de patrones aceptables de distribución.

(60) Los accionistas son los *acreedores residuales* de una corporación en el sentido de que tienen derecho a apropiarse todos (y solo) los activos netos y los beneficios de la corporación después de que todos los acreedores contractuales -como empleados, proveedores y clientes- hayan sido pagados en su totalidad.

Los Elementos Esenciales del Derecho Corporativo

¿Qué es el Derecho Corporativo?

The Essential Elements of Corporate Law.

What is Corporate Law?

De hecho, si la búsqueda del valor para el accionista es en general un medio eficaz para promover el bienestar social en general es una cuestión empírica sobre la cual las mentes razonables pueden diferir. Aunque cada uno de los autores de este libro tiene puntos de vista individuales sobre esta afirmación, no tomamos una posición fija en ella en los capítulos que siguen. Más bien, emprendemos la tarea más amplia de ofrecer un marco analítico dentro del cual esta cuestión pueda ser explorada y debatida.

6. ¿Qué fuerzas moldean el Derecho Corporativo?

Decir que la búsqueda del bienestar social agregado es el objetivo apropiado del Derecho Corporativo no es decir, por supuesto, que el Derecho siempre sirve a ese objetivo. Las legislaciones y los tribunales a veces están menos atentos al bienestar social general que a los intereses particulares de los grupos influyentes, como los accionistas controladores, los gerentes corporativos o los trabajadores organizados. Además, el Derecho Corporativo continúa llevando la huella del recorrido histórico a través del cual ha evolucionado a todas partes, y refleja también la influencia de una variedad de corrientes intelectuales e ideológicas no orientadas hacia la eficiencia⁽⁶¹⁾.

Nos toca aquí tratar brevemente varias de las más conspicuas de estas diversas fuerzas que ayudan a dar forma al Derecho Corporativo.

6.1. Patrones de la propiedad corporativa

La naturaleza y el número de accionistas corporativos difieren notablemente incluso entre las economías de mercado más desarrolladas, y ciertamente dejan una marca en la estructura del Derecho Corporativo.

En los Estados Unidos y el Reino Unido, hay un gran número de corporaciones listadas que han dispersado la propiedad de sus acciones, de tal manera que ningún accionista ni grupo afiliado de accionistas es capaz de ejercer control sobre la empresa⁽⁶²⁾. Las participaciones entre las principales empresas japonesas son también a menudo muy dispersas⁽⁶³⁾, aunque en la segunda mitad del siglo XX era común que una parte sustancial de las acciones de una empresa estuviera en manos de otras empresas en un grupo suelto con participaciones cruzadas sustanciales recíprocas⁽⁶⁴⁾. En las naciones de Europa continental, en cambio, incluso las empresas que tienen acciones que negociación públicamente han tenido tradicionalmente un accionista mayoritario, en forma de individuo o familia (como en Italia), otra empresa o un grupo estrechamente coordinado de otras empresas (como en Alemania)⁽⁶⁵⁾, o el estado (como en Francia).

(61) Véase generalmente, Mark J. Roe, *Political Determinants Of Corporate Governance* (2003); Peter A. Gourevitch y James Shinn, *Political Power And Corporate Control* (2005).

(62) Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes y Andrei Shleifer, "Corporate Ownership Around the World", *Journal Of Finance* 54: 471, 492-3; Mara Faccio y Larry H.P. Lang, "The Ultimate Ownership of Western European Corporations", *Journal Of Financial Economics* 65: 365, 379-80; Cónfer Clifford G. Holderness, *The Myth of Diffuse Ownership*

(63) Según algunas cuentas, la participación accionaria en las corporaciones japonesas con accionariado disperso está más dispersa que en los Estados Unidos: véase Holderness, *supra* nota 82; Julian Franks, Colin Mayer y Hideaki Miyajima, *Evolution of Ownership: The Curious Case of Japan*, Working Paper (2007), en <http://www.hbs.edu>.

(64) Véase Tokyo Stock Exchange, 2006 *Shareownership Survey*, 4 (2007); Hideaki Miyajima y Fumiaki Kuroki, "The Unwinding of Cross-Shareholding in Japan: Causes, Effects, and Implications", en *Corporate Governance In Japan: Institutional Change And Organizational Diversity*, (eds.) Masahiko Aoki, Gregory Jackson y Hideaki Miyajima (2007), 79.

