

EL CAPITAL SOCIAL: PRESENTE Y FUTURO.

Autor: HELIODORO SÁNCHEZ RUS.

TESI DOCTORAL UPF/ ANY 2011.

DIRECTOR DE LA TESI: Prof. Dr. FERNANDO CERDÁ ALBERO. Catedrático de Derecho Mercantil. Universitat Pompeu i Fabra.

Departament: Dret.



AGRADECIMIENTOS: El autor tiene contraída una deuda de gratitud con el director de la tesis, el profesor Fernando Cerdá Albero, sin cuya ayuda y apoyo de todo tipo este trabajo no hubiera sido posible.



**RESUMEN.** El presente trabajo analiza los diversos aspectos de la disciplina del capital desde la perspectiva del Derecho comunitario europeo y el Derecho español. El régimen del capital social incorporado en la Directiva 77/91/CEE desempeñó un papel relevante en la armonización del derecho de sociedades europeo en el último cuarto del siglo pasado. No obstante, a día de hoy es un concepto cuestionado y hay voces que reclaman su supresión. Debe tenerse en cuenta, sin embargo, que el capital no es un concepto unitario sino que engloba diversas figuras que han ido surgiendo en momentos históricos diferentes y que responden a distintas finalidades. Por otra parte, la configuración del capital no es exactamente idéntica en las sociedades anónimas y en las sociedades de responsabilidad limitada. El presente trabajo propugna una línea evolutiva que permita la adaptación de las viejas disposiciones legales al nuevo entorno en el que deben operar las sociedades de capital.

**ABSTRACT.** This work analyses the different features of the discipline of the legal capital from the view of the European Community Law and the Spanish Law. The regime of the registered capital incorporated in the Directive 77/91/CEE played a significant part in harmonizing the European Companies Law during this last quarter of the last century. However, on today's date it is a concept subject to question and there are people claiming its suppression. It must be borne in mind, however, that the capital is not an unitary concept but that it encompasses different characters which have been appearing in different moments of the history and which respond to different aims. On the other hand, the configuration of the legal capital is not exactly identical in the public companies (or open corporations) as in the private companies (or closed corporations). This work suggests an evolutionary line allowing bringing in line the old legal provisions to the new environment in which the companies have to operate.



# ÍNDICE

## CAPÍTULO PRIMERO

### EL CONCEPTO Y LAS FUNCIONES DEL CAPITAL SOCIAL

**1. Los diferentes tipos de organización empresarial.** 1.1. La inversión, el poder de decisión y el riesgo. 1.2. La difusión de las sociedades de capital. **2. Los significados del término “capital”.** 2.1. Los distintos aspectos del capital: de concepto contable a categoría jurídica. 2.2. ¿Empresas sin capital?. 2.3. El capital como esquema organizativo de un determinado tipo de sociedades mercantiles. 2.3.1. *La división del capital social en acciones o participaciones.* 2.3.2. *El capital social como cifra de retención.* 2.3.3. *La relación entre los aspectos interno y externo del capital.* **3. El capital social y la limitación de responsabilidad.** 3.1. Planteamiento. 3.2. Consideraciones críticas. 3.3. Los límites del principio: la doctrina del levantamiento del velo. 3.4. La insolvencia de la sociedad de capital. 3.4.1. *Los acreedores ante la liquidación de la sociedad.* 3.4.2. *La responsabilidad personal de socios y administradores.* **4. El capital social como técnica de organización financiera.** 4.1. La posición de socios y acreedores frente al patrimonio social. 4.1.1. *El conflicto de intereses.* 4.1.2. *El control de la sociedad.* 4.1.3. *La inversión de la prioridad.* 4.2. Los elementos que integran la disciplina del capital. **5. Las alternativas al capital social.** 5.1. ¿Un concepto superado? 5.2. Otras vías de protección a los acreedores. 5.3. La evolución del modelo.

## CAPÍTULO SEGUNDO

### LA FORMACIÓN HISTÓRICA DE LA CATEGORÍA DEL CAPITAL SOCIAL

**1. La evolución del concepto.** **2. Las compañías coloniales y el origen de la sociedad anónima.** 2.1. El capital social en las compañías de comercio. 2.1.1. *El origen: las compañías de comercio inglesas.* 2.2.2. *La Compañía Holandesa de las Indias Orientales.* 2.2.3. *La Compañía Francesa de las Indias Orientales.* 2.2. La organización del comercio colonial en España: el asiento de avería. 2.3. La evolución y el final del modelo. **3. El capital social en los Códigos y en las legislaciones europeas del siglo XIX.** 3.1. El Código de Comercio francés de 1807. 3.1.1. *La sociedad anónima como una forma de sociedad mercantil.* 3.1.2. *El capital social en la jurisprudencia administrativa.* 3.2. Las Leyes de sociedades británicas de 1844, 1855 y 1862: un nuevo derecho de sociedades. 3.2.1. *La constitución de las sociedades mercantiles y el papel del Registro.* 3.2.2. *La configuración y la integración del capital en la Ley de 1862.* 3.2.2. *El mantenimiento y la pérdida del capital.* 3.3. La Ley de

sociedades francesa de 1867: el sistema de las disposiciones normativas. 3.3.1. *La consolidación de los criterios administrativos.* 3.3.2. *El mantenimiento y la pérdida del capital.* 3.3.3. *Conclusión: la aparición del concepto moderno de capital social.* 3.4. El Código Italiano de 1882. 3.4.1. *El desarrollo del modelo.* 3.4.2. *La función del balance.* 3.4.3. *El mantenimiento del capital: la regulación de la autocartera.* 3.4.4. *La pérdida del capital.* 3.5. La sociedad anónima en España: del Código de 1829 al de 1885. 3.5.1. *El Código de Comercio de 1829.* 3.5.2. *La Ley de 1848.* 3.5.3. *La Ley de 1869 y el Código de Comercio de 1885.* **4. Las legislaciones europeas en la primera mitad del siglo XX.** 4.1. El movimiento de reforma de la sociedad anónima. 4.2. Las Leyes alemanas de 1937 y 1965. 4.2.1. *La orientación de la nueva legislación.* 4.2.2. *El capital mínimo y la integración del capital.* 4.2.3. *El aumento y la reducción del capital.* 4.2.4. *Las cuentas anuales y la aplicación del resultado.* 4.2.5. *La pérdida del capital.* 4.3. Las restantes legislaciones europeas. 4.3.1. *El Código Italiano de 1942.* 4.3.2. *La Ley británica de 1984.* 4.3.3. *La Ley francesa de 1966.* 4.4. La Ley española de 1951.

