
Hacia un nuevo modelo de capital social*

» LINA HENAO**

RESUMEN: El régimen del capital social incorporado en la Directiva 77/91/CEE desempeñó un papel relevante en la armonización del derecho de sociedades europeo. No obstante ello, al día de hoy es un concepto cuestionado y hay voces que reclaman, si no su supresión, por lo menos su revisión. En atención a que el capital no es un concepto unitario sino que incluye diversas categorías jurídicas, este escrito versa principalmente sobre las normas relativas al capital social mínimo y aplicación de resultados incorporadas en la Segunda Directiva, la Ley de Sociedades de Capital española, el modelo norteamericano y las propuestas desarrolladas por diferentes grupos académicos que exigen su reconfiguración.

PALABRAS CLAVE: capital social, capital mínimo, aplicación de resultados, test de balance de ejercicio, test de solvencia.

Towards a new model of social capital

ABSTRACT: The legal capital regime incorporated in the Directive 77/91/CEE played a significant role in harmonizing European Company Law. However,

* Fecha de recepción: 2 de mayo de 2014. Fecha de aceptación: 25 de agosto de 2014.
Para citar el artículo: L. HENAO. “Hacia un nuevo modelo de capital social”, *Revista de Derecho Privado*, Universidad Externado de Colombia, n.º 28, julio-diciembre de 2014, pp. 237-273.
DOI: 10.18601/01234366.n28.09

** Abogada de la Universidad Externado de Colombia. Especialista en Derecho Comercial de la misma Universidad. Magíster en Derecho de la Empresa y de los Negocios de la Universidad de Barcelona. Candidata a doctora en Derecho de la Universidad de Barcelona. Contacto: lina.henao@uexternado.edu.co

nowadays it is a concept under debate and some are claiming its revision. However, it must be borne in mind, that the capital is not a unitary concept but includes various legal categories. This paper will specially focus on the rules of minimum capital and distribution of benefits incorporated in the Second Directive, the Spanish Corporate Law, the American Corporation Law and the proposals made by different academic groups for the regime's reassessment.

KEYWORDS: Legal capital, minimum capital, distribution of benefits, balance sheet test, solvency test.

SUMARIO: I. El capital social y la Directiva 77/91/CEE del Consejo, de 13 de diciembre de 1976. II. Principios que rigen al capital social. 1. Determinación y unidad. 2. Estabilidad. 3. Integración. 4. Correspondencia entre capital y patrimonio. 5. Salvaguarda. III. Reglas que limitan el comportamiento del capital. 1. Sobre la distribución. 2. Sobre el capital mínimo. IV. Crisis del modelo europeo. 1. La crisis de las normas sobre la aplicación de resultados. 2. La crisis de las normas sobre el capital mínimo. V. Propuestas alternativas. 1. Inglaterra. 2. Estados Unidos. 3. El Informe Winter. 4. El Grupo Rickford. 5. El Grupo Lutter. Conclusión.

I. El capital social y la Directiva 77/91/CEE del Consejo, del 13 de diciembre de 1976

Dentro de las consecuencias que la ley ha querido reconocer a la creación de una sociedad de capital destaca el surgimiento de una persona jurídica distinta a los socios y con un patrimonio propio. La imposibilidad que tienen los acreedores de perseguir, en principio, el patrimonio de aquellos hace que la figura del capital social se convierta en una garantía para proteger sus intereses.

Tal como lo afirma VAQUERIZO¹, el capital social no solo constituye el elemento común denominador de todas las sociedades de capital, sino también el rasgo diferenciador más característico de estas frente a las sociedades de personas. La importancia del capital social reside fundamentalmente en constituir un fondo patrimonial indisponible para los socios y en ser una garantía para los acreedores.

El capital social es un elemento constitutivo de las sociedades de capital que se muestra en una magnitud matemática, representando en dinero el valor de las aportaciones que han realizado los socios, y se expresa en el balance social como un pasivo²; el capital nominal, en contraposición al real, es aquel elemento

1 VAQUERIZO, A. "Disposiciones generales", en AA.VV. *Comentario de la ley de sociedades de capital*, Civitas Thomson Reuters, 2011, p. 187.

2 J. FUENTES MASSAGUER, "El capital nominal. Un estudio del capital de la sociedad anónima como mención estatutaria", en *Revista General de Derecho*, RGD, 1990, n.º 550-551, p. 5549. Así,

estructural de la sociedad capitalista cuyo valor debe ser incorporado en los estatutos, al paso que el segundo es aquella fracción del patrimonio social neto que corresponde a la mención estatutaria.

El capital está llamado así a cumplir una función organizativa y de garantía³. Desde un punto de vista estático, la mención estatutaria de la cifra de capital social permite a los terceros conocer cuál es el capital de la compañía, sin perjuicio de posibles situaciones de infracapitalización⁴. Desde una perspectiva dinámica, la inscripción de la cifra como pasivo del balance, junto con la exigencia de que existan beneficios netos para proceder a la aplicación de resultados, hace del capital social un monto de retención del patrimonio social.

En su dimensión garantista, el capital protege los intereses no solo de los acreedores, sino también de los accionistas y de la misma empresa social. De los acreedores porque, como compensación a la limitación de responsabilidad que tienen los socios hasta el monto de los aportes realizados, se crea un fondo social de responsabilidad que asegura la existencia en el patrimonio de la compañía de bienes y derechos cuyo valor equivale por lo menos a las dos terceras partes del capital nominal⁵.

en palabras de VAQUERIZO: “En el plano económico, el capital representa tan sólo una fracción del patrimonio social, pues mientras que el patrimonio está constituido por todo el conjunto de derechos y obligaciones evaluables en dinero, aquél se integra únicamente por las aportaciones patrimoniales que los socios efectúan en favor de la sociedad en concepto de aportación. El capital no puede considerarse como una referencia directa del valor de la empresa, sin perjuicio de la utilidad que tiene para el cálculo de ese valor el análisis de la relación existente entre la cifra de capital y la cuantía del patrimonio neto, entendiendo por tal la diferencia entre el activo social ‘realizable’ y el pasivo ‘exigible’. (...) [L]a adscripción de las aportaciones de los socios a la partida del capital social se produce de forma meramente ideal, puesto que las aportaciones no se aíslan materialmente del resto del patrimonio social, sino que, por el contrario, se integran en éste y se confunden con los demás bienes y derechos de la sociedad”: VAQUERIZO, ob. cit., p. 186.

- 3 Cfr. M. CÁMARA ÁLVAREZ, *El Capital social en la sociedad anónima, su aumento y disminución*, Colegios Notariales de España, Madrid, 1996, p. 14-16
- 4 La infracapitalización es aquella situación financiera en la que, a falta de capital propio, la sociedad se encuentra incapacitada para desarrollar su objeto social, y es imposible obtener financiación externa. Con el objetivo de evitar este tipo de situaciones, el régimen societario de algunos ordenamientos propone instaurar un régimen de capital mínimo que, en virtud del principio de la integración, tendería a garantizar unos mínimos recursos patrimoniales de la sociedad. No obstante ello, como ya se ha tenido la oportunidad de anotar, frente a la inexistencia de normas que obliguen a las sociedades a adaptar *a priori* la cifra del capital con las actividades propias para el desarrollo del objeto social, la pretendida “garantía patrimonial” se desvanece. Cfr. M. GARCÍA MANDOLONIZ, “El cuestionado sentido del régimen jurídico del capital social”, en AA.VV. *Simplificar el derecho de sociedades*, Marcial Pons, 2010, p. 321.
- 5 Bien señala PENTZ que se trata de un fondo para cubrir la responsabilidad –*the buffer function*–: la existencia del capital social asegura que las pérdidas sociales no comporten un detrimento directo para los acreedores de la compañía. El régimen del capital social establecido en los diferentes ordenamientos jurídicos permite que los activos sociales sean requeridos para satisfacer cualquier crédito a cargo de la compañía, y evitar así que pueda ser retribuido a los socios como beneficio. Véase A. PENTZ, H.J. PRIESTER y A. SCHWANNA, “Raising cash and contributions in kind when forming a company and for capital increases”, en AA.VV. *European Company and Financial Law Review*, De Gruyter Recht, 2006, vol. 1, p. 44.

Respecto de los accionistas se deja ver esta función de garantía al imponerse una correspondencia mínima entre el valor nominal y el valor real de la acción. Y a favor de la empresa social porque asegura los medios para mantener su capacidad productiva y un cierto margen de reacción ante situaciones de crisis⁶.

Esta función de garantía se encuentra proyectada ampliamente en los principios de efectividad, integridad y estabilidad del capital social, en las normas sobre aportaciones sociales, reducción de capital, sobre aplicación de resultados del ejercicio y las relativas a la disolución de la sociedad de capital en caso de pérdidas.

De esta forma el capital social determina la estructura financiera de la compañía al actuar como una cifra de retención del patrimonio social, como un límite al aumento del capital que puede ser acordado por los administradores, al determinar la obligatoriedad de la disolución de la sociedad en caso de pérdidas, al establecer el umbral de la distribución de dividendos y al imponer el monto de la reserva legal.

En su dimensión organizativa, en palabras de FUENTES MASSAGUER, “el capital social es el instrumento jurídico que particulariza a la sociedad anónima como técnica de organización jurídica de una empresa”⁷. En estos términos, el capital social es una referencia para determinar la organización financiera de la sociedad y para precisar la posición jurídica de los socios en la vida social interna.

Bajo esta óptica, el capital social es utilizado como referencia para constituir los órganos de la sociedad, ya que determina el quórum constitutivo y decisorio para la toma de decisiones en el seno de la junta general, además de permitir calificar la lícita o ilícita constitución de la junta universal. En relación con los accionistas, salvo los derechos especiales otorgados o la privación de los mismos, el capital social determina la intensidad de los derechos sociales individuales de estos y la base para el ejercicio de los derechos de las minorías.

El capital social tiene también el propósito de ser utilizado como capital de explotación por la sociedad, pues es un vehículo que permite a las compañías participar dentro del mercado, además de ser utilizado a largo plazo como un activo que permite a las sociedades obtener financiación⁸.

El capital social disciplina a los accionistas en tanto y en cuanto limita su responsabilidad al monto de los activos de la compañía de forma correlativa a la obligación de estos de contribuir con sus propios activos para participar en la persona jurídica respectiva; con el aporte realizado a la sociedad no solo se

6 FUENTES MASSAGUER, ob. cit., p. 5550.

7 Ibíd., p. 5553.

8 A propósito PENTZ: “*The share capital also serves as working capital for the company. If the company could be formed as a legal entity without any assets, it could not conduct any business. The company would be incapable of participating in the market from the outset*”: en PENTZ, PRIESTER y SCHWANNA, ob. cit., p. 44.

genera la posibilidad de compartir el éxito de la actividad social, sino también de asumir el riesgo de la misma ante el fracaso –*the moral hazard*–⁹.

En materia de registro, la publicación de la cifra de capital social que posee la compañía es recibida como una señal de buena fe por los inversores potenciales de la sociedad; de esta forma la participación financiera de los socios es un indicativo de que ellos mismos están comprometidos y convencidos del éxito del proyecto.

De acuerdo con LUTTER, durante la fase de formación el capital social facilita el inicio de la vida empresarial y reduce los riesgos de una insolvencia temprana. Durante la etapa de desarrollo del objeto social el capital mínimo asegura que solo sean distribuidos los beneficios obtenidos, además de ser una norma marco para establecer un régimen de deberes de socios y administradores.

El capital legal también es una regla de “*corporate finance*”, que conmina a los socios fundadores a proveer un mínimo de equidad, al alentarlos a estipular una base patrimonial continua, que en caso de verse reducida deberá ser restaurada con los beneficios futuros. De esta forma, las normas sobre el capital mínimo exigen un esquema de buen gobierno financiero de libre acceso para inversores y posibles partes contractuales¹⁰.

Además de ello, el capital social proporciona cierta clase de seguridad legal para los socios y directores, ya que, al ser cumplidas las reglas a cabalidad, la probabilidad de que aquellos deban contribuir ante un escenario de insolvencia o liquidación disminuye considerablemente, pese al altísimo riesgo que sí sigue en cabeza de los acreedores; por otro lado este esquema evita el “saqueo” patrimonial de la compañía como consecuencia de una oferta pública de adquisición.