(65) Sin embargo, hay indicios de que la posición tradicional en algunas jurisdicciones, en particular Alemania, está empezando a cambiar a favor de una propiedad más dispersa de las acciones: véase Darius Wojcik, Change in the German Model of Corporate Governance: Evidence from Blockholdings 1997-2001, 35 *Environment And Planning A* 1431; Steen Thomsen, Convergence of Corporate Governance during the Stock Market Bubble: Towards Anglo-American or European Standards? en Grandori (ed.), *Corporate Governance And Firm Organization* (2004), 297, 306-12.



John Armour, Henry Hansmann y Reinier Kraakman

Los tipos de entidades a través de las cuales se mantienen acciones también difieren sustancialmente de un país a otro. En Estados Unidos, por ejemplo, mientras que los individuos siguen manteniendo una cantidad sustancial de acciones directamente, la mayoría de las acciones son ahora propiedad de dos tipos de inversionistas institucionales (fondos mutuos y fondos de pensiones establecidos por el empleador) aunque hay miles de ambos tipos de fondos y muy raramente un fondo individual mantiene una parte significativa del capital de una compañía (Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal 2007). En Inglaterra, los inversionistas institucionales (principalmente los fondos de pensiones y las compañías de seguros) también poseen una gran proporción de acciones corporativas (Oficina de Estadísticas Nacionales 2007), en contraste con los Estados Unidos, donde los treinta o más fondos más grandes en conjunto tienen una cuota suficientemente grande de las acciones en muchas empresas para ejercer un control sustancial⁽⁶⁶⁾. En el caso de Alemania, los grandes bancos comerciales tradicionalmente mantenían importantes bloques de acciones corporativas por cuenta propia, y también se desempeñaban como custodios de los mismos. Grandes cantidades de acciones propiedad de individuos, cuyos votos eran a menudo ejercidos efectivamente por los propios bancos⁽⁶⁷⁾. En los últimos años han aparecido también nuevos tipos de inversionistas institucionales. Entre estos, destacan los fondos especulativos (*hedge funds*) (fondos de inversión colectiva relativamente no regulados que, a pesar de su nombre⁽⁶⁸⁾, adoptan a menudo estrategias altamente

especulativas que implican participaciones sustanciales en empresas individuales y que a veces buscan ejercer el control sobre esas empresas) y las empresas de capital privado (*private equity firms*), que (típicamente) son empresas no públicas que adquieren, al menos temporalmente, la propiedad de empresas anteriormente públicas para efectuar cambios importantes en la estructura, estrategia o dirección de las empresas (Brian y Armour 2008).

Se puede argumentar que tales diferencias en los patrones de participación entre los países son la consecuencia, al menos en parte, de las diferencias en la estructura del derecho corporativo. En la actualidad, hay una gran literatura empírica del análisis financiero del Derecho que pretende demostrar, en particular, que los países con mayor protección para los accionistas no controladores en contra del oportunismo de los administradores y accionistas controladores, tienen participaciones menos concentradas como consecuencia de ello⁽⁶⁹⁾. Aunque estudios subsiguientes a veces han fallado en replicar estos resultados⁽⁷⁰⁾, y las conclusiones que se extraen de ellos son muy discutidas⁽⁷¹⁾.

-
- (66) Véase Geof P. Stapledon, *Institutional Shareholders and Corporate Governance* (1996); Armour y Gordon, *supra* nota 9, at 29-30.
- (67) Véase, por ejemplo, Ralf Elsas y Jan P. Krahn, "Universal Banks and Relationships with Firms", en *The German Financial System*, (eds.) Jan P. Krahn y Reinhard H. Schmidt (2006), 197. Sin embargo, este patrón se ha acentuado con menos claridad en los últimos años, ya que solo los bancos privados siguen operando de esta manera y muchos bancos comerciales encuentran que la votación por delegación es demasiado costosa. Véase también las fuentes citadas en *supra* nota 65.
- (68) Marcel Kahan y Edward B. Rock, "Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control", *University Of Pennsylvania Law Review* 155 (2007): 1021.
- (69) Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer y Robert Vishny, "Legal Determinants of External Finance", *Journal Of Finance* 52 (1997): 1131. Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer y Robert Vishny, "Law and Finance", *Journal Of Political Economy* 106 (1998): 1113; Thorsten Beck, Asli Demirgüç-Kunt y Ross Levine, "Law and Finance: Why does Legal Origin Matter?", *Journal Of Comparative Economics* 31 (2003): 653-75; Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, "What Works in Securities Laws?", *Journal Of Finance* 61 (2006): 1.
- (70) Véase Holger Spamann, *On the Insignificance and/or Endogeneity of La Porta et al.'s, 'Antidirector Rights Index' Under Consistent Coding*, Working Paper (2006), en <http://www.ssrn.com>; John Armour, Simon Deakin, Prabirjit Sarkar, Mathias Siems y Ajit Singh, *Shareholder Protection and Stock Market Development: An Empirical Test of the Legal Origins Hypothesis*, Working Paper (2007), en <http://www.ssrn.com>; Howell Jackson y Mark J. Roe, *Public Enforcement of Securities Laws: Preliminary Evidence*, *Journal Of Financial Economics*, disponible en <http://hku.hk/law>
- (71) Para una visión general, véase Kenneth A. Dam, *The Law-Growth Nexus* (2006).