## CAPITULO TERCERO

### EL CAPITAL SOCIAL EN LA VERSIÓN ORIGINAL DE LA DIRECTIVA 77/91/CEE

**1. La formación del Derecho europeo de sociedades. 2. Los antecedentes: el capital social en la Directiva 68/151/CEE. 3. El contenido material de la Directiva 77/91/CEE.** 3.1. El ámbito de aplicación. 3.2 La estructura de la Directiva: el capital social como elemento configurador del tipo. 3.3. La constitución de la sociedad anónima. 3.3.1. *La fundación por convenio y por suscripción pública.* 3.3.2. *La constitución como resultado de una modificación estructural.* 3.4. La configuración formal del capital y las acciones. 3.4.1. *Planteamiento.* 3.4.2. *El capital social.* 3.4.3. *Las acciones.* 3.4.4. *El valor nominal de las acciones.* 3.5. El capital mínimo. 3.6. La integración del capital: las aportaciones. 3.6.1. *Reglas generales.* 3.6.2. *La valoración de las aportaciones no dinerarias.* 3.6.3. *Las adquisiciones posteriores.* 3.7. El aumento y la reducción del capital social. 3.7.1. *El aumento de capital.* 3.7.2. *La reducción de capital: la tutela de los accionistas.* 3.7.3. *El sistema de garantías a favor de los acreedores.* 3.8. Las atribuciones patrimoniales a los accionistas: el mantenimiento del capital. 3.8.1. *El pago de dividendos.* 3.8.2. *La adquisición derivativa de acciones propias.* 3.8.3 *Las participaciones recíprocas.* 3.8.4. *La aceptación de acciones en garantía y la asistencia financiera.* 3.8.5. *La amortización del capital.* 3.9. La autocartera. 3.9.1. *Las condiciones de adquisición.* 3.9.2. *El régimen de las acciones propias.* 3.10. La pérdida del capital. **4. Las cuentas anuales: las Directivas 78/660/CEE, 83/349/CEE y 84/253/CEE.** 4.1. El punto de partida: la Directiva 78/660/CEE. 4.2. *Los principios de prudencia e imagen fiel.* 4.3. *El control de las cuentas anuales.* 4.4. *La publicidad.* 4.5. *Las cuentas consolidadas.* **5. El estatuto del capital social en el Reglamento 2157/2001. 6. La Directiva y las legislaciones**

**nacionales.** 6.1. El Ordenamiento jurídico comunitario. 6.2. La eficacia de las Directivas. 6.3. El efecto horizontal indirecto. 6.4. Conclusión.

## **CAPITULO CUARTO**

### **LA INCORPORACIÓN DE LA DIRECTIVA 77/91/CEE AL DERECHO**

#### **INTERNO: LAS OPCIONES DEL LEGISLADOR ESPAÑOL**

**1. La incorporación de las Directivas y la reforma del Derecho de sociedades. 2. El estatuto del capital en la sociedad anónima.** 2.1. El capital en la constitución de la sociedad anónima. 2.2. La configuración formal del capital y las acciones. 2.3. El capital mínimo. 2.3.1. *La cuantía y la naturaleza del capital mínimo.* 2.3.2. *La reducción por debajo del mínimo legal y la disolución de la sociedad.* 2.3.3. *La inexistencia de un deber de reintegración.* 2.4. La integración del capital: las aportaciones. 2.4.1. *Reglas generales.* 2.4.2. *La verificación de las aportaciones dinerarias.* 2.4.3. *La valoración de las aportaciones no dinerarias.* 2.4.4. *Las adquisiciones posteriores.* 2.4.5. *La integración del capital en los supuestos de modificación estructural.* 2.5. El aumento y la reducción del capital social. 2.5.1. *El acuerdo de aumento y su ejecución.* 2.5.2 *Las modalidades de aumento.* 2.5.3. *La reducción de capital: caracterización y modalidades.* 2.5.4. *La tutela de los accionistas.* 2.5.4. *La protección de los acreedores.* 2.6. Las atribuciones patrimoniales a los accionistas: el mantenimiento del capital. 2.6.1. *Los dividendos.* 2.6.2. *La adquisición derivativa de acciones propias.* 2.6.3. *Las participaciones recíprocas.* 2.6.4. *La aceptación de acciones en garantía y la asistencia financiera.* 2.6.5. *La amortización del capital.* 2.6.6. *Las atribuciones patrimoniales y la liquidación.* 2.7. La autocartera. 2.7.1. *Las condiciones de adquisición.* 2.7.2. *El régimen de las acciones propias.* 2.8. La pérdida del capital. 2.8.1. *Las reglas legales.* 2.8.2. *La función de la disolución por pérdidas.* 2.9. Las cuentas anuales. 2.9.1. *La contabilidad de las sociedades de capital.* 2.9.2. *La formulación y la aprobación de las cuentas anuales.* **3. Del TRLSA de 1989 a la LSC de 2010: ¿un nuevo régimen legal del capital social?** 3.1. La evolución del derecho de sociedades. 3.2. La sociedad anónima cotizada. 3.3. Las sucesivas reformas legislativas.

## CAPITULO QUINTO

### UNA REGULACIÓN DIFERENCIADA: LA DISCIPLINA DEL CAPITAL SOCIAL EN LA SOCIEDAD DE RESPONSABILIDAD LIMITADA

**1. El origen y la función de la sociedad de responsabilidad limitada. 2. La sociedad de responsabilidad limitada en España: el Código de Comercio y la Ley de 1953. 3. La Ley de sociedades de responsabilidad limitada de 1995.** 3.1. La caracterización del tipo societario. 3.1.1. *¿Una forma social de naturaleza híbrida?* 3.1.2. *La sociedad limitada como sociedad cerrada.* 3.1.3. *El régimen simplificado de funcionamiento.* 3.2. La disciplina del capital social. **4. El régimen común a las sociedades de capital.** 4.1. La configuración formal del capital y las acciones. 4.2. El capital mínimo. 4.3. La integración del capital social. 4.4. El aumento y la reducción del capital. 4.4.1. *El aumento.* 4.4.2. *La reducción.* 4.5. Las cuentas anuales y las atribuciones patrimoniales a los socios. 4.6. La pérdida del capital. **5. Las exigencias adicionales.** 5.1. El íntegro desembolso de las participaciones sociales. 5.2. Las atribuciones patrimoniales indirectas. 5.3. La adquisición de las propias participaciones. 5.3.1. *Los criterios de política legislativa.* 5.3.2. *Las condiciones de adquisición.* 5.3.3. *El régimen de las participaciones propias.* 5.3.4. *El problema de la adquisición de las acciones o participaciones de la sociedad dominante.* 5.4. La aceptación de participaciones en garantía y la asistencia financiera. **6. La responsabilidad personal de los socios como técnica de protección de los acreedores.** 6.1. Ideas generales. 6.2. La valoración de las aportaciones no dinerarias. 6.3. La restitución de las aportaciones. 6.4. El pasivo sobrevenido tras el cierre de la liquidación. **7. Conclusión: el doble régimen del capital social.**

## CAPITULO SEXTO

### LA APLICACIÓN Y LA EFECTIVIDAD DE LA DISCIPLINA DEL CAPITAL

**1. Los mecanismos de aplicación.** 1.1. El “*enforcement*” de las reglas relativas al capital social. 1.2. La “*desarmonización*” comunitaria. 1.3. El sistema legal español. **2. El capital mínimo.** 2.1. La inscripción en el Registro Mercantil. 2.2. La responsabilidad de los administradores. **3. La integración del capital social.** 3.1. La inscripción en el Registro Mercantil. 3.2. El control externo. 3.2.1. *Las aportaciones dinerarias.* 3.2.2. *Las aportaciones no dinerarias.* 3.2.3. *Las adquisiciones sobrevenidas.* 3.3. La responsabilidad personal de fundadores, promotores y socios. 3.4. La responsabilidad de los administradores. 3.5. La nulidad de la sociedad. 3.6. Los desembolsos pendientes. 3.7. Las aportaciones suplementarias. **4. El aumento y la reducción del capital.** 4.1. La inscripción en el Registro Mercantil. 4.1.1. *El aumento de capital.* 4.1.2. *La reducción de capital.* 4.2. El control externo. 4.2.1.