Ahora bien, la ideología y la base del régimen de capital social contenido en los ordenamientos de la Unión Europea se encuentran en la Directiva 77/91/CEE del Consejo, de 13 de diciembre de 1976, “tendente a coordinar, para hacerlas equivalentes, las garantías exigidas a los Estados Miembros a las sociedades, definidas en el párrafo segundo del artículo 58 del Tratado, con el fin de proteger los intereses de los socios y terceros, en lo relativo a la constitución de la sociedad anónima, así como al mantenimiento y modificaciones de su capital” (en adelante, la Segunda Directiva).

La Segunda Directiva se creó con el fin de garantizar la igualdad de trato que cada una de las legislaciones de los Estados miembros debía prever en su ordenamiento, y para asegurar una adecuada protección a los acreedores socia-

9 Esta premisa se refleja en la participación de capital exigida estatutariamente, ya que de lo contrario los accionistas podrían llevar a cabo actividades comerciales y participar en las oportunidades de negocio de forma arriesgada y temeraria, o incluso dañar a los acreedores sin hacer frente a cualquier riesgo de responsabilidad personal.

10 C. LUTTER, “Legal capital of public companies in Europe. Executive summary of considerations by the expert group on ‘Legal Capital in Europe’”, en AA.VV. *European Company and Financial Law Review*, De Gruyter Recht, 2006, vol. 1, p. 4.

les, mediante la homogeneización de las normas relativas a la constitución de las sociedades y a su capital social.

Los ejes centrales los constituirían así el capital social, la idea de un capital mínimo que no podría ser inferior a 25.000 unidades de cuentas europeas, y las normas para su mantenimiento. De esta forma se establecieron normas a favor de la protección de los accionistas relacionadas con la convocatoria de las juntas generales en los supuestos de aumento o reducción de capital¹¹, con el derecho de suscripción preferente en caso de aumento de capital y con la consagración de un principio de igualdad de trato de los socios.

En cuanto a la protección de los acreedores, la Directiva instauró normas en las que se prohibían distribuciones indebidas a los accionistas, se limitaba la adquisición de acciones propias, y se prohibía el adelanto de fondos o el otorgamiento de préstamos para la adquisición de las acciones de la sociedad por un tercero¹².

Además de lo anterior, en la versión primigenia de la Directiva, y aun después de las modificaciones realizadas por la Directiva 2006/68/CE, se hizo especial referencia a la información que debe ser suministrada por las sociedades anónimas a quien interese, principalmente la relacionada con el capital social, ya que el art. 2 señala la obligatoriedad de incorporar en la escritura social la cifra del capital suscrito, si la compañía no tiene autorizado, y de este último, en caso de existir. El art. 3 adicionó que en la escritura de constitución, los estatutos u otro documento adicional debía indicarse: el importe del capital suscrito desembolsado al momento de la constitución, o una vez otorgada la autorización de funcionamiento; el valor nominal de las acciones suscritas; y, el valor nominal de las acciones emitidas en contraprestación de las aportaciones no dinerarias, si las acciones son nominativas o al portador, y en caso de que la legislación de cada Estado lo permita, si las hay impropias.

Así las cosas, los Estados miembros se veían compelidos a incorporar en sus legislaciones sobre sociedades anónimas una norma de capital mínimo que, como se ha mencionado, debía ser de 25.000 unidades de cuenta europea, susceptibles de ser variadas por el Consejo, previa solicitud de la Comisión, con el fin de atender la evolución económica y monetaria de la Comunidad y la tendencia de reservar la elección de la sociedad anónima a las grandes y medianas empresas¹³.

En lo relativo al capital suscrito, la Directiva fue enfática al señalar que este no podría ser nunca inferior al capital mínimo, salvo que, realizada una opera-

11 Sobre el estudio de la interpretación del art. 297 TRLSC, véase M.M. SÁNCHEZ ÁLVAREZ, “Reducción de capital y capital autorizado (¿un supuesto praeter legem?)”, en *Revista de derecho de sociedades*, Aranzadi, 2014, n.º 42, p. 209-218.

12 GARCÍA MANDOLONIZ, ob. cit., p. 281-282.

13 *Ibíd.*, p. 283.

ción de reducción, la sociedad se comprometiera a llevar a cabo con posterioridad un aumento del capital suscrito hasta un monto por lo menos igual a la cifra del capital mínimo (art. 30-33).

Concretamente, la idea que subyace en el régimen consagrado en la Segunda Directiva es la de proteger a los acreedores mediante normas articuladas que reducen el riesgo de que las sociedades incumplan las obligaciones a su cargo.

De esta forma el capital social compele a los socios a asumir alguna proporción del riesgo implícito en el ejercicio de la actividad corporativa, con lo que previene la asunción de proyectos negociales con alto riesgo de fracaso, tal como ya se ha advertido. Una de las formas de disminuir este riesgo es mediante el instituto del capital social mínimo y mediante la obligación de los socios de suscribir una parte de cada acción y el deber de dar a conocer este valor.

En esta misma dirección es importante generar normas que regulen el mantenimiento de un determinado monto del capital social para evitar la distribución de dividendos a los socios a toda costa y en detrimento del pago de las obligaciones a cargo de la compañía. La Segunda Directiva proscribe la distribución si los activos netos de la sociedad están por debajo del capital suscrito (más las reservas que no son objeto de distribución), o si tal situación se presentase una vez realizada la distribución de beneficios.

Para ANDREAS es difícil entender cómo, preservando cierto monto de capital, se protege a los acreedores. Si este es insuficiente o no existe, los socios tienen un fuerte incentivo para arriesgarse con el capital social aun si esa apuesta es ineficiente de cara a la conveniencia o no de realizar ciertos negocios, y también pueden verse expuestos a un problema de subinversión –*underinvestment problem*– en el que, si el débito está en riesgo, en cualquier operación que traiga consigo un beneficio, este se entenderá obtenido a favor de los acreedores y no de los socios, motivo por el cual estos tienen un incentivo para rechazar proyectos que puedan significar un valor actual neto (NPV)¹⁴.

Por otro lado, las normas de la Segunda Directiva también tienen el ánimo de prevenir que los socios mayoritarios diluyan el valor de las acciones y controlen los derechos de los socios minoritarios. De este modo, como regla general, la Segunda Directiva reserva a los socios la decisión de aumentar el capital suscrito, y con ello el control de los términos en que se puede realizar una nueva emisión de acciones. Así se evita que la emisión de acciones se convierta en un mecanismo para adquirir de forma rápida dinero en efectivo con diferentes propósitos, los cuales van desde la administración social, al pago de las obligaciones salariales, hasta la adquisición empresarial. Sin embargo, para hacer más flexible este esquema, la Directiva prevé la posibilidad de que esta facultad sea delegada

14 E. ANDREAS, "Life without legal capital: lessons from American Law", en AA.VV. *European Company and Financial Law Review*, De Gruyter Recht, 2006, vol. 1, p. 652.

a los administradores por un período de hasta cinco años y hasta una cantidad máxima estipulada.

Además del aumento del capital suscrito, la Directiva también reserva a los socios la toma de decisiones relativas a la readquisición de acciones y a la reducción del capital.

El que se reserve a los socios el derecho de tomar las decisiones concernientes al aumento y reducción de capital o a la readquisición de acciones nada tiene que ver con controlar la forma y condiciones en que estas operaciones son aprobadas por el máximo órgano social. Por tanto, la Segunda Directiva establece un derecho de suscripción preferente (art. 29) si son emitidas nuevas acciones por un precio por debajo del valor actual; derecho que no es absoluto ya que –tal como lo señala este instrumento– solo podrá ser ejercido cuando el aumento de capital suscrito se realice por aportaciones dinerarias y si su ejercicio no ha sido proscrito en una decisión tomada por la junta general¹⁵.

Además de lo anterior, la Segunda Directiva pretende asegurar que, aun habiendo un precio justo en la emisión de acciones, los socios no eviten su pago. La sociedad no puede renunciar al derecho de la retribución de sus acciones, ni total ni parcialmente (art. 12). Si el pago se realiza en especie, un experto deberá certificar que el valor económico de los activos corresponde al precio de las acciones.

En materia de distribución de beneficios, el modelo europeo parte de la premisa que establece la distribución a prorrata de los dividendos y de otros beneficios sociales. No obstante esto, puede ocurrir que los socios mayoritarios acuerden otro tipo de operaciones con el fin de desviar los activos sociales; por este motivo las normas europeas prohíben de forma expresa las distribuciones “ocultas”.

II. Principios que rigen al capital social

1. Determinación y unidad

La cifra de capital habrá de ser única y además determinada en los estatutos sociales, sin que esto, se reitera, refleje la situación patrimonial de la empresa; así, como lo afirma CÁMARA ÁLVAREZ, el capital social expresa una cifra determinada y fija. No es posible la existencia de sociedades anónimas de capital variable, lo que no quiere decir que deba ser inamovible¹⁶.

El art. 23 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital en España (TRLSC) establece que los estatutos habrán de contener el capital social y las acciones en las que se divida, su valor nominal y su numeración. Y continúa: “las clases de acciones y las series, en caso de que existieran; la parte del valor nomi-

15 *Ibíd.*, p. 654.

16 CÁMARA ÁLVAREZ, *ob. cit.*, p. 16.

nal pendiente de desembolso, así como la forma y el plazo máximo en que satisfacerlo; y si las acciones están representadas por medio de títulos o por medio de anotaciones en cuenta. En caso de que se representen por medio de títulos, deberá indicarse si son las acciones nominativas o al portador y si se prevé la emisión de títulos múltiples”.

En armonía con este principio, el art. 79 TRLSC establece que las acciones en las que se divida el capital social deberán estar íntegramente suscritas por los socios, y desembolsadas en al menos una cuarta parte de cada acción al momento de otorgar la escritura de constitución o de aumento de capital. Los accionistas deberán aportar a la sociedad la porción de capital que hubiera quedado pendiente de desembolso en la forma y dentro del plazo previsto por los estatutos sociales, tal como lo señala el art. 81. La mora en el pago, una vez vencido el plazo previsto en los estatutos, no les permitirá a los socios ejercer su derecho al voto, recibir dividendos ni suscribir de manera preferente acciones u obligaciones convertibles –art. 83 TRLSC–.

2. Estabilidad

El principio de estabilidad se ha erigido como pieza fundamental para la protección de los intereses de los acreedores de la sociedad. De acuerdo con este, se debe impedir que la cifra de capital establecida en los estatutos sea alterada, salvo que medie una reforma estatutaria para su aumento o disminución¹⁷. Así, “el capital es configurado como un ente estático. En contraposición a lo dinámico, que agiliza, lo estático paraliza o, al menos, ralentiza el procedimiento de cambio, al alza o a la baja, de la cuantía estatutaria del capital”¹⁸.

Debido a que la proyección¹⁹ de este principio alcanza mayor relevancia cuando se trata de operaciones de disminución de capital, los ordenamientos

17 En estos términos LUTTER: “*Legal capital – including share premiums (if applicable) – is the sum of contributions by shareholders provided to the company as equity, on a continuing basis and announced to the public. If this is accepted as a rule of corporate finance and ‘consideration’ in return for exempting shareholders from liability for the debts of the company, it is obvious that such equity capital may not be extracted arbitrarily and at any time*”: ob. cit., p. 9.

18 GARCÍA MANDOLONIZ, ob. cit., p. 307.

19 KUHNER sintetiza que el principio del mantenimiento del capital se proyecta en tres áreas de regulación: 1. Normas sobre el aumento del capital suscrito: capital mínimo de constitución, sobre el porcentaje de suscripción de cada acción (25%) al momento de la constitución, relativas a la suscripción total de cada acción dentro de un período máximo determinado, regulación sobre activos tangibles; 2. Restricciones para la distribución de beneficios a los socios: la distribución está limitada al superávit del capital nominal; y, 3. Umbrales de capital nominal como fuente de consecuencias legales. Además afirma que este principio funge como remedio contra la información asimétrica de la etapa precontractual y poscontractual cuando existe el deber legal de hacer pública esta información. En KUHNER, C. “The future of creditor protection through capital maintenance rules in European company law. An economic perspective”, en AA.VV. *European Company and Financial Law Review*, De Gruyter Recht, 2006, vol. 1, p. 343.

jurídicos han configurado una serie de normas que tienen por finalidad conjurar los efectos adversos que para los acreedores pueden presentar estas modificaciones estatutarias; es evidente que en el supuesto en el que una modificación estatutaria pretenda aumentar el capital social se robustece la garantía de los créditos de los que son titulares los acreedores.