Los Elementos Esenciales del Derecho Corporativo

¿Qué es el Derecho Corporativo?

The Essential Elements of Corporate Law.

What is Corporate Law?

Sin embargo, no cabe duda de que lo contrario es (¿también?) cierto: la estructura del derecho empresarial en un país dado es en gran parte consecuencia del patrón particular de propiedad corporativa de ese país, que a su vez está determinado al menos en parte por fuerzas exógenas al derecho corporativo⁽⁷²⁾. Se ha argumentado, por ejemplo, que el patrón fragmentado de las participaciones estadounidenses es, en gran medida, el resultado de la tradición populista de ese país, que ha producido una serie de políticas exitosamente diseñadas para frustrar el control familiar y el control institucional de la empresa industrial (Roe 1994). Correspondientemente, se dice que los patrones de participación accionaria tradicionalmente más concentrados en Europa continental y Japón complementaban patrones particulares de desarrollo industrial (Carlin y Colin 2003). En particular, un accionista controlador puede estar en mejor posición para hacer fiables compromisos de largo tiempo con los trabajadores, lo que a su vez puede facilitar las relaciones laborales (y por lo tanto la productividad) donde el objetivo es motivar a los trabajadores a utilizar la tecnología existente, en lugar de desarrollar nuevas tecnologías⁽⁷³⁾.

Estos patrones de propiedad de acciones, a su vez, han ayudado a conformar el Derecho Corporativo de dos maneras. La primera, que podríamos denominar el efecto distributivo de la propiedad corporativa sobre el Derecho Corporativo, es a través de la influencia que dan a grupos de interés particulares para moldear el Derecho Corporativo en formas que distribuyen una mayor parte de los frutos de la empresa a sí mismos. Por ejemplo, la participación en acciones dispersas de las empresas listadas de los Estados Unidos ha dado a los administradores corporativos una autonomía sustancial, que han utilizado (por medio de lobbys, litigios y elección de su estado de constitución) para dar al Derecho Corporativo estadounidense un carácter claramente directivo. En segundo

lugar, en lo que podríamos denominar en contraste el efecto eficiencia, los patrones de propiedad de las acciones configuran los problemas a los que responden las reformas diseñadas para facilitar la inversión. Por lo tanto, el patrón disperso de participaciones en Estados Unidos ha traído cambios en el derecho corporativo⁽⁷⁴⁾, como son las reglas de revelación de información orientada al inversionista, diseñada para dar tranquilidad a los inversionistas y por lo tanto, hacer menos costoso para las empresas el poder captar capital dentro de ese patrón de propiedad⁽⁷⁵⁾.

Tanto el efecto distributivo como el efecto de eficiencia de la propiedad corporativa sobre el Derecho Corporativo son igualmente evidentes en otros países. El Derecho Corporativo en todas partes refleja claramente el poder institucional y político de los intereses corporativos dominantes de un país, ya sean bancos, familias prominentes, fondos de inversión o sindicatos. Al mismo tiempo, todos los países ricos en cuyas leyes nos centramos, han configurado en mayor o en menor medida conscientemente su legislación para aumentar la eficiencia con la que las empresas pueden ser financiadas y administradas en el contexto del patrón de propiedad particular del país⁽⁷⁶⁾.