*Las reservas disponibles y los créditos compensables en la ampliación de capital. 4.2.2. El tipo de emisión en caso de exclusión del derecho de preferencia. 4.2.3. Las pérdidas en la reducción de capital. 4.3. La admisión a negociación en un mercado secundario oficial. 4.4. La impugnación de los acuerdos sociales. 4.5. La tutela de los acreedores. 4.5.1. El derecho de oposición. 4.5.2. La responsabilidad personal de los socios. 5. Las cuentas anuales y la determinación del resultado. 5.1. La formulación de las cuentas. 5.1.1. La responsabilidad de los administradores. 5.1.2. La eventual impugnación del acuerdo de formulación. 5.2. El control externo: la auditoría. 5.2.1. La independencia del auditor. 5.2.2. La opinión técnica. 5.2.3. La responsabilidad del auditor. 5.3. La impugnación del acuerdo de aprobación de las cuentas anuales. 5.4. El depósito en el Registro Mercantil. 5.4.1. La calificación del Registrador. 5.4.2. Las sanciones por falta de depósito. 6. El mantenimiento del capital. 6.1. Los dividendos irregularmente distribuidos. 6.1.1. La reintegración del dividendo irregularmente percibido. 6.2.2. La responsabilidad de los administradores. 6.2. La adquisición derivativa de acciones o participaciones propias. 6.2.1. La impugnación de los acuerdos sociales. 6.2.2. La documentación y la nulidad del negocio adquisitivo. 6.2.3. Los deberes de información. 6.2.4. La responsabilidad de los administradores. 6.2.5. La amortización de las acciones o participaciones propias. 6.2.6. Las sanciones administrativas. 6.3. La asistencia financiera y la aceptación en garantía de acciones propias o de la sociedad dominante. 6.3.1. La nulidad del negocio. 6.3.2. La responsabilidad de los administradores. 7. La pérdida del capital. 7.1. La disolución de la sociedad. 7.2. La responsabilidad de los administradores.*

## **CAPITULO SÉPTIMO**

### **LAS LIMITACIONES DEL MODELO DEL CAPITAL SOCIAL**

**1. La funcionalidad del capital social.** 1.1. El capital social y los costes de transacción. 1.2. Las insuficiencias de la disciplina. **2. El capital mínimo: el debate académico y su trascendencia práctica.** **3. El problema de la infracapitalización.** 3.1. El capital social y el patrimonio de explotación. 3.2. La infracapitalización material. 3.2.1. *El concepto y el enfoque tradicional.* 3.2.1. *La responsabilidad de socios y administradores.* 3.3. La infracapitalización nominal. **4. La remuneración del trabajo y los servicios en las sociedades de capital.** 4.1. La necesaria contrapartida patrimonial de las acciones o participaciones. 4.2. La retribución de los servicios en el modelo tradicional. 4.3. La remuneración mediante la entrega de acciones o participaciones. **5. El funcionamiento de la sociedad.** 5.1. La verificación de las aportaciones no dinerarias. 5.2. El aumento de capital. 5.2.1. *La emisión de acciones o participaciones por debajo de la par.* 5.2.2. *El derecho de preferencia y su exclusión.* 5.3. La reducción de capital. **6. Las cuentas anuales.** 6.1. La crítica en el modelo contable tradicional. 6.2. Las normas internacionales de contabilidad. **7. Las atribuciones patrimoniales a los socios.** 7.1. La distribución de dividendos. 7.1.1. *La sociedad de capital abierta: la relevancia*

de las políticas de distribución. 7.1.2. *La sociedad de capital cerrada: las atribuciones patrimoniales encubiertas.* 7.2. La adquisición de acciones y participaciones propias. 7.3. La asistencia financiera y la adquisición apalancada de empresas. **8. La pérdida del capital.** 8.1. La regla “recapitalizar o liquidar”. 8.2. ¿Un mecanismo preventivo de la insolvencia? **9. Una limitación genérica: la competencia entre ordenamientos.** 9.1. La conexión entre la sociedad de capital y el ordenamiento de referencia. 9.2. La nueva jurisprudencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea. 9.3. La incidencia sobre la sociedad de responsabilidad limitada. 9.4. La incidencia sobre la sociedad anónima.

## CAPITULO OCTAVO

### LA EVOLUCIÓN Y LA ADAPTACIÓN DE LA DISCIPLINA DEL CAPITAL

**1. La reforma de la Directiva 77/91/CEE.** 1.1. Los antecedentes. 1.2. El nuevo marco normativo comunitario. **2. El contenido de la Directiva 2006/68/CE.** 2.1. Las aportaciones no dinerarias. 2.2. La adquisición de acciones propias. 2.3. La asistencia financiera. 2.4. La reducción de capital. 2.5. Otras modificaciones la normativa comunitaria. 2.5.1. *La Directiva 2009/109/CE: la intervención del experto en la fusión y la escisión.* 2.5.2. *La normativa contable.* **3. La incorporación al Derecho español de la normativa comunitaria.** 3.1. Las modificaciones de índole sustantiva. 3.1.1. *Las aportaciones no dinerarias a la sociedad anónima.* 3.1.2. *La adquisición de acciones propias.* 3.1.3. *Las restantes modificaciones.* 3.2. La nueva normativa contable. **4. Nuevas cuestiones en torno al capital social.** 4.1. La integración del capital en los supuestos de modificación estructural. 4.1.1. *Planteamiento.* 4.1.2. *La integración del capital con resultante sociedad anónima.* 4.1.3. *La integración del capital con resultante sociedad limitada.* 4.1.4. *El papel de los balances de transformación, fusión y escisión.* 4.1.5. *Un supuesto especial: la absorción de sociedad participada indirectamente.* 4.2. La retribución a los socios: el pago de un dividendo en acciones. 4.3. La asistencia financiera y las fusiones apalancadas. 4.3.1. *La fusión posterior a adquisición de sociedad con endeudamiento del adquirente.* 4.3.2. *La compatibilidad entre el régimen específico y la prohibición de asistencia financiera.* 4.3.3. *El enforcement del régimen legal.* 4.4. La pérdida del capital. 4.4.1. El concurso y la pérdida de capital. 4.4.2. Las cuentas anuales y la pérdida de capital.