La regulación de la reducción de capital está prevista en los arts. 317 y ss. TRLSC. El art. 317, luego de establecer los supuestos que pueden dar origen a esta operación, señala en el numeral segundo que podrá hacerse ya sea mediante la disminución del valor nominal de las participaciones sociales o de las acciones, su amortización o su agrupación²⁰.

Para proceder con la reducción de capital, el art. 318 TRLSC²¹ establece que solo podrá realizarse cuando la junta general así lo apruebe y se hayan cumplido –además de los requisitos generales para una modificación estructural–: la incorporación expresa de la cifra de reducción del capital en el acuerdo, la finalidad de la reducción, el procedimiento mediante el cual la sociedad ha de llevarlo a cabo, el plazo de ejecución y la suma que haya de abonarse, en su caso, a los socios.

A más de lo anterior, se establecen otra serie de requerimientos de acuerdo a la manera en la que se lleve a cabo la reducción de capital: así, cuando se realice para devolver el valor de las aportaciones que no afecte por igual a todas las acciones de la sociedad, será menester contar con un acuerdo separado de la mayoría de los accionistas interesados –art. 329 TRLSC²²–; y, cuando se trate de una modificación por causa de pérdidas, se establece una obligación de paridad de trato para afectar en la misma proporción a todas las acciones en su valor nominal, respetando los privilegios que por ley o por los estatutos se hayan reconocido a esta clase de acciones –art. 320 TRLSC–.

20 Art. 317: “Modalidades de la reducción:

“1. La reducción del capital puede tener por finalidad el restablecimiento del equilibrio entre el capital y el patrimonio neto de la sociedad disminuido por consecuencia de pérdidas, la constitución o el incremento de la reserva legal o de las reservas voluntarias o la devolución del valor de las aportaciones. En las sociedades anónimas, la reducción del capital puede tener también por finalidad la condonación de la obligación de realizar las aportaciones pendientes.

“2. La reducción podrá realizarse mediante la disminución del valor nominal de las participaciones sociales o de las acciones, su amortización o su agrupación”.

21 Art. 318: “El acuerdo de reducción del capital social:

“1. La reducción del capital social habrá de acordarse por la junta general con los requisitos de la modificación de estatutos.

“2. El acuerdo de la junta expresará, como mínimo, la cifra de reducción del capital, la finalidad de la reducción, el procedimiento mediante el cual la sociedad ha de llevarlo a cabo, el plazo de ejecución y la suma que haya de abonarse, en su caso, a los socios”.

22 Art. 329: “Requisitos del acuerdo de reducción:

“Cuando el acuerdo de reducción con devolución del valor de las aportaciones no afecte por igual a todas las participaciones o a todas las acciones de la sociedad, será preciso, en las sociedades de responsabilidad limitada, el consentimiento individual de los titulares de esas participaciones y, en las sociedades anónimas, el acuerdo separado de la mayoría de los accionistas interesados, adoptado en la forma prevista en el artículo 293”.

Finalmente, en materia procesal, el art. 319 TRLSC determina que el acuerdo de reducción del capital de las sociedades anónimas deberá ser publicado en el Boletín Oficial del Registro Mercantil y en la página web de la sociedad o, en el caso de que no exista, en un periódico de gran circulación en la provincia en que la sociedad tenga su domicilio.

Para los acreedores, de manera concreta, el art. 334 TRLSC reconoce el derecho a oponerse a la operación de reducción de capital cuando sus créditos hayan nacido antes de la fecha del último anuncio del acuerdo de reducción del capital, no hayan vencido en ese momento y no cuenten con una garantía suficiente. Este derecho de oposición solo surgirá cuando se trate de una reducción de capital efectiva o real y no nominal o contable; es decir, los acreedores podrán hacer uso de este derecho frente al supuesto de hecho de una devolución de aportaciones o condonación de dividendos pasivos, situaciones estas que sí implican una minoración de los elementos patrimoniales.

No obstante que la reforma de la Segunda Directiva que se hizo en el año 2006 advertía la conveniencia de instaurar en los Estados miembros mecanismos judiciales o administrativos de defensa, para los acreedores que demostraran que la sociedad no había garantizado los créditos a su favor y que la reducción de capital implicaba un detrimento real al pago de su acreencia, en España aún no se ha incorporado ninguna referencia a una autoridad administrativa o judicial –como sí acontece en los ordenamientos francés, italiano o portugués–, como tampoco ningún otro mecanismo que exija prueba alguna del perjuicio por parte del acreedor ni contraprueba por la sociedad de la inexistencia de riesgo alguno²³.

3. Integración

A la cifra de capital debe relacionarse una efectiva aportación patrimonial, tal como lo establece el art. 59 TRLSC al prescribir que será nula la creación de participaciones sociales y la emisión de acciones que no respondan a una efectiva aportación patrimonial a la sociedad.

Derivado de este principio, deviene mandatoria la suscripción total del capital por los socios, pese a la norma permisiva del art. 79 TRLSC que los faculta para que al momento de la constitución de la sociedad o del aumento del capital suscriban por lo menos la cuarta parte del valor nominal de cada una de las acciones²⁴; en este mismo sentido, el art. 134 TRLSC proscribía que la sociedad adquiriera sus propias acciones o las emitidas por su sociedad dominante en el momento de

23 GARCÍA MANDOLONIZ, ob. cit., p. 310.

24 Así lo entiende CÁMARA ÁLVAREZ: “La adecuación del patrimonio al capital exige que las acciones que lo representen estén totalmente suscritas y desembolsadas, aunque para el desembolso se permite que inicialmente sólo se desembolse la cuarta parte del capital nominal representado por cada acción con obligación de desembolsar la diferencia”: CÁMARA ÁLVAREZ, ob. cit., p. 39.

su constitución, ya que –tal como lo advierte GARCÍA MANDOLONIZ– esta adquisición originaria entraña un riesgo para los terceros y para los socios: en el primer caso, porque se sustituye una parte del patrimonio social por esas acciones, lo que implica la reducción del activo; y en el segundo, porque los administradores podrían ejercitar esas acciones en beneficio propio o de un tercero²⁵.

Por otro lado, el art. 149 TRLSC permite que la sociedad anónima acepte en prenda o garantía sus propias acciones solo si cumple con los requerimientos del art. 146 TRLSC²⁶, mientras que el art. 150 TRLSC impide que una sociedad anticipe fondos, otorgue créditos, preste garantías o suministre cualquier forma de asistencia financiera para la adquisición por parte de un tercero de sus acciones o de las acciones de su sociedad dominante.

4. Correspondencia entre capital y patrimonio

Este principio, enunciado de forma prohibitiva, impide que en el desarrollo de la actividad social la cifra del patrimonio descienda por debajo de la cifra estatuta-

25 GARCÍA MANDOLONIZ, ob. cit., p. 311.

26 Art. 146: “Adquisiciones derivativas condicionadas:

“1. La sociedad anónima también podrá adquirir sus propias acciones y las participaciones creadas o las acciones emitidas por su sociedad dominante, cuando concurren las siguientes condiciones:

“a) Que la adquisición haya sido autorizada mediante acuerdo de la junta general, que deberá establecer las modalidades de la adquisición, el número máximo de participaciones o de acciones a adquirir, el contravalor mínimo y máximo cuando la adquisición sea onerosa, y la duración de la autorización, que no podrá exceder de cinco años.

“Cuando la adquisición tenga por objeto participaciones o acciones de la sociedad dominante, la autorización deberá proceder también de la junta general de esta sociedad.

“Cuando la adquisición tenga por objeto acciones que hayan de ser entregadas directamente a los trabajadores o administradores de la sociedad, o como consecuencia del ejercicio de derechos de opción de que aquéllos sean titulares, el acuerdo de la junta deberá expresar que la autorización se concede con esta finalidad.

“b) Que la adquisición, comprendidas las acciones que la sociedad o persona que actuase en nombre propio pero por cuenta de aquélla hubiese adquirido con anterioridad y tuviese en cartera, no produzca el efecto de que el patrimonio neto resulte inferior al importe del capital social más las reservas legal o estatutariamente indisponibles.

“A estos efectos, se considerará patrimonio neto el importe que se califique como tal conforme a los criterios para confeccionar las cuentas anuales, minorado en el importe de los beneficios imputados directamente al mismo, e incrementado en el importe del capital social suscrito no exigido, así como en el importe del nominal y de las primas de emisión del capital social suscrito que esté registrado contablemente como pasivo.

“2. El valor nominal de las acciones adquiridas directa o indirectamente, sumándose al de las que ya posean la sociedad adquirente y sus filiales, y, en su caso, la sociedad dominante y sus filiales, no podrá ser superior al veinte por ciento.

“3. Los administradores deberán controlar especialmente que, en el momento de cualquier adquisición autorizada, se respeten las condiciones establecidas en este artículo.

“4. Será nula la adquisición por la sociedad de acciones propias parcialmente desembolsadas, salvo que la adquisición sea a título gratuito, y de las que lleven aparejada la obligación de realizar prestaciones accesorias”.

ria del capital social; así, la cifra del patrimonio frente a terceros es un límite de la solvencia mínima de la sociedad²⁷.

Con el objetivo de mantener este *statu quo*, la ley ha diseñado una serie de mecanismos estrictos. El art. 273.2 TRLSC establece que solo podrán repartirse dividendos con cargo al beneficio del ejercicio, o a reservas de libre disposición, si el valor del patrimonio neto no es o, a consecuencia del reparto, no resulta ser inferior al capital social; en materia de reducción de capital, bien menciona el art. 327 TRLSC que esta será imperativa cuando las pérdidas hayan disminuido el patrimonio neto de la sociedad por debajo de las dos terceras partes de la cifra del capital y hubiere transcurrido un ejercicio social sin haberse recuperado el patrimonio neto, por lo que se admite un margen de tolerancia menor o igual a un tercio; y finalmente, en un supuesto de hecho más radical, cuando las pérdidas son superiores al margen establecido en el art. 327, el art. 363 lit. e TRLSC, establece como causa legal de disolución el supuesto en el que las pérdidas dejen reducido el patrimonio neto a una cantidad inferior a la mitad del capital social, a no ser que este se aumente o se reduzca en la medida suficiente, y siempre que no sea procedente solicitar la declaración de concurso.

5. Salvaguarda

Toda aplicación voluntaria de resultados debe respetar la integridad del capital; así, el patrimonio neto contable resultante de la aplicación debe ser al menos igual a la cifra de capital social, lo que se conoce como el principio de la “equivalencia mínima”.

Para autores como FERNÁNDEZ DEL POZO, no se está frente a una norma que defina la naturaleza misma de las sociedades de capital; aquella es apenas la consecuencia más obvia de las exigencias impuestas a la organización jurídico-financiera del patrimonio de gestión autónomo de una sociedad. “Es una consecuencia lógica de la definición misma de las diversas categorías no fungibles que integran los recursos propios de las diversas formas de organización de patrimonios autónomos y del principio de prudencia contable en relación al de ‘empresa en funcionamiento’ que presupone la gestión continuada de la empresa social”²⁸.

27 En este sentido se ha pronunciado GARCÍA MANDOLONIZ, ob. cit., p. 316 y CÁMARA ÁLVAREZ, ob. cit., p. 41-42: “El principio de adecuación del capital al patrimonio exige que durante la vida de la sociedad no se produzca a la baja una desproporción grande entre uno y el otro. Por eso, como sabemos, el artículo 163.l.11 obliga a la sociedad a reducir su capital cuando las pérdidas hayan disminuido su haber por debajo de las dos terceras partes y hubiere transcurrido un ejercicio social sin haberse recuperado el patrimonio, y el artículo 260.4 considera causa de disolución que el patrimonio quede reducido a consecuencia de pérdidas a una cantidad inferior a la mitad del capital social, a no ser que el capital se reduzca o se aumente”.