Los efectos distributivos de los patrones de propiedad a menudo trabajan en contra de la eficiencia. Pero ese no es necesariamente el caso. A veces los intereses de un grupo de interés dominante se alinean con un

(72) Brian R. Cheffins, "Does Law Matter? The Separation of Ownership and Control in the United Kingdom", *Journal Of Legal Studies* 30 (2001): 459; John C. Coffee, "The Rise of Dispersed Ownership: The Roles of Law and the State in the Separation of Ownership and Control", *Yale Law Journal* 111 (2001): 1.

(73) Véase *Varieties of Capitalism*, eds. Peter A. Hall y David Soskice (2001); Barry Eichengreen, *Europe's Economy since 1945* (2006).

(74) Véase, por ejemplo, Raghuram G. Rajan and Luigi Zingales, *The Persistence of Underdevelopment: Institutions, Human Capital, or Constituencies?*, Working Paper, (2006), en <http://www.ssrn.com>

(75) Coffee, *supra* nota 72.

(76) Se recogen datos perspicaces e informativos de la evolución mutua de la propiedad corporativa y del Derecho Corporativo en una variedad de países en Randall K. Morck (ed.), *A History Of Corporate Governance Around The World* (2005). Véase también las fuentes citadas en *supra* nota 72.



John Armour, Henry Hansmann y Reinier Kraakman

bienestar social más amplio. Pasamos a tratar continuación algunos factores que afectan la compensación entre efectos distributivos y efectos de eficiencia.

6.2. Competencia internacional

Es probable que los grupos dominantes de propiedad en una sociedad estén razonablemente satisfechos con el actual régimen de Derecho Corporativo si les da acceso a capital en condiciones más favorables que sus competidores. En las economías relativamente cerradas a la competencia externa, los principales competidores de una empresa establecida serán empresas nacionales más nuevas y más pequeñas. Por lo tanto, los propietarios de las empresas establecidas no tienen interés en las reformas legales que facilitan a estos competidores el financiamiento de capital, particularmente de los mercados de capitales públicos, algo que la ley podría hacer, por ejemplo, haciendo que los administradores y accionistas controladores del corporativo sean más responsables en relación a los accionistas no controladores (Hertig 2004). Mientras tanto, las empresas establecidas pueden confiar en otras formas de financiamiento de capital, tales como ganancias retenidas y acceso privilegiado a préstamos bancarios⁽⁷⁷⁾.

Estos incentivos cambian, sin embargo, en períodos como el actual, cuando los niveles arancelarios mundiales son bajos y los competidores más importantes de las empresas nacionales dominantes de un país ya no son empresas nacionales más pequeñas, sino grandes empresas extranjeras. En tales circunstancias (Rashuran y Zingales 2003), se ha argumentado, que las empresas nacionales establecidas están más interesadas en recaudar más capital para ellas mismas, para mantenerse a la altura de sus competidores extranjeros, que en negar capital a empresas nacionales más pequeñas. En consecuencia, los grupos de propietarios dominantes (por ejemplo, las familias industriales establecidas) se tornan más susceptibles a las reformas que favorecen a los inversionistas en el derecho corporativo. Por lo tanto, el actual fervor de la reforma de del gobierno empresarial es quizás en parte consecuencia del gran éxito, en las últimas décadas, de la reducción de las barreras al comercio internacional.

6.3. Coordinación entre jurisdicciones

Los esfuerzos supranacionales para coordinar la regulación de las corporaciones en todas las jurisdicciones son otra fuente importante de presiones distributivas y de eficiencia en el derecho corporativo. En cierta medida, esta coordinación se está llevando a cabo a nivel mundial, por ejemplo, en los esfuerzos internacionales por elaborar normas comunes de contabilidad⁽⁷⁸⁾. Sin embargo, en la actualidad, los esfuerzos de la Unión Europea por fomentar la integración de un mercado común son más evidentes. Hablando francamente, esos esfuerzos toman dos formas diferentes (y en gran medida contradictorias): la armonización y la competencia por regular.