## **CONCLUSIONES: PRESENTE Y FUTURO DEL CAPITAL SOCIAL**

- 1. El presente. 2. El futuro: dos propuestas de modificación legislativa.**
- 2.1. La flexibilización de las aportaciones en la sociedad de responsabilidad limitada. 2.2. El contenido de la propuesta. 2.3. La pérdida del capital. 2.4. El contenido de la propuesta.



## PREFACIO

El capital social aparece a día de hoy como un concepto sumamente discutido. Existe una amplia discusión doctrinal en el que se plantea si los costes que impone a las empresas no superan los eventuales beneficios que proporciona a los acreedores, o si no es posible concebir mecanismos más adecuados para la protección de los intereses de estos últimos. El debate en torno a la utilidad de capital ha sido estimulado por la desaparición de la figura en algunas jurisdicciones que han sustituido la idea de una cifra de retención de valores en el activo por un test de solvencia que atiende (bajo responsabilidad de los administradores) a la aptitud de las compañías para atender regularmente al pago de sus obligaciones en un futuro inmediato.

No obstante, no son frecuentes los estudios que hayan profundizado sobre la significación y la función del capital social. Hay diversas razones que explican esta laguna. En primer lugar, se trata de una categoría de contornos difusos. No hay en los textos legales un concepto o una definición del capital social sino una serie de reglas singulares, que han aparecido en momentos históricos diferentes y se refieren a distintos aspectos de la constitución y el funcionamiento de las sociedades anónimas y de responsabilidad limitada (aun cuando todas ellas puedan reconducirse a un principio ordenador común). Ha de tenerse en cuenta, además, que en el origen de las compañías por acciones, el "*capital*" es estrictamente un fondo común de explotación. Sólo a través de un largo proceso llegará a convertirse, además, en un mecanismo de protección de los acreedores sociales. Nace para atender a las necesidades de financiación de un determinado tipo de empresa –las compañías coloniales– y se generaliza a través de un doble fenómeno: la privatización de la sociedad anónima en los Códigos y las legislaciones del siglo XX y la difusión en el siglo XX de una forma simplificada de sociedad de capital como es la sociedad de responsabilidad limitada. Por este motivo sólo cabe una aproximación evolutiva a la figura del capital social. Es decir, un análisis de su origen, su situación actual y las líneas que marcan la progresiva modificación del modelo.

La sociedad de capital responde al esquema de una entidad en la que el poder de decisión último se atribuye a los inversores, tal como indica la expresión anglosajona "investor owned firm". Las aportaciones al capital determinan la posición relativa de cada uno de los socios en la compañía, pero, al mismo tiempo la determinación de una cifra de capital en los estatutos desempeña una función encaminada a la protección de los acreedores. La articulación de los intereses contrapuestos entre socios y acreedores se concreta en una transacción fundamental. Los acreedores tienen preferencia sobre los activos de la compañía en caso de liquidación, dado que el retorno de su inversión está predeterminado; a los socios, por el contrario, les corresponde la superior (aunque incierta) rentabilidad que puede derivar del valor residual de los rendimientos y de los activos de la empresa. La expectativa sobre el neto patrimonial tiene como contrapartida la subordinación de cualquier atribución patrimonial al derecho preferente de los acreedores para el cobro de las deudas que con ellos tiene contraídas la sociedad. El capital aparece así como

una regla de organización financiera característica de las sociedades anónimas y de responsabilidad limitada.

En el ámbito de las relaciones internas, la vinculación entre la cuantía de la aportación patrimonial y la posición del socio ha constituido históricamente una técnica de financiación singularmente efectiva. Ha permitido a las sociedades de capital de estructura abierta acudir directamente al ahorro público. De cara al exterior, constituye la norma básica del reparto del riesgo de empresa entre socios y acreedores. No se encamina a asegurar la existencia de una dotación patrimonial suficiente, sino que responde al conflicto de intereses que enfrenta a dos grupos bien definidos y que se proyecta sobre la composición y los rendimientos del patrimonio social. De hecho, se trata de una regla que opera en beneficio tanto de los acreedores como de los socios. Por una parte, limita las facultades de disposición sobre el patrimonio social que, en principio, corresponden a los órganos sociales. Pero al mismo tiempo, garantiza a los socios la adquisición irrevocable de los dividendos y demás atribuciones patrimoniales realizadas en condiciones de regularidad. Al mismo tiempo, es posible encontrar en el régimen del capital un aspecto de protección institucional de la empresa social. En mayor o menor medida, asegura el mantenimiento de la capacidad productiva a largo plazo e incrementa la capacidad de resistencia ante las situaciones de crisis. Indirectamente, al menos, también determina un ámbito de protección de la inversión realizada por los socios.

La teoría tradicional que sucintamente acabamos de exponer ocupó un papel muy relevante en el proceso de armonización del Derecho europeo de sociedades. El capital social ya ocupaba un papel destacado en la Directiva 68/151/CEE, de 9 de marzo de 1968, Primera Directiva del Consejo en materia de sociedades y pasó a ser el centro de la regulación de la Directiva 71/91/CEE, de 13 de diciembre de 1976, Segunda Directiva del Consejo en materia de Derecho de sociedades, relativa a la constitución de la sociedad anónima, así como al mantenimiento y a las modificaciones de su capital. Algunos aspectos del régimen original de la Segunda Directiva han sufrido una significativa flexibilización en virtud de la Directiva 2006/68/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 6 de diciembre de 2006. Sin embargo, se ha mantenido en sus líneas generales la vieja doctrina del capital social. En general, las posibilidades que ofrece la nueva normativa comunitaria han sido aprovechadas por el legislador español salvo, curiosamente, en cuanto al régimen de la asistencia financiera en el que se ha mantenido la regla prohibitiva anterior. Con ello sigue abierto el debate acerca de si son necesarias medidas adicionales o, incluso, la propia supresión de la figura.

# CAPÍTULO I

## EL CONCEPTO Y LAS FUNCIONES DEL CAPITAL SOCIAL

### 1. Las distintas formas de organización empresarial

#### 1.1. La inversión, el poder de decisión y el riesgo

El Código de Comercio español no proporciona una definición de la empresa o del empresario, sino que da comienzo a su articulado con una enumeración de los sujetos que tienen la condición de “comerciantes”. No obstante, es habitual en nuestra doctrina asumir un concepto amplio de empresa, tomado de la realidad económica, que descansa esencialmente en dos elementos. Por una parte, la consideración de la empresa como actividad económica organizada, lo que presupone una dotación de medios materiales y humanos. Por otra, que se trata de una actividad dirigida a la satisfacción de necesidades de terceros, esto es, orientada al mercado<sup>1</sup>. El empresario opera en función del mercado, cuya aceptación o no de los bienes o servicios ofrecidos determinará el éxito o el fracaso de su proyecto. Esta idea conduce, a su vez, a la noción de riesgo de empresa. Es decir, a la posibilidad de que los costes de la actividad sean superiores a los ingresos que se obtengan de la misma, pues ningún negocio, ninguna nueva explotación económica, nace con garantía de éxito<sup>2</sup>.