28 L. FERNÁNDEZ DEL POZO, “Aplicación de resultados y defensa del capital social. De nuevo sobre la crisis (presunta) de la noción de capital social”, en *Revista General de Derecho*, RGD, 1996, n.º 622-623, p. 8551.

III. Reglas que limitan el comportamiento del capital

1. Sobre la distribución

El art. 15 de la Segunda Directiva establece que cierto monto del capital social de la compañía no podrá ser reducido para ser distribuido a los socios. Por un lado, el objetivo de esta norma es proteger a los acreedores sociales ante la posibilidad de asignar el activo social frente a un escenario de insolvencia, y por el otro, evitar un trato desigual de los socios en el que solo uno o algunos de ellos sean acreedores de la distribución de beneficios.

Basta con decir por ahora, sin detrimento del esquema que se desarrollará en el acápite correspondiente a la crisis del modelo, que la Segunda Directiva limita dicha distribución a la concurrencia de dos supuestos: primero, que una cifra mínima de los activos permanezca incólume, y segundo, que la cifra distribuida a los socios no exceda los beneficios obtenidos en el año inmediatamente anterior²⁹.

2. Sobre el capital mínimo

El capital mínimo³⁰ comporta exigencias relacionadas con la función empresarial del capital social, ya que su establecimiento implica que las aportaciones sociales deben alcanzar una dimensión mínima como componente primigenio de la empresa, y es por esta razón que la figura se mantiene con especial interés para aquellas sociedades que tienen una dimensión mínima. Es un umbral de seriedad exigido para dar inicio a la actividad económica bajo ciertas formas sociales³¹.

Tal como lo señala GARCÍA MANDOLONIZ, la ley siempre ha pretendido adecuar el capital al objeto social, es decir, aquel está en función de “las actividades económicas concretas”³².

El objetivo de las normas que establecen un capital mínimo es evitar la infracapitalización de la sociedad y establecer un régimen de responsabilidad de los

29 R. VEIL, “Capital maintenance. The regime of the capital Directive versus alternative systems”, en AA.VV. *European Company and Financial Law Review*, De Gruyter Recht, 2006, vol. 1, p. 77.

30 Sobre los antecedentes legislativos de la figura en España ver R. GARCÍA VILLAVERDE, “El principio de capital mínimo”, en AA.VV. *La reforma del derecho español de sociedades de capital (Reforma y adaptación de la legislación mercantil a la normativa comunitaria en materia de sociedades)*, Civitas, 1987, p. 131-147, y M. OLIVENCIA RUIZ y P. NÚÑEZ LOZANO, “Disposiciones generales: segunda parte”, en AA.VV. *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, Thomson-Civitas, 2007, t. III, p. 241-303.

31 En FUENTES MASSAGUER, ob. cit., p. 5563, y M. BELTRÁN y A. ROJO, “Capital social mínimo”, en AA.VV. *Comentario de la ley de sociedades de capital*, Civitas Thomson-Reuters, 2011, p. 204-213.

32 Tal como lo advierte PENTZ, el capital social mínimo sirve como un “umbral de gravedad” que ayuda a prevenir la constitución de sociedades de forma prematura, no planificadas, fraudulentas o criminales. En PENTZ, PRIESTER y SCHWANNA, ob. cit., p. 46.

socios. La consagración de una cifra fija y determinada en relación con sociedades anónimas cerradas de gran envergadura no satisface la primera finalidad; es posible que la dimensión de la compañía pronto sea mayor que la cifra de capital mínimo, por lo que la norma pierde su sustento.

Para muchas empresas, este requerimiento es inocuo desde el punto de vista legal y económico, y ello es así porque el capital social de una compañía depende, en gran medida, del tamaño y tipo de empresa y de los requerimientos impuestos por el mercado. Las grandes corporaciones que están orientadas en el mercado financiero usualmente tienen un capital social que a todas luces excede el capital mínimo exigido por los ordenamientos jurídicos que establecen su régimen. Y en contraste con esta idea, las pequeñas sociedades pueden ser constituidas con menor capital social, por lo que el capital mínimo deviene como un requerimiento relevante³³.

Pues bien, en relación con los acreedores sociales, la cifra de capital mínimo se ha erigido como garantía para proteger las acreencias que tienen a su favor, cifra que resulta arbitraria en cualquier escenario, y no es un indicador real de la solvencia o capacidad de pago de la sociedad, puntos estos que sí resultan relevantes en pro de la conservación de sus intereses.

La limitación de la responsabilidad mediante esta institución en las sociedades de tamaño considerable es necesaria en orden a obtener un mercado amplio para las acciones y, por tanto, una inversión amplia en distintas compañías, limitando el riesgo específico de la sociedad. Para corporaciones de menor tamaño estas consideraciones tienen un menor significado, pues sus acciones están al margen de un mercado público de valores, y son los mismos socios los que manejan el desarrollo del objeto social, por lo que no se percibe una separación entre el control y la propiedad de la sociedad.

La limitación de la responsabilidad también es una herramienta para evitar el riesgo de los socios fundadores, quienes razonablemente temen perder lo invertido ante un eventual fracaso empresarial³⁴.

Paradójicamente, la limitación de la responsabilidad trae consigo un efecto perverso en la toma de decisiones por los socios, ya que esta se ve influenciada por la idea de que la limitación –proporcional a lo aportado– les permite asumir riesgos empresariales mucho mayores. Entre menor sea el aporte realizado por los socios al capital social, mayor será el incentivo. Igualmente, esta limitación promueve empresas improductivas si los socios fundadores logran traspasar con facilidad el riesgo de pérdida a los acreedores en un monto suficiente.

33 H. EIDENMULLER; B. GRUNEWALD y U. NOACK, “Minimum Capital in the system of legal capital”, en AA.VV. *European Company and Financial Law Review*, De Gruyter Recht, 2006, vol. 1, p. 21.

34 *Ibíd.*, p. 22.

IV. Crisis del modelo europeo

Bajo una idea de simplicidad y agilidad, parece que las normas que regulan el capital mínimo y la distribución de beneficios están llamadas a replantearse para ser adaptadas a las formas y principios pregonados por el sistema anglosajón sin perder de vista los mecanismos de tutela de los socios y acreedores. El planteamiento de un capital mínimo y estático contrasta con la naturaleza misma de la gestión social, los altos costes, y la eficacia y competitividad empresarial que demandan ser reguladas desde otra perspectiva, con el fin de promover un estatuto sencillo, flexible y permisivo³⁵.

Las normas³⁶ que velan por la conservación del capital social mediante sendas prohibiciones para llevar a cabo la aplicación de resultados de la compañía y sobre el capital mínimo, distan de ser un mecanismo para velar por la integridad de este. Es necesario preguntarse si efectivamente las limitaciones sobre la distribución de beneficios que comporta que el patrimonio neto sea superior al capital social cumplen su función de garantía, o si se trata, hoy por hoy, apenas de un rezago del derecho de sociedades de antaño.

De forma reiterada, la doctrina ha criticado el esquema de capital social europeo: por considerar insuficiente la imposición de tener un valor nominal del mismo para la protección de los acreedores; por la falta de flexibilidad frente a la necesidad de cambiar la estructura del capital como respuesta a situaciones típicas del ciclo de vida corporativo, como las operaciones de reestructuración, incluidas las adquisiciones apalancadas, los pagos a los socios fundadores o disidentes o cualquier tipo de operación apta para afrontar situaciones de crisis; y, por los altos costos de transacción que trae consigo la aplicación del conjunto de normas sobre el mantenimiento de capital, de por sí ya complejas, como se ha establecido en líneas precedentes.

35 Un planteamiento similar realiza LUTTER al afirmar que, tal como se ha diseñado la Segunda Directiva, esta no previene la insolvencia ni garantiza que los socios fundadores de la compañía tengan que proceder a la capitalización, pues las normas que regulan la cuestión no plantean una solución a esta problemática, además de impedir la distribución razonable de beneficios. En LUTTER, ob. cit., p. 2.

36 Tal como lo señala ARMOUR: “*A rule prohibiting return of capital seeks to prevent a company from making distributions to its shareholders at any point at which the company’s net assets do not exceed the stated value of its capital accounts. The rules must also cover other forms of transaction whereby assets are directly or indirectly transferred to shareholders for less than market value – including share repurchases, the giving of financial assistance by a company for the acquisition of its own shares, and undervalue transactions between a company and its members*”: J. ARMOUR. “Legal Capital: An outdated concept?”, en *European Business Organization Law Review*, T.M.C. Asser Press, 2006, p. 5-6. Disponible en <http://journals.cambridge.org/action/displayAbstract?fromPage=online&aid=447708>

1. La crisis de las normas sobre la aplicación de resultados

La principal razón que justifica la existencia de las normas sobre la aplicación de resultados y el capital mínimo es la protección de los acreedores sociales; estos pueden identificarse dentro de dos categorías: aquellos que tienen la capacidad de modificar los términos en que se realizan los préstamos para hacer frente a los riesgos asociados al impago, y aquellos que no tienen tal potestad.

La primera clase se caracteriza por tener la capacidad financiera –reflejada en el monto de la operación– de asumir los costos de transacción, de la consecución de la información y la negociación, entre otros gastos, lo que permite la aparición de exigencias posteriores atadas a la minoración del riesgo que asumen al contratar con la compañía. El segundo tipo de acreedores no tiene esta capacidad, y por tanto no tiene la facultad de alterar los términos del crédito en respuesta al nivel de riesgo de su deudor; entre estos cabe destacar a los empleados, consumidores o a las víctimas de cualquier tipo de agravio.

Las normas que limitan la distribución de dividendos a los socios tienen sentido, puesto que buscan limitar el riesgo de un comportamiento oportunista de aquellos. La distribución de dividendos reduce los activos netos de la compañía y por ende expone a los acreedores a un riesgo mayor de no pago de los débitos que tienen a su favor³⁷.

De acuerdo con FERNÁNDEZ DEL POZO, el modelo europeo se encuentra con algunas dificultades en esta materia, como los siguientes.

– *La imposibilidad de determinar el patrimonio neto contable*

En un sistema de contabilidad por partida doble, hacer mención al patrimonio neto contable es tanto como referirse al valor del activo real menos el pasivo exigible; a diferencia del patrimonio real que resulta de la aplicación de criterios extracontables.

El cálculo del patrimonio neto contable depende del valor de los recursos o fondos propios de la sociedad, y he aquí la primera dificultad. Tanto en el derecho español como en el derecho comparado no hay una definición de lo que deba entenderse e incluirse bajo este rótulo. Se ha entendido que los fondos propios están integrados por las cuentas que representan las fuentes básicas de financiación de la sociedad y que están afectadas a la cobertura del riesgo inherente de la explotación social. En estos términos, la condición de recurso propio se obtiene cuando es idóneo para cubrir las pérdidas eventuales, por lo que dentro de esta categoría cabrán recursos de menor y mejor calidad, lo que se traduce indudablemente en un problema de calificación de activos³⁸.

37 *Ibíd.*, p. 14.

38 FERNÁNDEZ DEL POZO, *ob. cit.*, p. 8555.

– La eficacia de la norma reposa sobre la correcta aplicación de los criterios contables

Las limitaciones a la aplicación de resultados y su eficacia real están íntimamente relacionadas con el uso adecuado de las técnicas de la contabilidad, la valoración, periodificación, amortización, corrección de valor, dotación de provisiones y registro de resultados, entre otras. Por esta razón, en materia contable se ha desarrollado “el principio de la relatividad de resultados”; de acuerdo con este, el beneficio de cada ejercicio puede ser relativo por dos causas principalmente: por un lado, por la necesidad de aplicar criterios de valoración subjetivos en la determinación cuantitativa de los componentes de resultado; y por el otro, por la división del desarrollo de la actividad social en periodicidades anuales, lo que implica una notable diferencia entre los ingresos y los gastos de ejercicio³⁹.

– La ineficacia “real” de la regla

La base de la limitación para la atribución de beneficios a los socios se halla en la comparación de dos elementos, uno de ellos de naturaleza esencialmente cambiante: el patrimonio en explotación de una empresa social. La ley no ha previsto mecanismos que corrijan la depreciación en términos reales del capital.