La armonización fue la vía inicial hacia la integración del Derecho Corporativo. Estos esfuerzos, generalmente en forma de legislación comunitaria, pretendían imponer a todos los Estados miembros normas uniformes o por lo menos mínimas de derecho corporativo. La armonización exitosa cambia el territorio para el ejercicio de la influencia de los grupos de interés de los estados miembros individuales a la UE. Como tal, se encontró con la oposición de una gran cantidad de grupos de interés nacionales. El efecto hasta ahora ha sido en gran medida un bloqueo: muchas de las directivas de la UE que se han adoptado y que son obligatorias para los Estados miembros se ocupan de asuntos relativamente poco importantes (Enriques 2006). Si eso es algo malo está sujeto a debate. Al menos algunas de las directivas adoptadas hasta la fecha -como requisitos mínimos de capital jurídico uniformes- podrían considerarse como favorables a las presiones distributivas más que a las presiones de eficiencia, lo que suscita la preocupación de

(77) Los mecanismos que se basan en la reputación para la ejecución también tienden a favorecer a las empresas establecidas y disuadir la entrada en el mercado, ya que es costoso adquirir una reputación: Véase Simon Johnson, John McMillan and Christopher Woodruff, "Courts and Relational Contracts", *Journal Of Law, Economics And Organization* 18 (2002): 221.

(78) Véase infra, Capítulos 5 y 10.

Los Elementos Esenciales del Derecho Corporativo
¿Qué es el Derecho Corporativo?
The Essential Elements of Corporate Law.
What is Corporate Law?

que una armonización verdaderamente integral pueda mantener formas de regulación que son muy ineficientes.

Más recientemente, entre los Estados miembros de la UE se ha desatado un cierto grado de competencia por regular (que, a diferencia de la armonización, es un proceso de cambio jurídico de abajo hacia arriba y no de arriba hacia abajo). Como señalamos anteriormente, la Corte ha anulado diversos esfuerzos de los estados individuales para imponer sus normas de Derecho Corporativo a las empresas que operan localmente pero están constituidos en otros estados miembros⁽⁷⁹⁾. Como mecanismo para la integración del mercado, esto afecta a los grupos de interés nacionales que han detenido la armonización legislativa. Sin embargo, también pueden ser susceptibles a las presiones distributivas si la persona(s) que toma la elección del Estado en que se constituye puede beneficiarse de esta decisión a expensas de otros grupos. El devenir futuro del Derecho Corporativo europeo se determinará en gran medida por el alcance relativo que tenga la armonización y la competencia por regular en los próximos años.

Un tira de cuerda, aunque más atenuado, entre la creación de normas uniformes de derecho a nivel supra-jurisdiccional y la creación de un mercado uniforme para el Derecho Corporativo a lo largo de las jurisdicciones a través de la competencia por regular se ha estado dando también entre los estados federados de los Estados Unidos. El resultado ha sido una asignación incómoda y fluida del Derecho Corporativo entre el gobierno federal, por un lado, y los estados individuales (liderados por Delaware), por el otro. Un paso ampliamente notable en este proceso se dio con la *Sarbanes-Oxley Act* de 2003 que (después de la serie de escándalos corporativos de Enron) extendió la aplicación de la ley federal a otros aspectos de gobierno corporativo dejados previamente a los estados.

Este se trata principalmente de un libro sobre la estructura y las funciones del Derecho Corporativo, no sobre sus orígenes. No obstante, en los capítulos que siguen seguiremos explorando brevemente y de manera un tanto especulativa la influencia de las fuerzas que acabamos de estudiar -y de otras también- en la conformación de los patrones del Derecho Corporativo que vemos a través de las jurisdicciones.

(79) Véase fuentes citadas *supra* nota 73.

7. Referencias Bibliográficas

Alchian, Armen y Harold Demsetz. 1972. Production, Information Costs, and Economic Organization. *American Economic Review* 62 (diciembre): 777-795.

Armour, John y Michael J. Whincop. 2007. The Proprietary Foundations of Corporate Law, *Oxford Journal of Legal Studies* 27 (octubre): 429-65. <https://doi.org/10.1093/ojls/gqm009>

Ayres, Ian. 1992. Making a Difference: The Contractual Contributions of Easterbrook and Fischel, *University Of Chicago Law Review* 59 (junio): 1391-420. <https://doi.org/10.2307/1599869>

Ayres, Ian y Robert Gertner. 1989. Filling Gaps in Incomplete Contracts: An Economic Theory of Default Rules. *Yale Law Journal* 99 (octubre): 87-139. <https://doi.org/10.2307/796722>

Bebchuk, Lucian y Assaf Hamdani. 2002. Optimal Defaults for Corporate Law Evolution. *Northwestern University Law Review* 96 (enero): 489-520. <https://doi.org/10.2139/ssrn.293585>

Brian R. y John Armour. 2008. The Eclipse of Private Equity. *Delaware Journal of Corporate Law* 33 (octubre).