En una economía de mercado es precisamente la asunción del riesgo de empresa por parte del empresario lo que justifica su poder de dirección sobre la organización y lo que legitima la apropiación de las ganancias que eventualmente se obtengan<sup>3</sup>. Los distintos esquemas de organización que el sistema legal ofrece para el desarrollo de una empresa –o, lo que es lo mismo, las diferentes formas jurídicas que los empresarios pueden adoptar- aparecen estrechamente relacionadas con los elementos a que acabamos de hacer referencia: la inversión, el poder de decisión y el riesgo. La mayor o menor utilidad de cada una de ellas, y su correlativa aceptación por la comunidad empresarial, dependerá de su respectiva idoneidad para facilitar la inversión, hacer posible una gestión eficaz del negocio, y mitigar o minimizar el riesgo que, por su propia naturaleza, toda aventura empresarial lleva aparejado<sup>4</sup>.

---

<sup>1</sup> Rodrigo URÍA, *Derecho Mercantil*, Madrid (1978), pp. 31 y ss; Ángel ROJO, en Rodrigo URÍA – Aurelio MENÉNDEZ, *Curso de Derecho Mercantil*, Madrid (2006), Tomo I, pp. 69 y ss.

<sup>2</sup> A. ROJO, *ob. cit.* p. 70 y 71. El mismo enfoque en Alan DIGNAM y John LOWRY, *Company Law*, Oxford (2009), p. 3.

<sup>3</sup> A. ROJO, *ob. cit.*, p. 70.

<sup>4</sup> A. DIGNAM y J. LOWRY, *ob. cit.*, p. 4.

La empresa individual es la forma más sencilla de organización empresarial. El empresario individual contrata en su propio nombre y asume una responsabilidad personal y directa respecto de las obligaciones derivadas del negocio. No hay separación entre su patrimonio personal y el integrado por los bienes y derechos afectos a la explotación (con alguna matización en el caso de ejercicio del comercio por persona casada: artículos 6 a 12 C. Com.). Tampoco se exigen requisitos formales para adquirir la condición de empresario, que el Código vincula a una circunstancia material, como es el desarrollo efectivo de una actividad empresarial (artículo 1: “*Son comerciantes, para los efectos de este Código: 1º. Los que teniendo capacidad legal para ejercer el comercio se dedican a él habitualmente....*”). Por este motivo, la inscripción en el Registro Mercantil tiene carácter potestativo (artículo 19.1 C. Com.). El empresario individual no precisa de una estructura organizativa compleja. Las actuaciones que requiere el desenvolvimiento del negocio derivan de decisiones adoptadas por un solo sujeto, que, eventualmente, tendrá “*auxiliares*” (artículos 281 y ss. del C. Com.). Las ventajas derivadas de la facilidad en orden a la adquisición de la condición de empresario y la flexibilidad en la toma de decisiones, encuentran un doble contrapeso. Por una parte, la limitada capacidad de la empresa individual para atraer inversiones, que únicamente pueden tener su origen en el patrimonio o en la capacidad de crédito personal del empresario. Por otra, como consecuencia de lo anterior, la extrema dificultad que encuentra un individuo aislado para asumir los riesgos derivados del ejercicio de la actividad económica a gran escala. El ámbito natural de la empresa individual es, por tanto, el de las pequeñas explotaciones.

La superación de estas limitaciones sólo puede ser resultado de la combinación de esfuerzos individuales. Esta es la razón de ser de las diferentes formas de sociedad mercantil, que permiten repartir entre una pluralidad de personas el capital, el riesgo y la actividad necesaria para la buena marcha de cualquier explotación mercantil<sup>5</sup>. La primera forma social que toma en consideración el Código de Comercio es la sociedad colectiva (artículo 122-1º), que, funcionalmente, desempeña un papel similar al del “*partnership*” en la cultura jurídica anglosajona<sup>6</sup>. La sociedad colectiva, según expresión habitual, presenta un carácter esencialmente personalista<sup>7</sup> (o, dicho de otra forma, responde a un esquema contractual). En la sociedad colectiva todos los socios responden frente a terceros personal, solidaria y subsidiariamente de las resultas de la gestión social (artículo 127 C. Com.). Al mismo tiempo, salvo previsión en contrario, todos los socios tienen “*la facultad de concurrir a la administración y manejo de los negocios comunes*” (artículo 129 C. Com.). En principio, el funcionamiento interno de la sociedad está sometido al régimen de

---

<sup>5</sup> Joaquín GARRIGUES, *Curso de derecho Mercantil*, Madrid (1976), Tomo I, p. 306; R. URÍA, *ob. cit.*, pp. 117 y 118.

<sup>6</sup> Geoffrey MORSE, *Charlesworth's Company Law*, Londres (1987), pp. 36 y ss; L.C.B. GOWER, *Principles of modern Company Law*, Londres (1992), pp. 3 a 8; Paul L. DAVIES, *Gower and Davies' Principles of Modern Company Law*, Londres (2008), pp. 4 a 7; A. DIGNAM y J. LOWRY, *ob. cit.*, p. 6.

<sup>7</sup> R. URÍA, *ob. cit.* p. 128; A. ROJO, *ob. cit.* p. 106.

la unanimidad. La modificación de la “*escritura social*” (artículo 125 C. Com.), incluso para dar entrada a nuevos socios (artículo 143 C. Com.), precisa del consentimiento unánime de los otorgantes (como la modificación de cualquier otro contrato: artículos 1254 y 1258 CC). La estructura de la sociedad colectiva resulta, por tanto, idónea para una organización fundada sobre vínculos de mutua confianza entre los asociados. La razón de ser de una compañía de estas características ha de buscarse en la capacidad de trabajo o de gestión que cada socio representa para los demás<sup>8</sup>, y no en la creación de un mecanismo encaminado a facilitar la inversión en la empresa.

La sociedad en comandita o comanditaria simple (artículo 122-2º, primer inciso C. Com.) se encuadra también en la categoría de las sociedades de personas. A diferencia de la sociedad colectiva, en la comanditaria sí se produce una modulación del riesgo de empresa. Junto a los socios colectivos, quienes responden con su patrimonio personal del resultado de las operaciones, se encuentran los socios comanditarios, cuya responsabilidad “*por las obligaciones y pérdidas de la compañía quedará limitada a los fondos que pusieren o se obligaren a poner en la comandita*” (artículo 148,III C. Com.). La constitución de las sociedades colectivas y comanditarias está sujeta a determinadas formalidades. En ambos casos, el contrato constitutivo habrá de documentarse en escritura pública e inscribirse en el Registro Mercantil (artículo 119,I C. Com.). La inscripción tiene carácter obligatorio, aun cuando no se contempla una sanción específica si no llegara a practicarse la misma (artículo 19.2 C. Com.). Las consecuencias en este último caso se producen en el ámbito sustantivo y se traducen en la inoponibilidad a terceros de las cláusulas que pudieran perjudicarles (artículo 21 del C. Com.). A salvo las reglas institucionales relativas al régimen de responsabilidad, la ley reconoce a los socios en las compañías colectivas y comanditarias una amplísima facultad de autoorganización (artículo 121 C. Com.).