El test de balance está fuertemente influenciado por el “principio de prudencia”, y conduce a una visión asimétrica de los riesgos y oportunidades, pese a que deben ser tratados de forma simétrica con el fin de dar una “imagen fiel” de la situación económica de la empresa; ya que, mientras que las ganancias solo se reconocen en los libros cuando son efectivamente “hechas”, las pérdidas y otros riesgos tienen que ser incorporados aun si son meramente probables; además de ello, el aumento del valor de mercado de los activos tampoco se refleja en los libros, mientras que los valores decrecientes sí conducen a castigos efectivos en las cuentas de la compañía⁴⁰.

– La regla no garantiza liquidez o evita el sobreendeudamiento

El capital social es una cifra contable y abstracta que no tiene por qué materializarse en bienes o derechos concretos. Las normas en esta materia nada dicen sobre “la liquidez –*cashflow*–; sobre la adecuada cobertura del circulante por los recursos permanentes –*working capital*–, o sobre la estructura de capital medida

39 Ibid., p. 8557.

40 S. WOLFGANG, “Balance Sheet Tests or Solvency Tests. Or Both?”, en *European Business Organization Law Review*, T.M.C. Asser Press, 2006, p. 186. Disponible en: http://journals.cambridge.org/abstract_S1566752906001819

por una adecuada proporción entre los recursos propios y los ajenos –coeficiente o *ratio* de endeudamiento o ‘*leverage*’–⁴¹.

La distribución de dividendos es una operación que compromete la liquidez de la compañía, pues la sociedad que los reconoce, en principio, deberá tener efectivo suficiente en su patrimonio o deberá procurárselo por algún medio; medio que la puede hacer incurrir en sobreendeudamiento, iliquidez, peligro de sobreseimiento de pagos e incluso pérdidas. Estos peligros permitieron que se diera cabida al uso de los beneficios netos o líquidos, a los cuales de forma oportuna ya se han realizado las deducciones a que haya lugar, para proceder a la aplicación de resultados.

La norma tampoco garantiza una adecuada estructura de capital, “una razonable composición de los recursos financieros que integran la financiación de la compañía”, ni impide la infracapitalización material.

Ahora bien, como sistema alternativo a las normas que limitan la distribución de dividendos se ha considerado la posibilidad de utilizar la autonomía negocial de las partes para celebrar convenios de préstamo en los que los acreedores “s sofisticados” o con poder de negociación incluyan cláusulas que limiten la capacidad de las sociedades para realizar transacciones perjudiciales a sus intereses; sin embargo, resulta difícil entender por qué razón habría de preferirse un acuerdo con estos términos –con una proyección histórica de los beneficios– en contraposición al uso que de los balances generales en el momento de la celebración del contrato puedan realizar los acreedores⁴².

Por todo ello, si la intención de la Segunda Directiva fue la de construir un esquema de capital que velara por una adecuada distribución de los beneficios sociales, se revisará qué métodos adicionales, desde la experiencia norteamericana, pueden ser útiles para cumplir esta función.

a. El test de insolvencia y la ‘Revised Model Business Corporation Act’ –RMBCA–

En Estados Unidos subsisten dos sistemas: el modelo tradicional, basado en un cifra cierta de capital suscrito (*stated capital o legal capital*), modelo similar al contenido en la Segunda Directiva, en el que la distribución de beneficios a los socios está sujeta a un test de balance de ejercicio –*balance sheet test*–; y modelos alternativos que convergen en la necesidad de mantener un monto de capital social.

La mayoría de los Estados no requieren mantener cierto monto de activos netos o ratios financieros antes de proceder a la distribución de dividendos o a la readquisición de acciones. En su lugar, la RMBCA ha adoptado un estándar que protege de forma directa a los acreedores: el test de insolvencia. La insolvencia

41 FERNÁNDEZ DEL POZO, ob. cit., p. 8561.

42 Sobre el tema ver ARMOUR, ob. cit., p. 16.

no solo marca el punto de mayor materialización del riesgo de los acreedores, sino que es también una limitación que ha sido usada ampliamente como un mecanismo de seguridad alterno al capital social.

En este mismo sentido, la *Model Business Corporation Act* –MBCA– determina que la distribución de dividendos podrá proceder solo si, una vez realizada, la sociedad está en capacidad de hacer frente a las obligaciones que tiene a su cargo, como lo haría en el curso ordinario de sus negocios –*The equity insolvency test, section 6.40 c 1*–. Por otra parte, los activos de la compañía no pueden, una vez realizada la distribución, ser menores que la suma total de los créditos a cargo de la sociedad –*the balance sheet test, section 6.40 c 2*–⁴³.

Así, de acuerdo con el test de insolvencia, la compañía no podrá proceder con la distribución si antes de esta es insolvente, o si producto de la operación deviene así, esto es, en incapacidad de asumir el pago de sus obligaciones dentro del giro ordinario de sus negocios; por lo que hay una notable diferencia con el test de balance de ejercicio, ya que de acuerdo con este, la distribución será ilícita si a consecuencia de aquella el patrimonio neto no cubre el total de las obligaciones.

Para algunos el debate sobre la idoneidad de uno u otro test debe decidirse una vez analizados algunos elementos. El primero de ellos en este contexto es asegurarse de que la empresa dispone de liquidez suficiente para hacer los pagos en efectivo a sus deudores. Este requisito se considera cuando se solicita demostrar la capacidad de una empresa para pagar sus deudas “a su vencimiento”. Una prueba de balance de ejercicio no se ocupa de esta cuestión, ya que no tiene en cuenta las fechas de liquidación de un pasivo, ni tiene en cuenta si los fondos de la compañía están atados a los activos no líquidos, o si el curso de los negocios de la empresa requiere de la disponibilidad de fondos adicionales para las inversiones o los gastos corrientes en el futuro.

Así las cosas, una prueba de solvencia está mucho mejor equipada para asegurarse de que el flujo de caja que la empresa ha proyectado permite a los administradores cumplir con las obligaciones futuras que están previstas en el ejercicio de la actividad; este test no solo tendrá en cuenta el vencimiento de los pasivos, sino también echará un vistazo al plan comercial de la gestión y a la cantidad de dinero colocado en activos no líquidos⁴⁴.

El segundo tema que debe ser abordado es cómo las obligaciones a largo plazo son tratadas por cada una de las pruebas. El test de balance es bastante

43 En un sentido similar, FERNÁNDEZ DEL POZO afirma que, entendida la “distribución” como cualquier operación que implique una transmisión de bienes y derechos de la sociedad a los socios y que tenga como causa el contrato social, lo que incluye el pago de dividendos, el reembolso o el pago al socio de la cuota de separación o liquidación, la RMBCA establece que toda distribución no deberá realizarse con cargo a los beneficios o reservas libres –*earned surplus*–, sino que basta con satisfacer positivamente los test de solvencia –*solvency test*– y de valor patrimonial según balance –*balance sheet test*–. FERNÁNDEZ DEL POZO, ob. cit., p. 8566.

44 WOLFGANG, ob. cit., p. 189.

sencillo en este aspecto ya que requiere que todos los pasivos que se han acumulado hasta ese momento sean cubiertos por los activos existentes en la fecha de distribución, independientemente de la fecha en que el pago tenga que ser realizado. El test de solvencia es más indulgente, ya que solo ve en un horizonte de tiempo limitado la solvencia de una empresa; sin embargo, cualquier prueba de solvencia limitada en el tiempo va a funcionar en detrimento de los acreedores a largo plazo, incluyendo la mano de obra actual y anterior (en el caso de los pasivos de pensiones).

Por lo tanto, no se debe optar por un test de solvencia de forma exclusiva: una opción es combinar esta prueba con un test de balance; así, las obligaciones a largo plazo estarán cubiertas adecuadamente por los activos existentes.

En lo relativo a la legitimación para su elaboración, son los directores o administradores de la sociedad los llamados a realizar el test, ya sea el de balance de ejercicio o el de solvencia, pues son ellos quienes tienen el mejor conocimiento de las operaciones y perspectivas de la empresa, y también quienes están a cargo de las cuentas de aquella. Los administradores tendrán que presentar un certificado donde conste su visión de la liquidez y de la situación de los negocios de la compañía, expresando así la expectativa razonable de que la empresa estará en condiciones de cumplir con sus obligaciones, y también deberán expresar un juicio sobre si los fondos disponibles son suficientes para garantizar el pago de las deudas que vencen. Exámenes adicionales de los auditores se caracterizan por ser superfluos y costosos, por lo que no constituyen una alternativa que promueva la eficiencia y economía que pretenden conseguir quienes velan por la revisión del sistema de capital social⁴⁵.

Los méritos de esta propuesta serán juzgados de manera diferente de acuerdo con el concepto y la experiencia de los operadores jurídicos que se enfrentan con el tema de la independencia y la neutralidad de los administradores. Es evidente que los directores son los principales agentes de los accionistas, cuyos fondos administran y son nombrados y destituidos por ellos. En las pequeñas y medianas empresas, los accionistas a menudo actúan como los propios directores. Por lo tanto, es menester desarrollar disposiciones y sanciones procesales y sustanciales que garanticen que los directores no van a proceder de la forma más probable, es decir, dando una visión optimista de la capacidad de la compañía para satisfacer a sus acreedores en el futuro.

El uso de cualquiera de las fórmulas relacionadas con la aplicación de un test de solvencia o de balance de ejercicio ha sido ampliamente criticado por aludir a conceptos jurídicos indeterminados como lo “razonable” o los “criterios contables generalmente aceptados”.

Sin embargo, hay que decir que el que la norma presuponga una correcta aplicación de las reglas contables no significa que esté formulada en términos jurídicos indeterminados o que implique una aplicación arbitraria.

45 *Ibíd.*, p. 194.

La ley permite un cierto margen de maniobra para considerar cuáles son los activos e ingresos que habrán de tenerse en cuenta al momento de realizar la aplicación de resultados de ejercicio. La relatividad de los criterios para determinar cuáles son los beneficios es apenas aparente desde el punto de vista jurídico.

La aplicación de resultados podrá, conforme a derecho, ser legal o ilegal. Será de una u otra forma dependiendo de si se realiza o no en contravención con lo dispuesto por las normas contables, lo que conduce a la infracción del principio de la imagen patrimonial fiel de la sociedad.

b. Exceso de capital social

Para el año 2000, treinta y cinco estados de la Unión, aproximadamente, habían incorporado a sus legislaciones la perspectiva contenida en la RMBCA, salvo Delaware y Nueva York que aún mantienen los preceptos normativos que establecen que los dividendos sociales solo pueden ser distribuidos de la cuenta de superávit; y Nueva York exige, adicionalmente, que la compañía no devenga insolvente a consecuencia de dicha distribución.

En Delaware, incluso si no hay superávit, puede haber distribución de los beneficios del año en curso o del año fiscal inmediatamente anterior. El test de superávit puede ser omitido si la sociedad readquiere sus acciones y, una vez realizada la operación, reduce su capital retirando las acciones que correspondan⁴⁶.

c. Las utilidades retenidas y los test de 'ratios' financieros

La Ley de Sociedades de California innovó con un concepto único de “distribución” para incluir allí todas las transferencias de los activos sociales a los socios; se excluyen únicamente los dividendos de las acciones de las que es titular la sociedad, por lo que bajo esta normativa la sociedad puede distribuir cualquier beneficio retenido –*retained earning*–.

Bajo esta normativa, podrá haber distribución siempre que se mantenga una relación activo-obligación de 5 a 4, y cuando los activos corrientes cubran los débitos corrientes, mientras esas ganancias antes de impuestos e intereses correspondan a los intereses y gastos de los dos años fiscales anteriores. Además de estos dos elementos, California exige que la sociedad no devenga insolvente a causa de la distribución.

Cabe anotar que el esquema de distribución aquí planteado depende totalmente de las normas contables; y en materia de beneficios no distribuidos, los activos, las obligaciones y demás, habrá que fiarse de la información consignada en el balance general de la compañía⁴⁷.

46 ANDREAS, ob. cit., p. 664.

47 *Ibíd.*, p. 666.