Carlin, Wendy y Colin Mayer. 2003. Finance, Investment and Growth. *Journal of Financial Economics* 89 (julio): 191-226. [https://doi.org/10.1016/s0304-405x\(03\)00112-0](https://doi.org/10.1016/s0304-405x(03)00112-0)

Easterbrook, Frank y Daniel Fischel. 1991. *The Economic Structure Of Corporate Law*.

Enriques, Luca. 2006. EC Company Law Directives and Regulations: How trivial are



John Armour, Henry Hansmann y Reinier Kraakman

They? *University of Pennsylvania Journal of International Economic Law* 27.

Fama, Eugene y Michael Jensen. 1983. Agency Problems and Residual Claims. *Journal Of Law And Economics* 26 (junio): 327-49. <https://doi.org/10.1086/467038>

Gordon, Jeffrey N. 1989. The Mandatory Structure of Corporate Law. *Columbia Law Review* 89 (noviembre): 1549-98. <https://doi.org/10.2307/1122812>

Halpern, Paul, Michael Trebilcock y Stuart Turnbull. 1980. An Economic Analysis of Limited Liability in Corporation Law. *University Of Toronto Law Journal* 30 (marzo): 117-150. <https://doi.org/10.2307/825483>

Hansmann, Henry. 1996. *The Ownership Of Enterprise*. Massachusetts: Harvard University Press.

_____. 2006. Corporation and Contract. *American Law And Economics Review* 8 (marzo): 1-19. <https://doi.org/10.1093/aler/ahj007>

Hansmann, Henry y Reinier Kraakman. 1991. Toward Unlimited Shareholder Liability for Corporate Torts. *Yale Law Journal* 100 (mayo): 1879-934. <https://doi.org/10.2307/796812>

_____. 2000. The Essential Role of Organizational Law, *Yale Law Journal* 100 (diciembre): 387-440. <https://doi.org/10.2307/797521>

Hansmann, Henry, Reinier Kraakman y Richard Squire. 2006. Law and the Rise of the Firm. *Harvard Law Review* 119 (enero): 1333-403. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.873507>

Harris, Ron. 2000. *Industrializing English Law*. Cambridge: Cambridge University Press. <https://doi.org/10.1017/CBO9780511510137>

Hertig, Gerad. 2004. Efficient Fostering of EU Regulatory Competition. *Swiss Review Of Business And Financial Market Law* 76: 369-70.

Jensen, Michael y William Meckling. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal Of Financial Economics* 3 (octubre): 305-60. [http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)

Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal. 2007. Flow Of Funds Accounts In The United States: Annual Flows And Outstandings, 1995-2006, 82 (Table L.213).

Kaplan, Stephen N. y Per Strömberg. 2003. Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts, *Review Of Economic Studies* 70 (abril): 281-315. <https://doi.org/10.1111/1467-937X.00245>

Klausner, Michael. 1995. Corporations, Corporate Law, and Networks of Contracts, *Virginia Law Review* 81 (abril): 757-852. <https://doi.org/10.2307/1073499>

Nolan, Richard C. 2006. The Continuing Evolution of Shareholder Governance, 65 *Cambridge Law Journal* (abril): 92-117. <https://doi.org/10.1017/S0008197306007057>

Oficina de Estadísticas Nacionales (Reino Unido). 2007. Share Ownership: A Report on Ownership Of Shares as At 31 december de 2006, 9

Posner, Richard. 1976. The Rights of Creditors of Affiliated Corporations, *University Of Chicago Law Review* 43 (marzo): 499-526. <https://doi.org/10.2307/1599230>

Raghuram G. y Luigi Zingales. 2003. The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the Twentieth Century, *Journal Of Financial Economics* 69 (julio): 5-50. [http://dx.doi.org/10.1016/S0304-405X\(03\)00125-9](http://dx.doi.org/10.1016/S0304-405X(03)00125-9)

Roe, Mark J. 1994. *Strong Managers, Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance*. Princeton: Princeton University Press.

Williamson, Oliver. 1984. Corporate Governance, *Yale Law Journal* 93 (junio): 1197-230. <https://doi.org/10.2307/796256> 