Nuestro Código de Comercio hace referencia, además, a otros tres tipos de sociedad mercantil: la sociedad comanditaria por acciones (artículo 122-2º, segundo inciso), la sociedad anónima (artículo 122-3º) y la sociedad de responsabilidad limitada (artículo 122-4º C. Com.). Estas tres han pasado a integrar una categoría definida legalmente, la de las “*sociedades de capital*” (artículo 1.1 LSC)<sup>9</sup>. En todas ellas concurre un doble elemento. Por una parte, la necesaria existencia de un capital, dividido en acciones o participaciones, “*que se integrará por las aportaciones de los socios*”. Por otra, la sujeción a un

---

<sup>8</sup> J. GARRIGUES, *ob. cit.*, Tomo I, p. 231. La *Partnership Act* británica de 1890 expresa esta idea al establecer que cada uno de los socios deviene representante de los demás. Véase al respecto, L.C.B. GOWER, *ob. cit.*, p. 3, y P. DAVIES, *ob. cit.*, p. 4.

<sup>9</sup> El Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital ha sido aprobado por Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y ha procedido a agrupar en un único texto legal, bajo un principio de unidad sistemática, las reglas relativas a las sociedades comanditarias por acciones (hasta la fecha reguladas en la Sección 4ª del Título I del Libro II –artículos 151 a 157- del Código de Comercio), a las sociedades anónimas (anteriormente reguladas en el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre), a las sociedades de responsabilidad limitada (regidas por la Ley 2/1995, de 23 de marzo) y las especialidades de las sociedades cotizadas (contenidas en el Título X –artículos 111 a 117- de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores).

régimen específico de responsabilidad. En relación a la anónima y la limitada se indica expresamente que los socios “*no responderán personalmente de las deudas sociales*”; respecto a la comanditaria por acciones se indica que, “*al menos*”, uno de los socios “*responderá personalmente de las deudas sociales como socio colectivo*” (artículo 1 apartados 2, 3 y 4 LSC).

El funcionamiento interno de la entidad presenta un mayor grado de complejidad. Se basa en la existencia de “*órganos sociales*” con competencias diferenciadas. De un lado, la formación de la voluntad social con sujeción al principio mayoritario (que corresponde a la junta general: artículo 159 LSC). De otro, la gestión y representación de la sociedad (que se encomienda a los administradores: artículo 209 LSC). De modo que cabe hablar de una estructura corporativa, frente al esquema contractual que preside las sociedades de personas. Este esquema responde a las funciones especializadas que asumen socios y administradores. Los primeros aportan los recursos patrimoniales necesarios para el desarrollo de la empresa y, correlativamente, soportan el riesgo derivado de la actividad que constituye el objeto social. Los segundos asumen de forma exclusiva el proceso de toma de decisiones empresariales.

El modelo organizativo permite crear una entidad con capacidad para subsistir y desarrollarse con independencia de las condiciones y vicisitudes personales de sus miembros<sup>10</sup>. Por este motivo, las sociedades de capital no sólo pueden constituirse “*por contrato entre dos o mas personas*”, sino también “*por acto unilateral*” (artículo 19.1 LSC). Las sociedades de capital también han de constituirse en escritura pública e inscribirse en el Registro Mercantil (artículo 20 LSC), si bien la inscripción no es simplemente obligatoria, sino que alcanza valor constitutivo (artículo 33 LSC). A diferencia de lo que sucede con las sociedades de personas, las sociedades de capital están sujetas a un régimen legal marcadamente imperativo. Los pactos que los socios sólo pueden estipular aquellos pactos “*que no se opongan a las Leyes ni contradigan los principios configuradores del tipo social elegido*” (artículo 28 LSC).

La sociedad anónima se ha venido considerando tradicionalmente como el prototipo de la sociedad de capitales. A través de esta afirmación se pretendía destacar que en la misma no se toman en consideración las condiciones personales de los socios, sino únicamente la cuantía de su aportación al capital<sup>11</sup>. La misma idea puede expresarse de otra forma. Así, cabría decir que la anónima es un tipo de sociedad cuya propiedad se atribuye a los inversores, a modo de traducción literal de la expresión en lengua inglesa “*investor-owned firm*”<sup>12</sup>. El término “propiedad” se utiliza aquí como equivalente al título jurídico

---

<sup>10</sup> Véase, Cándido PAZ-ARES en R. URÍA – A. MENÉNDEZ, *ob. cit.*, Tomo I, pp. 524 y 525

<sup>11</sup> J. GARRIGUES, *ob. cit.*, Tomo I, p. 416; R. URÍA, *ob. cit.* p. 129; A. ROJO, *ob. cit.* p. 106

<sup>12</sup> John ARMOUR, Henry HANSMANN y Reinier KRAAKMAN, *What is Corporate Law?*, en *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*, VV.AA., Oxford (2009); pp. 13 a 15; A. DIGNAM y J. LOWRY, *ob. cit.* pp. 24 y 25.

que legitima el control de la sociedad y la apropiación las ganancias<sup>13</sup>. Con ello se hace referencia a dos ideas interrelacionadas: que la condición de accionista sólo puede adquirirse mediante una aportación patrimonial, y que, en el seno de este tipo de organización empresarial, la ley atribuye una posición de preeminencia a quienes no hacen sino desarrollar una función especializada, como es el suministro de capital<sup>14</sup>.

Las competencias del órgano social que integra a los accionistas –la junta general- varían notablemente en los distintos sistemas legales. No obstante, en la medida en que, en el ámbito interno, el riesgo empresarial recae exclusivamente sobre los socios, de forma invariable también se les atribuye el control último de la compañía. Este se hace efectivo mediante la intervención en las decisiones de mayor trascendencia y, sobre todo, a través de la facultad de nombrar y destituir a los administradores<sup>15</sup>. Las características que acabamos de reseñar han convertido históricamente a la sociedad anónima en la estructura jurídica más adecuada para atraer grandes inversiones y, por tanto, en la forma habitual de la gran empresa<sup>16</sup>.

Con alguna matización, las consideraciones anteriores pueden extenderse a las otras dos formas de sociedad de capital. La sociedad comanditaria por acciones había quedado configurada históricamente por característica singular: la atribución del poder de decisión en razón de la asunción de una responsabilidad personal por las deudas sociales y no en función de la aportación de capital. No obstante, este esquema ha quedado seriamente desdibujado en nuestro Derecho<sup>17</sup>. A su vez, las sociedades de

---

<sup>13</sup> Paul L. DAVIES, *Introduction to Company Law*, Oxford (2002), p. 15 a 21.