2. La crisis de las normas sobre el capital mínimo

Por otro lado, en cuanto a las normas de capital mínimo, estas garantizan el mantenimiento de cierta cifra de capital de la compañía a “disposición” de los acreedores sociales. Sin embargo, para los detractores de esta figura, los acreedores con poder de negociación pueden ver satisfecho su interés con fórmulas que velen por mantener una capitalización adecuada de la compañía, lo que no ocurre necesariamente con la institución del capital mínimo. Así, la justificación de esta exigencia debe buscarse en sede de los intereses de los acreedores sin poder de negociación que deben ser protegidos⁴⁸.

Las normas sobre capital mínimo son para algunos el eslabón más débil de las medidas que han sido diseñadas para proteger a los acreedores de una sociedad; este no es un mecanismo idóneo para informar a aquellos sobre los activos de la compañía, excepto, tal vez, por un período breve de tiempo después de la constitución.

En término reales no hay una conexión entre las necesidades financieras de la empresa y la cifra de capital social mínimo previsto por ley; es claro que en materia de finanzas corporativas no es posible realizar declaraciones objetivas sobre la medida en que una empresa debe ser financiada por medio de acciones en lugar de deuda.

Con el fin de cumplir la función tuitiva del régimen es posible hacer uso de algunos sustitutos legales, que en regímenes como el norteamericano, pionero en la materia, se han utilizado para proteger a los acreedores y a los socios minoritarios.

Con el objetivo de proteger a los primeros⁴⁹, en Estados Unidos no hay una figura análoga a la del capital mínimo prevista en la Segunda Directiva, pero estatutariamente, en los estados de Delaware y Nueva York aún se reconoce un valor nominal de las acciones, sin que por ley se prohíba mantener un valor nominal mínimo o inclusive en cero. Las sociedades tienen la posibilidad de realizar emisión de acciones sin valor nominal, lo que les permite no optar por una estructura de capital legal. De esta forma, en supuestos de infracapitalización, las cortes estadounidenses han optado más por la figura del levantamiento del velo corporativo⁵⁰.

48 ARMOUR, ob. cit., p. 15.

49 Para WOLFGANG, la debilidad del esquema del capital mínimo también deviene aparente si se tiene en consideración a los diferentes tipos de acreedores. Cuando estos son voluntarios, las normas sobre el capital mínimo no son necesarias; estos son a menudo capaces de negociar los términos de los contratos y así negociar medidas para asegurar el cumplimiento de sus acreencias. Para los acreedores involuntarios, como por ejemplo las víctimas de agravios, la cifra de capital mínimo es apenas simbólica, y ello es así porque ni los legisladores ni las autoridades de registro están en capacidad de determinar *ex ante* la cifra de capital necesario para cubrir posibles responsabilidades a futuro. WOLFGANG, ob. cit., p. 440.

50 ANDREAS, ob. cit., p. 657.

No obstante las críticas, quienes velan por el mantenimiento de la obligación legal de que los socios fundadores incorporen en los estatutos sociales el capital social de la compañía consideran que constituye una regla habilitante, en tanto y en cuanto les otorga un margen de libertad considerable, permitiéndoles realizar una “garantía colectiva”, *vis a vis*, para los acreedores presentes y futuros.

De no existir las normas de mantenimiento del capital social, la única forma de proteger los intereses de los acreedores y de asegurarles que existe cierto monto de activos disponibles en un momento determinado, sería la de suministrar garantías o celebrar acuerdos individuales referentes a la prestación y mantenimiento del capital.

Para asegurar la eficacia del capital legal como una oferta contractual colectiva para los acreedores, y para evitar imponer a estos la carga de la información y los costos de transacción adicionales, es lógico que la ley distinga entre aquellos casos en los que se presta el capital suscrito en la forma de dinero en efectivo, por una parte, y los casos en que se presta el capital suscrito en la forma de otros activos, por otra.

En este último caso resulta bastante deseable la imposición legal de la participación de un experto independiente que avale el valor de los activos diferentes a dinero, debido a que no es posible esperar que sea el acreedor individualmente considerado quien verifique personalmente el valor de aquellos.

La oferta colectiva a la que se ha hecho referencia también implica un sistema de mantenimiento del capital. Este sistema, se reitera, no puede proteger el capital de la empresa contra las pérdidas sufridas en el curso de los negocios. Sin embargo, sí puede protegerlo contra el oportunismo *ex post* por parte de los accionistas que pueden tener la tentación de sustraer de la empresa activos una vez que esta afronte pasivos frente a terceros⁵¹.

Ahora, para proteger a los socios minoritarios, en el derecho norteamericano no se reserva a los socios la toma de decisiones, siendo libre el consejo de administración de hacer emisiones de acciones autorizadas, y de determinar el tipo y el monto de las mismas. En algunos supuestos de conflictos de interés o de transacciones relevantes, leyes como la del Mercado de Valores de Nueva York exigen la aprobación de los socios para la venta de acciones en ciertos casos, como por ejemplo si dicha venta va dirigida a directores o a los principales tenedores de valores⁵²; sin embargo, aquí vale la pena recordar lo ya dicho sobre la conveniencia o no de otorgar un rol activo a los órganos de administración dependiendo de la experiencia de cada ordenamiento jurídico en esta materia.

En cuanto al tratamiento equitativo en la emisión de acciones, la mayoría de los Estados han previsto el derecho de suscripción preferente como una pre-

51 WÖLFANG, ob. cit., p. 442.

52 ANDREAS, ob. cit., p. 658.

rrogativa que puede o no ser incorporada en los estatutos sociales. De nuevo, se confía en las facultades del consejo de administración para proteger los intereses de los socios; aquí el consejo no debe tener interés alguno en diluir la participación social de aquellos, por lo que el esquema de los deberes fiduciarios parece ser suficiente.

Para asegurar un tratamiento equitativo en las aportaciones, el derecho norteamericano no garantiza que las acciones emitidas sean vendidas por un precio adecuado, por lo que adjudica la responsabilidad de la asignación de su valor al consejo de administración. La mayoría de los estados de la Unión que siguen el modelo de la RMBCA no exigen un valor nominal para las acciones: estas pueden ser emitidas por cualquier bien tangible o intangible, incluyendo servicios futuros.

En materia de distribución, los jueces de Estados Unidos no consideran que constituyan un problema de esta naturaleza aquellos casos en que los socios se apropian de los beneficios sociales a través de diferentes transacciones. Una vez más, se confía en los deberes fiduciarios que deben conducir las actuaciones del consejo de administración y las de los socios de control, por lo que el control legislativo se enfoca en aquellos supuestos que pueden representar un riesgo para los inversores externos, esto a través de normas como la *Securities Exchange Act* de 1934 que exige que sean reportadas las transacciones que excedan los US\$ 60.000, en las que el titular de más de un 5% de las acciones tenga un interés material directo o indirecto⁵³.

V. Propuestas alternativas

1. Inglaterra

Los ejes sobre los que se erige el sistema de capitales en el Reino Unido son: primero, la implementación de normas que velen por un sistema de transparencia financiera, con especial énfasis en las sociedades que participan en el mercado de valores, bajo los principios de información y veracidad contable; segundo, la puesta en funcionamiento de normas que incorporen un régimen de responsabilidad de los administradores por el incumplimiento de los deberes fiduciarios de los que son titulares, y que los habilitan para la toma de decisiones con un amplio margen de libertad; y tercero, la inclusión del test de solvencia que impide cualquier reparto de dividendos sociales si con ello se pone en riesgo la solvencia de la compañía, y por ende, los intereses de los acreedores⁵⁴.

El test de solvencia es un sistema para considerar la futura liquidez de la compañía, teniendo en cuenta los planes y expectativas del negocio, la estrategia de la empresa o la predecible capacidad crediticia en cierto plazo. Así, corres-

53 *Ibíd.*, p. 661.

54 *Cfr. GARCÍA MANDOLONIZ, ob. cit.*, p. 327.

ponde al órgano de administración, haciendo uso de esta información, evaluar discrecionalmente si es razonable entender que los beneficios esperados podrán ser suficientes para asumir las deudas contraídas con terceros.

El sistema anglosajón reposa sobre normas no coercitivas y un sistema de mercado basado en reglas contractuales; de esta forma, son las partes las que dentro del tramado de cláusulas del contrato regulan ciertos compromisos, como el ofrecimiento mutuo de información financiera, o el cumplimiento de una serie de requisitos antes de proceder con la distribución de dividendos, venta de activos, inversiones u otras operaciones análogas que puedan comprometer la capacidad de pago de la compañía: “se asumen de forma voluntaria obligaciones positivas (*affirmative promises*) y negativas (*negative promises*) de índole muy dispar, entre las que puede destacarse la asunción, incluso, de un nivel mínimo de capital. No hay un capital legal pero sí puede haber un capital voluntario”⁵⁵.

Sin embargo, tal como lo sostiene GARCÍA MANDALONIZ, este sistema eminentemente contractual favorece a un grupo limitado de acreedores, los profesionales, por sobre los pequeños comerciantes o los acreedores extracontractuales. Los primeros cuentan con una capacidad negociadora para proteger sus intereses de forma adecuada, posibilidad que no tiene la otra clase de acreedores.

2. Estados Unidos

a. La ‘Model Business Corporation Act’ de 1950

Bajo este modelo, en los estatutos sociales es necesario especificar el valor nominal de las acciones y el número máximo de acciones que pueden ser emitidas; no se establece un valor nominal mínimo para las acciones comunes, y si las mismas otorgan algún tipo de derecho especial, este debe ser explicado detalladamente (MBCA 15)⁵⁶.

Bajo la MBCA las acciones que son emitidas por las sociedades y son readquiridas por las mismas se tendrán como *treasury shares*, lo que quiere decir que serán tratadas como acciones que aún están en poder de los *stakeholders* o partes interesadas.

La MBCA no prevé un pago mínimo como requisito para permitir la ejecución del objeto social de la compañía.

También se incluyen por esta ley modelo definiciones detalladas y reglas relacionadas con el capital legal que debe ser establecido y mantenido en el balance contable de la sociedad; específicamente se refiere al *stated capital* –cifra pagada por acción, que equivale a su valor nominal–, al *capital surplus* –cualquier cifra

55 Ibid., p. 328.

56 R.A. BOOTH, “Capital requirements in United States Corporation Law”, en AA.VV. *European Company and Financial Law Review*, De Gruyter Recht, 2006, vol. 1, p. 629.

adicional pagada-, y el *earned surplus* –entendido como el superávit que emerge de cualquier operación rentable–.

Ahora, en lo relativo a la distribución de dividendos, bajo la MBCA hay cuatro grupos de reglas que deben ser seguidas⁵⁷:

a. En materia de dividendos ordinarios, estos solo podrán ser pagados si provienen de la cuenta de las ganancias obtenidas –*earned surplus*–.

b. Reembolso de aportes: los dividendos pueden ser pagados por fuera de la cuenta de superávit si así se establece en los estatutos sociales o es aprobado por los socios, salvo que dicho reembolso reduzca los activos netos restantes por debajo de la cuota total de liquidación preferencial pendiente.

c. Readquisición: una sociedad puede readquirir sus propias acciones para aumentar ya sea el *capital surplus* o el *earned surplus*.

d. Una corporación puede redimir acciones canjeables, siempre y cuando los activos no se reduzcan por debajo de la cuota de liquidación preferente atribuible a las acciones con derechos iguales o anteriores –MBCA 66–.

b. La ‘Revised Model Business Corporation Act’ de 1984

La RMBCA acogió un único y unificado test para realizar la distribución de dividendos; no hay reglas especiales para la readquisición o canje de acciones redimibles.

Tal como sucedía con la MBCA, la RMBCA también prevé un test compuesto por el balance de ejercicio y el test de solvencia; este último solo requiere certificar que la sociedad está en capacidad de pagar las cuentas a su cargo como es debido, según se ha señalado en líneas anteriores. La prueba de balance fue simplificada considerablemente, producto de la eliminación de las diferentes cuentas de capital que contenía la versión prístina de la MBCA; en esencia, debe reflejar que la compañía cuenta, después de realizar la distribución de dividendos, con un capital por lo menos igual al valor de los débitos a su cargo; específicamente, la RMBCA establece que no podrá haber lugar a la distribución por acciones ordinarias si esta disminuye el activo en una cifra menor al monto de los débitos más la cuota de liquidación preferente⁵⁸.

c. ‘Delaware General Corporation Act’

En el derecho corporativo del estado de Delaware las sociedades deben especificar cuál es el valor nominal de las acciones, condición necesaria para la emisión de estas.

57 *Ibíd.*, p. 631-632.

58 *Ibíd.*, p. 633.

Una sociedad que se rija por las normas de este estado podrá pagar dividendos o readquirir sus propias acciones para aumentar el superávit o los beneficios netos del año en curso o del año anterior.

Bajo la DGCA los dividendos pueden ser distribuidos con cargo al saldo o al exceso de la cuenta de obligaciones y capital fijo; en este contexto la expresión *surplus* hace referencia a la cifra en la que los activos (aquellos que resultan una vez asumidas las obligaciones) exceden al capital fijo.

El capital neto puede ser calculado de una forma bastante flexible en este régimen; no es menester que la compañía acoja un método contable en particular. Para aumentar el grado de seguridad, cualquier tipo de estimación del valor del capital debe ser realizada de buena fe e incluir una revisión consistente y comprensiva tanto del capital como de las obligaciones, y no versar de forma parcial sobre algunos bienes en particular⁵⁹.

3. El Informe Winter

En su Plan de Acción de mayo de 2003 sobre Modernización del Derecho de Empresa y Mejora de Gobierno Corporativo, la Comisión Europea propuso llevar a cabo, como una prioridad a mediano plazo, un estudio sobre la viabilidad de una alternativa al régimen de mantenimiento del capital actual establecido por la Segunda Directiva sobre Derecho de Empresa 77/91/CEE, que se aplica a las sociedades anónimas en la Unión Europea.

El estudio encargado en octubre de 2006 fue liderado por KPMG, y examina la situación en cinco Estados miembros de la Unión Europea (Francia, Alemania, Polonia, Suecia y Reino Unido) y cuatro jurisdicciones extranjeras (Australia, Canadá, Estados Unidos –California y Delaware– y Nueva Zelanda). También se examinan las cuatro propuestas académicas para regímenes alternativos a las normas de mantenimiento de capital actuales. A continuación se presentan los lineamientos generales del Informe Winter, el Grupo Rickford y el Grupo Lutter.

El Informe Winter⁶⁰ propone la revisión del modelo de integridad del capital social, en razón de la insuficiencia de las normas que este contiene para proteger de manera adecuada los intereses de los acreedores y los accionistas, y en

59 Ibid., p. 635-636.

60 El Informe Winter fue el resultado de un trabajo grupal realizado por expertos en derecho societario, liderado por el profesor Jaap Winter en el año 2002; este Informe marca un hito en la tarea de la Unión Europea de modernizar el marco regulatorio del derecho de sociedades, mediante el fortalecimiento del mercado único y la mejora de las condiciones de las empresas con el fin de promover su seguridad, agilidad y eficiencia. Véase J. M. EMBID IRUJO, “Adaptación de las directivas comunitarias en materia de sociedades: logros y retos pendientes”, en AA.VV. *Veinte años de España en la Unión Europea: Balance y perspectivas: I Congreso nacional de derecho mercantil*, Thomson Civitas, 2007, p. 293-312, y A. FERNÁNDEZ-GOLFÍN APARICIO, “Panorámica del Derecho de sociedades en la Unión Europea”, en *Noticias de la Unión Europea*, La Ley-Actualidad, 2012, n.º 328, p. 1-17.

general al sistema económico y financiero, pues resulta evidente que mantener una cierta cifra de capital no garantiza el cumplimiento debido de las obligaciones a cargo de la compañía⁶¹.

El Informe propone que, en dos fases, se lleven a cabo dos reformas. En una primera etapa es indispensable modernizar el régimen de la Segunda Directiva suprimiendo las formalidades que aumentan el coste de capital para las sociedades sin añadir ventajas reales a los acreedores o accionistas. En una segunda fase valdría la pena modificar el régimen para suprimir del todo la figura del capital social.

En materia de aportaciones no dinerarias se propone flexibilizar aquellas para prescindir de los informes emitidos por expertos sobre la materia al momento de realizar la aportación.

En cuanto al derecho de suscripción preferente, el Informe también demanda la flexibilización de las normas para que en las sociedades cotizadas se permita al órgano de administración, previo consentimiento de la junta, suprimir este derecho con el cumplimiento de menos formalidades en aquellos casos en que el precio de emisión sea igual al de cotización.

Para la protección efectiva de los acreedores, el Informe Winter propone que en el régimen previsto hoy en la Segunda Directiva sean ampliados los supuestos de reducción de capital a todas las operaciones de reestructuración societaria. Este supuesto se compensará con la imposición de la carga probatoria a los acreedores para acreditar la existencia de un daño o perjuicio producto de la operación.

En el caso de las acciones propias, el Informe señala que es mucho más conveniente relacionar el límite del número de acciones que se pueden readquirir con la reserva libre de la sociedad en lugar de relacionarlo con un límite fijo del 10%. Y en lo relativo a la asistencia financiera, se sugiere que esta sea permitida hasta el límite de las reservas distribuibles.

El Grupo propone un test en dos etapas que determine la cifra máxima de capital disponible para ser distribuida y aplicable a todas las operaciones que impliquen esta labor. Los dos niveles de prueba consisten, por un lado, en un test de balance –*balance sheet test*–, y por el otro, en un test de liquidación –*liquidity test*–.

La distribución podrá hacerse si se realizan las dos pruebas y si los administradores elaboran un certificado de solvencia en el que confirman que la propuesta de distribución cumple con los dos parámetros propuestos, sin que sea menester la certificación emitida por un auditor externo.

61 En este sentido F. AZOFRA, “El Informe Winter sobre modernización del derecho societario en Europa”, en *Actualidad Jurídica*, Uría Menéndez, 2003, n.º 4. Disponible en: http://libros-revistas-derecho.vlex.es/vid/informe-modernizacion-societario-europa-181795?utm_expId=6072114-1.4TsmV8zR-CyHOTxy_beNA.o

El Grupo sugiere que el compromiso de los administradores esté conectado con un régimen de responsabilidad personal y de inhabilidad para desempeñar este tipo de cargos en caso de violación de las normas previstas sobre distribución. Además de ello, el esquema habrá de ser armonizado con las normas sobre insolvencia empresarial y de responsabilidad de los administradores ocultos o en la sombra⁶².

De acuerdo con el test de balance, será posible realizar la distribución si los activos cubren o exceden el valor de las obligaciones a cargo de la compañía, incluyendo las reservas. No se requiere que los activos netos deban ser suficientes para cubrir la cifra de capital suscrito. Las cuentas que forman la base del balance general deben estar elaboradas de acuerdo con un método contable generalmente aceptado.

El High Level Group no se pronuncia explícitamente sobre cómo habrán de ser tratadas las obligaciones a largo plazo, mas afirma que cuando la aplicación de un método específico contable requiera reconocerlas, deberán ser tenidas en cuenta al momento de aplicar el test.

Por otro lado, el test de liquidación o de obligaciones corrientes –*current liabilities test*– constituye una prueba para corroborar la liquidez de la compañía a corto plazo; de acuerdo con este, la distribución podrá llevarse a cabo si la sociedad tiene suficientes activos líquidos para asumir como es debido los débitos a su cargo en el siguiente período. Así, es menester realizar un análisis comparativo entre los activos y las obligaciones corrientes, por lo que habrá de descartarse por ejemplo la inclusión de activos contingentes o débitos futuros. El Grupo considera que el período “siguiente” que debe ser tenido en cuenta puede ser de doce meses.

Finalmente, el Grupo sugiere reforzar el alcance de las dos pruebas anteriores mediante el requerimiento de un cierto margen de solvencia: de esta forma se garantiza la integración de las reservas legales y estatutarias; este margen garantizará que los activos, una vez realizada la distribución, excederán los pasivos corrientes.

Por su parte, la protección de los accionistas deberá reflejarse en la obligatoriedad de que medie acuerdo previo de la junta general para excluir o limitar el derecho de suscripción preferente, por un lado; y por el otro, en la necesidad de acudir al valor real de las acciones, diferente del nominal, para realizar la emisión de estos títulos: valor que en las sociedades cotizadas deberá ser el precio de cotización, y en las sociedades no cotizadas, el valor que resulte en las cuentas auditadas o el que certifiquen los administradores.

62 KPMG. *Feasibility study on an alternative to the capital maintenance regime established by the Second Company Law Directive*, 2006, p. 268. Disponible en: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/capital/feasibility/study_en.pdf

Como consecuencia de lo anterior, deben ser reconsiderados los siguientes aspectos de la Segunda Directiva⁶³:

- La regulación sobre la readquisición de acciones puede ser limitada para solicitar la autorización previa de la junta general.
- La asistencia financiera para la readquisición de las propias acciones puede permitirse si se realizan las dos pruebas mencionadas.
- La regulación relativa a la reducción del capital suscrito puede ser limitada prescribiendo que es necesaria la autorización del máximo órgano social, por lo que el derecho de los acreedores de objetar la operación deberá ser abolido.
- La figura del capital mínimo debe ser mantenida.
- Debe derogarse la prohibición de realizar aportaciones en trabajo o suministros de servicios.
- Debe derogarse la prohibición de emitir acciones por debajo de su valor nominal.
- La norma relativa a la prohibición de limitar o suprimir el derecho de adquisición preferente por los estatutos o la escritura social, salvo que la decisión sea tomada en la junta general, deberá mantenerse en cualquier régimen alternativo.

4. El Grupo Rickford

Este grupo también propone la realización de dos pruebas para determinar cuál es el monto máximo distribuible aplicable a todas las formas de distribución. Las pruebas serán un test de solvencia –*solvency test*– y una prueba sobre los activos netos del balance –*balance sheet net assets test*–.

Bajo este marco, la distribución podrá realizarse siempre que el resultado del test de solvencia sea positivo; el test sobre los activos netos no constituye una restricción sustancial⁶⁴ sobre las distribuciones pero constituye un requisito adicional de información: si, de acuerdo con su resultado, la distribución no estará cubierta por los activos netos, los administradores podrán proceder a realizarla

63 Ibid., p. 270.

64 En términos similares se pronuncia VEIL al señalar que, bajo la perspectiva del Grupo Rickford, este balance tiene una importancia menor, primero, porque no es mandatorio que su resultado sea positivo en orden a autorizar la distribución de dividendos, y segundo, porque el balance no puede descartarse completamente. Si los administradores consideran que la compañía es solvente, pero en un balance de activos netos el resultado del test es un déficit, los administradores deberán ser requeridos para explicar por qué han emitido un concepto favorable. De esta forma, un balance positivo no es un requisito para proceder con la distribución: esta procederá incluso si los activos no son suficientes para cubrir la responsabilidad, solo que bajo este último supuesto habrá que realizar una declaración particular. VEIL, ob. cit., p. 83.

de cualquier forma si explican las razones por las que, pese al resultado, la distribución se encuentra justificada⁶⁵.

Los administradores son los llamados a realizar y publicar el certificado de solvencia en el cual declaren que de acuerdo con su valoración, después de haber investigado los negocios y proyecciones de la sociedad, la distribución cumple con los requisitos establecidos, por lo que no se requiere un certificado emitido por un auditor⁶⁶.

El test de solvencia asegura la liquidez de la compañía a corto plazo y asegura su viabilidad de una forma más indefinida, por lo que esta doble perspectiva proporciona una protección adecuada a los intereses de los acreedores.

La primera parte del test propuesta por el Grupo Rickford consiste en una comprobación de liquidez a corto plazo basada en el flujo de efectivo. La distribución podrá tener lugar si los administradores certifican que de acuerdo con los recursos disponibles, para el año inmediatamente siguiente a la distribución, la compañía estará en capacidad de asumir dentro del curso ordinario de sus negocios los débitos que tiene a su cargo.

Los débitos que deben ser tenidos en consideración en este escenario son las reclamaciones liquidadas, los pasivos contingentes y los pasivos potenciales. Los pasivos contingentes son aquellas obligaciones que ya se han establecido, es decir, ya existe una relación legal, pero su pago dependerá de que ocurran otras circunstancias contingentes, como por ejemplo un acuerdo de garantía o una póliza de seguro suscrita por la sociedad; mientras que los pasivos potenciales son aquellos que tienen cierto grado de certeza de consolidarse, como los supuestos de renta en un contrato de arrendamiento o la responsabilidad por los pagos a cuenta en un contrato de construcción que aún no se ha evaluado.