<sup>14</sup> Esta peculiar característica sólo se explica a partir del contexto histórico que preside el origen y el desarrollo de la sociedad anónima (como prototipo de la sociedad de capitales). Es ésta una forma jurídica que nace al servicio de empresas intensivas en capital, en un grado tal que no era posible atender a su financiación mediante los mecanismos tradicionales. El esquema organizativo de las compañías por acciones responde a la necesidad de constituir un fondo de explotación de grandes dimensiones, que se integra mediante aportaciones realizadas por un gran número de partícipes. Nos ocupamos con detalle del tema en el Capítulo II de esta obra.

<sup>15</sup> P. DAVIES, *Introduction...*, pp. 18 a 20.

<sup>16</sup> Lo que no excluye que, si la legislación aplicable resultara ser suficientemente flexible, la forma pueda ser adoptada por empresas de reducida dimensión, e incluso llegar a ser el tipo social predominante, como sucedía en España antes de la reforma de 1990. Al respecto, véase, Angel ROJO FERNÁNDEZ-RIO, *La sociedad anónima como problema*, en Aurelio MENÉNDEZ MENÉNDEZ (Dir.), *¿Sociedad anónima o sociedad de responsabilidad limitada? La cuestión tipológica*, Madrid (1992).

<sup>17</sup> El Código de Comercio sólo contenía referencias marginales a las sociedad comanditaria por acciones, como la que preveía que el capital aportado por los socios comanditarios podía estar representado y dividido en acciones (artículo 160). La Ley 19/1989 introdujo una regulación detallada (e innovadora), que comprendía los artículos 151 a 157 del Código, hoy incorporados a la Ley de Sociedades de Capital. La división en acciones se predica, genéricamente, del capital de la sociedad que deberá estar integrado por las aportaciones de “*todos*” los socios (artículo 1.4 LSC). Es decir, que aun cuando necesariamente habrá de existir un socio colectivo, su participación en la sociedad no puede quedar reducida a la mera aportación de industria. Por otra parte, más que la atribución del poder de decisión a una determinada

responsabilidad limitada “...se han configurado tradicionalmente más como unas anónimas simplificadas y flexibles que como sociedades personalistas...” (Exposición de Motivos LSC, III). Es decir, que se trataba de un tipo societario que permitía adecuar una estructura corporativa a las circunstancias personales de los socios. A día de hoy, el legislador apunta una doble característica como criterio de distinción entre sociedades anónimas y de responsabilidad. Por una parte, “...las primeras son sociedades naturalmente abiertas, las sociedades de responsabilidad limitada son sociedades esencialmente cerradas...”. A su vez, las anónimas son sociedades “...con un rígido sistema de defensa del capital, cifra de retención y, por ende, garantía de los acreedores sociales, las segundas, en ocasiones, sustituyen estos mecanismos de defensa –más formales que efectivos- por regímenes de responsabilidad, con la consiguiente flexibilidad normativa...” (Exposición de Motivos LSC, IV).

En todo caso, la articulación entre tres aspectos claves de toda organización empresarial (la inversión, la gestión y el riesgo) se realiza de forma completamente distinta en las sociedades de personas y en las sociedades de capital<sup>18</sup>. Hasta aquí el planteamiento teórico. El análisis quedaría incompleto, no obstante, sin una aproximación, siquiera elemental, al grado de utilización en la práctica de cada una de estas técnicas de organización, así como a la evolución que al respecto han experimentado las preferencias de los empresarios.

## 1.2. La difusión de las sociedades de capital

Los datos oficiales del Instituto Nacional de Estadística reflejan, a 1 de enero de 2010, la existencia de 3.219.163 unidades empresariales en nuestro país. De éstas, 1.745.912 (esto es, el 53,05 %) son personas físicas; 105.203 (el 3,2%) sociedades anónimas; 1.125.290 (el 34,2%) sociedades de responsabilidad limitada; 269 (el 0,0081%) sociedades colectivas; 91 (el

---

categoría de socios, lo que configura la Ley es un tipo social caracterizado por la responsabilidad personal de los administradores. Es la condición de administrador la que determina la de socio colectivo, y no al revés (artículo 252.1 y 3 LSC). La sustitución del administrador queda sometida a un régimen más riguroso que en la sociedad anónima, puesto que requiere la modificación de los estatutos sociales, pero el socio afectado debe abstenerse en la votación (artículo 252.2, primer inciso y 252.4 LSC). No hay, por tanto, una garantía de continuidad, sino el mero reconocimiento de una indemnización de daños y perjuicios si la separación tuviera lugar sin justa causa (artículo 252.2, segundo inciso).

<sup>18</sup> En un sentido amplio también la sociedad cooperativa responde al esquema de la sociedad de capital. El Código de Comercio les había atribuido la condición de “comerciantes”, “cuando se dedicaren a actos de comercio extraños a la mutualidad” (artículo 124, formalmente vigente). La Ley 27/1999, de 16 de julio de Cooperativas, contempla la existencia de un “capital social” integrado por las aportaciones de los socios (artículo 45), que se acreditan de acuerdo con lo previsto en los estatutos (artículo 11.1,h). Se trata, no obstante, de un capital variable (los estatutos sólo han de determinar el “capital social mínimo”: artículo 11.1,f). La cooperativa aparece caracterizada por “la libre adhesión y baja voluntaria” de sus miembros (artículo 1.1), y, en este último caso, habrá de procederse al reembolso de las aportaciones del socio (artículo 51). Al respecto, véase, Adrián CELAYA ULIBARRI, *Capital y sociedad cooperativa*, Madrid (1992), pp. 45 y ss.

0,0027%) sociedades comanditarias y 22.702 (el 0,69%) sociedades cooperativas. Las altas en el directorio correspondientes al año natural anterior son, respectivamente, de 198.360 personas físicas (el 61,8%), 1.478 sociedades anónimas (el 0,5%), 83.070 sociedades de responsabilidad limitada (el 25,8%), y 38.272 (el 11,9%) que se incluyen en la categoría “otros tipos”<sup>19</sup>.