Respecto a los fondos líquidos, no solo son relevantes los que existen al momento de la distribución, también podrán considerarse los activos futuros y contingentes.

La segunda parte del test pretende que el órgano de administración certifique que en un futuro razonable, teniendo en consideración el prospecto del curso ordinario de los negocios, la sociedad estará en capacidad de enfrentar sus responsabilidades. Además de las obligaciones del test de solvencia, deberán incluirse en este análisis los pasivos que la compañía espera asumir en el futuro en el curso normal de sus negocios; y, bajo este mismo razonamiento, los activos a futuro que en el curso ordinario de la actividad empresarial la sociedad espere adquirir también deberán ser considerados. El período de tiempo en este caso no está especificado, y se refiere de forma indefinida a “un futuro razonablemente previsible”⁶⁷.

65 KPMG, ob. cit., p. 280.

66 Cfr. VEIL, para quien el Grupo Rickford ha señalado que el órgano de administración deberá declarar que en un futuro razonable la sociedad estará en capacidad de asumir sensatamente sus responsabilidades; adicionalmente, también deberá realizar una declaración en relación con la asunción de las obligaciones en el año siguiente. VEIL, ob. cit., p. 82.

67 KPMG, ob. cit., p. 284.

Tal como lo propuso en su momento el *High Level Group*, es menester conectar este esquema con un régimen de responsabilidad personal de los administradores, junto a sanciones como la descalificación para desempeñarse como tales, ya que el buen funcionamiento de las normas depende del cumplimiento de los deberes fiduciarios allí donde no hay reglas legales establecidas.

Bajo esta perspectiva, deberán ser abolidas las disposiciones de la Segunda Directiva que se refieren a la distribución sometida a la suficiencia de los activos netos o del capital suscrito –art. 15–; la readquisición de acciones podrá ser limitada para que sea sometida a la aprobación de la junta general, debiéndose derogar el límite del 10% establecido en la regulación; la misma suerte debe correr la prohibición de asistencia financiera para la readquisición de acciones; los posibles abusos en la financiación o readquisición deberán ser objeto de regulación en una normativa de seguridad específica diseñada para tal efecto; y, la regulación relativa a la reducción del capital suscrito puede ser limitada a la aprobación de la junta general, por lo que se eliminará el derecho de oposición de los acreedores, que serán suficientemente protegidos con los test ya mencionados.

En relación con las normas de mantenimiento de capital, el Grupo aconseja revisar algunas disposiciones por ser costosas, poco efectivas y por dificultar la realización de negocios. Por este motivo deben derogarse las figuras del capital suscrito y mínimo; la prohibición de emitir acciones por un valor inferior al nominal, o a falta de este, por el valor contable; la prohibición de realizar aportes en trabajo o prestación de servicios; los informes y las normas relativas a las aportaciones distintas al dinero, por lo que este tema deberá ser regulado en normas sobre transparencia y sobre los deberes fiduciarios de los administradores.

5. El Grupo Lutter

El Grupo experto en “El capital social en Europa”, liderado por el profesor Marcus Lutter, desaconseja abolir el régimen de capital social previsto en Europa debido a que la efectividad y funcionalidad de las demás propuestas aún no ha sido corroborada, y la referencia a otras jurisdicciones está limitada porque las circunstancias legales que rodean el tema –como los deberes de los administradores– difieren materialmente en cada ordenamiento.

Por esta razón, el Grupo sugiere únicamente reconsiderar el alcance del art. 15 de la Segunda Directiva. Propone que se tenga en cuenta, para realizar la distribución, un test de balance –efectuado de acuerdo a los principios contables de la IFRS, revisado por un auditor y certificado por el órgano de administración–, así como también un test de solvencia. Este último deberá basarse en la información actualizada de un presupuesto financiero y de capital a largo plazo, que acredite que la sociedad tendrá los fondos suficientes para afrontar sus pasivos dentro de uno o dos años siguientes.

Conclusión

La mayoría de las normas de la Segunda Directiva, tal como sucede en el derecho norteamericano, no dependen ni están conectadas directamente con la noción de capital social que maneja aquella, salvo los elementos de aporte mínimo y las reglas relativas al principio de mantenimiento; por lo que, de cara a una futura reevaluación, no es imposible concebir dichas instituciones sin que deban estar relacionadas con esta figura; por ende, es viable hacer un estudio independiente de la normatividad para eliminar aquellas medidas que impliquen costos excesivos y sean poco eficientes.

Tanto las normas de la Segunda Directiva como las del derecho norteamericano, y también las propuestas alternas que se han realizado para la revisión de la institución del capital social, coinciden en un aspecto: el propósito de cualquier regulación debe ser la protección de los intereses de los acreedores y de los socios.

El régimen, tal como ha sido establecido en la Segunda Directiva, opera de forma clara y es aplicado sin mayores dificultades por los administradores sociales, lo que obliga a considerar si debe darse primacía a una aplicación pacífica de las normas o si, atendiendo a las falencias que se han demostrado en este escrito, es ineludible afrontar su revisión.

Es palpable que uno de los principales déficits de las normas radica en la imposibilidad real y efectiva de proporcionar una adecuada protección a los intereses de los socios; los límites legales a la distribución de los beneficios no aseguran que la sociedad honre efectivamente en el futuro las obligaciones de las que es titular, y las normas sobre el capital mínimo no reflejan de forma fiel la situación patrimonial de la sociedad para asegurar los recursos necesarios en orden a afrontar las obligaciones a cargo de la compañía.

Resulta vital concebir un sistema que predique la responsabilidad civil de los socios que hayan recibido de forma irregular los beneficios sociales y que estipule la restitución de estos, aun si ha mediado buena fe en el comportamiento de los accionistas.

La derogación de la figura del capital mínimo, de cara a la protección de socios y acreedores, implica la eliminación de una barrera para proceder a la distribución, y se traduce en la introducción de diferentes pruebas, como la de solvencia y liquidez.

Emigrar a fórmulas como el test de solvencia implica de manera ineludible establecer un régimen de responsabilidad de los administradores, cuyo eje de imputación sea la declaración de solvencia que estos están llamados a hacer; por esta razón es importante incluir parámetros para limitar en el tiempo el alcance de la declaración que deben realizar, y establecer si deben o no considerarse en la evaluación lineamientos que tengan en cuenta el crecimiento extraordinario de la propiedad.

Sin embargo, no hay que perder de vista que implementar nuevas normas puede suponer un aumento injustificado de costes de transacción, sin garantizar el éxito de las alternativas propuestas.

Los modelos del *High Level Group* y del Grupo Rickford velan por abolir el esquema de capital social previsto en la Segunda Directiva y por construir un régimen de transición de las acciones nominales a las no nominales. Pero ninguna de las propuestas se detiene en cómo materializar los cambios que se quiere introducir en la Segunda Directiva, por lo que las lagunas de los estudios permiten una interpretación amplia y pueden influenciar las cargas conexas que tienen las sociedades.

Bibliografía

- ANDREAS, E. "Life without legal capital: lessons from American Law", en AA.VV. *European Company and Financial Law Review*, De Gruyter Recht, 2006, vol. 1, p. 646-694.
- ARMOUR, J. "Legal Capital: An outdated concept?", en *European Business Organization Law Review*, T.M.C. Asser Press, 2006. Disponible en : <http://journals.cambridge.org/action/displayAbstract?fromPage=online&aid=447708>
- AZOFRA, F. "El Informe Winter sobre modernización del derecho societario en Europa", en *Actualidad Jurídica*, Uría Menéndez, 2003, n.º 4.
- BELTRÁN, M. y ROJO, A. "Capital social mínimo", en AA.VV. *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital*, Civitas Thomson-Reuters, 2011, p. 204-213.
- BOOTH, R. A. "Capital requirements in United States Corporation Law", en AA.VV. *European Company and Financial Law Review*, De Gruyter Recht, 2006, vol. 1, p. 620-645.
- CÁMARA ÁLVAREZ, M. *El capital social en la sociedad anónima, su aumento y disminución*, Colegios Notariales de España, Madrid, 1996.
- EIDENMULLER, H.; GRUNEWALD, B. y NOACK, U. "Minimum Capital in the system of legal capital", en AA.VV. *European Company and Financial Law Review*, De Gruyter Recht, 2006, vol. 1, p. 17-41.
- EMBIÓ IRUJO, J. M. "Adaptación de las directivas comunitarias en materia de sociedades: logros y retos pendientes", en AA.VV. *Veinte años de España en la*

- Unión Europea: Balance y perspectivas: I Congreso nacional de derecho mercantil*, Thomson Civitas, 2007, p. 293-312.
- FERNÁNDEZ DEL POZO, L. “Aplicación de resultados y defensa del capital social. De nuevo sobre la crisis (presunta) de la noción de capital social”, en *Revista General de Derecho*, RGD, 1996, n.º 622-623, p. 8543-8588.
- FERNÁNDEZ-GOLFÍN APARICIO, A. “Panorámica del Derecho de sociedades en la Unión Europea”, en *Noticias de la Unión Europea*, La Ley-Actualidad, 2012, n.º 328, p. 1-17.
- FUENTES MASSAGUER, J. “El capital nominal. Un estudio del capital de la sociedad anónima como mención estatutaria”, en *Revista General de Derecho*, RGD, 1990, n.º 550-551, p. 5547-5603.
- GARCÍA MANDOLONIZ, M. “El cuestionado sentido del régimen jurídico del capital social”, en AA.VV. *Simplificar el derecho de sociedades*, Marcial Pons, 2010, p. 253-348.
- GARCÍA VILLAVARDE, R. “El principio de capital mínimo”, en AA.VV. *La reforma del derecho español de sociedades de capital (Reforma y adaptación de la legislación mercantil a la normativa comunitaria en materia de sociedades)*, Civitas, 1987, p. 131-147.
- KPMG. *Feasibility study on an alternative to the capital maintenance regime established by the Second Company Law Directive*, 2006. Disponible en http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/capital/feasibility/study_en.pdf
- KUHNER, C. “The future of creditor protection through capital maintenance rules in European Company Law. An economic perspective”, en AA.VV. *European Company and Financial Law Review*, De Gruyter Recht, 2006, vol. 1, p. 341-364.
- LUTTER, C. “Legal capital of public companies in Europe. Executive summary of considerations by the expert group on ‘Legal Capital in Europe’”, en AA.VV. *European Company and Financial Law Review*, De Gruyter Recht, 2006, vol. 1, p. 1-14.
- MÉNENDEZ, A. y VAQUERIZO ALONSO, A. “Disposiciones generales: primera parte”, en AA.VV. *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, Thomson-Civitas, 2007, t. III, p. 55-97.

- OLIVENCIA RUIZ, M. y NÚÑEZ LOZANO, P. “Disposiciones generales: segunda parte”, en AA.VV. *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, Thomson-Civitas, 2007, t. III, p. 241-303.
- PELAYO HORE, S. “Protección de la cifra capital en la sociedad anónima”, en *Conferències de dret civil, mercantil i fiscal*, Marcial Pons, 2011, vol. 2, p. 2329-2373.
- PENTZ, A.; PRIESTER, H.J. y SCHWANNA, A. “Raising cash and contributions in kind when forming a company and for capital increases”, en AA.VV. *European Company and Financial Law Review*, De Gruyter Recht, 2006, vol. 1, p. 43-72.
- SÁNCHEZ ÁLVAREZ, M. M. “Reducción de capital y capital autorizado (¿un supuesto praeter legem?)”, en *Revista de derecho de sociedades*, Aranzadi, 2014, n.º 42, p. 209-218.
- VAQUERIZO, A. “Disposiciones generales”, en AA.VV. *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital*, Civitas Thomson-Reuters, 2011, p. 181-204.
- VEIL, R. “Capital maintenance. The regime of the capital Directive versus alternative systems”, en AA.VV. *European Company and Financial Law Review*, De Gruyter Recht, 2006, vol. 1, p. 75-93.
- WOLFGANG, S. “Balance Sheet Tests or Solvency Tests. Or Both?”, en *European Business Organization Law Review*, T.M.C. Asser Press, 2006. Disponible en: http://journals.cambridge.org/abstract_S1566752906001819