Las cifras anteriores presentan un razonable grado de correlación con las que resultan de los datos relativos a la inscripción de sociedades en los Registros Mercantiles (la inscripción del empresario individual es absolutamente inusual, de modo que el Registro no proporciona indicación alguna respecto de su importancia numérica)<sup>20</sup>. En el año 2009 depositaron cuentas 1.078.588 entidades, de las cuales 101.652 (el 9,42%) eran sociedades anónimas, y 960.169 (el 89,02%), sociedades de responsabilidad limitada. Estas cifras pueden tomarse como una razonable aproximación (a la baja) del número de sociedades de capital en activo. La constitución de sociedades muestra, a su vez, un acusado declive en una evidente correlación con la evolución de la economía española e internacional. En 2007 se constituyeron 143.620 nuevas sociedades; 105.287 en 2008 y 79.246 en 2009. No ha variado, sin embargo, la ponderación numérica de los tipos sociales. En 2007 se constituyeron 1881 sociedades anónimas (1,3% del total) y 140.726 sociedades limitadas (97,98% del total); en 2008, 1.236 sociedades anónimas (1,17% del total) y 102.539 sociedades limitadas (97,38% del total), y en 2009, 767 sociedades anónimas (0,96% del total) y 140.726 sociedades limitadas (97,79% del total). Las sociedades de personas ocupan un papel puramente testimonial: en 2009 se constituyeron 38 sociedades colectivas y 14 comanditarias<sup>21</sup>.

El análisis cuantitativo de las inscripciones practicadas en los Registros Mercantiles nos proporciona, además, una valiosa indicación acerca de la evolución que ha experimentado la distribución de las diferentes formas de sociedad mercantil en las últimas décadas. El siguiente cuadro refleja el

---

<sup>19</sup> Pueden consultarse los datos en [www.ine.es](http://www.ine.es). Las cifras muestran, a corto plazo, una previsible continuidad. Los datos correspondientes al 1 de enero de 2008 reflejaban, la existencia de 3.011.246 unidades empresariales de las que 1.624.994 (esto es, el 54%) eran personas físicas; 110.787 (el 3,7%) sociedades anónimas y 1.116.370 (el 33,7%) sociedades de responsabilidad limitada. Los datos correspondientes a 2007 reflejaban el alta en el Directorio de 232.937 personas físicas (el 56,6% del total), 2.343 sociedades anónimas (el 0,6%), 129.028 sociedades de responsabilidad limitada limitada (el 31,4%) y 46.667 (el 11,4%) para otros tipos

<sup>20</sup> De la misma forma no deja de ser una anomalía del Derecho español la ausencia de inscripción de las sociedades cooperativas en el Registro Mercantil. Sólo se contempla el acceso al Registro para aquellas entidades de estructura cooperativa que tienen la condición de “entidades de crédito” o “de seguros” (artículo 16.1, tercero del Código de Comercio).

<sup>21</sup> La estadística anual está disponible en [www.registradores.org](http://www.registradores.org). Atendido el carácter constitutivo de la inscripción del acto fundacional de las sociedades de capital, las cifras reseñadas han de considerarse como indicativas del número exacto de sociedades constituidas. La discordancia con los datos que refleja el directorio del INE deben achacarse a la circunstancia de que, previsiblemente, las altas en el mismo se producen atendiendo a diversos criterios (como el inicio efectivo de la actividad), lo que determina un cierto desfase con respecto al momento en que han quedado cumplidos los trámites legales relativos a la constitución.

número de sociedades constituidas, por tipos sociales, en 1925, 1950, 1975, 2000 y 2005<sup>22</sup>:

<b>Años</b>	<b>S. Colectiva</b>	<b>Sociedad Comandita</b>	<b>S. Anónima</b>	<b>S. Limitada</b>	<b>Totales</b>
<b>1925</b>	612 (42%)	91 (7%)	447 (30%)	302 (21%)	1.422
<b>1950</b>	213 (15%)	17 (1%)	639 (44%)	538 (40%)	1.407
<b>1975</b>	14 (0,2%)	17 (0,3%)	9.199 (80,5%)	2.192 (19%)	11.422
<b>2000</b>	37 (0,03%)	11 (0,009%)	4.895 (4,21%)	110.008 (94,7%)	116.159
<b>2005</b>	76 (0,05%)	34 (0,02%)	2.159 (1,55%)	136.280 (97,96%)	139.118

Son varias las conclusiones que cabe extraer de los datos anteriores.

En primer lugar, el incremento exponencial del número de sociedades mercantiles constituidas anualmente en nuestro país, que prácticamente se multiplica por 100 en ochenta años. Esta circunstancia no puede explicarse únicamente en razón del propio crecimiento económico, por importante y significativo que éste haya sido. Por el contrario, parece razonable pensar que la propia dinámica de desarrollo de la economía española ha determinado que una porción sustancial de la actividad desarrollada por empresarios individuales se ha ido trasladando progresivamente al ámbito societario.

En segundo término, cabe constatar la práctica desaparición de las sociedades de personas. En 1925, aproximadamente la mitad de las sociedades constituidas en nuestro país adoptaban la forma colectiva o comanditaria, y en 1950 todavía representaban un porción relevante del total. A lo largo de la segunda mitad del siglo XX su presencia queda reducida a la de una categoría marginal, que apenas merece un desglose separado en las estadísticas. Lo

<sup>22</sup> Los datos relativos a los años 1925, 1950 y 1975 proceden de los correspondientes Anuarios de la Dirección General de los Registros y el Notariado. Durante la mayor parte del siglo XX el tratamiento de los datos se realizaba de forma manual, de modo no cabe esperar una absoluta fiabilidad. A pesar de ello, proporcionan una mas que razonable apreciación de las variaciones que han ido experimentado las preferencias de los empresarios. Los datos de los años 2000 y 2005 proceden de los servicios estadísticos del Colegio de Registradores. Corresponden, por tanto, a un periodo en el que ya se había completado la informatización integral de los Registros Mercantiles.

mismo cabe decir de la sociedad comanditaria por acciones que carece de toda presencia en la realidad.

En tercer lugar, la progresiva preferencia de los empresarios por las sociedades de capital. Esta evolución se ve acompañada, no obstante, por una significativa alteración en la proporción de compañías constituidas como anónimas y de responsabilidad limitada. La forma anónima, la más importante numéricamente en 1975, pierde esta condición en favor de la sociedad limitada, abrumadoramente mayoritaria en los primeros años del presente siglo. La sociedad limitada es la forma de sociedad mercantil que aparece en último lugar. El punto de partida de su evolución suele situarse en la Ley alemana de 1892 y en la reforma del derecho de sociedades inglés de 1907. La experiencia muestra que la difusión de la misma ha dependido, más que del mayor o menor acierto del legislador en la configuración de su régimen legal, de la correlativa regulación de la sociedad anónima. En España, bajo el régimen de la Ley de 1951, la sociedad anónima disfrutaba de la flexibilidad necesaria para adecuarse tanto a las grandes como a las pequeñas empresas. La polivalencia funcional hizo posible que durante cuatro décadas llegara a ser el tipo social predominante. La reforma mercantil de 1989, con la exigencia de requisitos más rigurosos de constitución y funcionamiento para las anónimas –en buena medida derivados de la incorporación al Derecho interno español de la Directiva 77/91/CEE– propició el extraordinario desarrollo de la limitada.

Finalmente, en cuarto lugar, no deja de llamar la atención la aparición de esquemas asociativos, con incidencia en el tráfico mercantil, que no responden a ningún tipo de sociedad mercantil<sup>23</sup>. Existe, no obstante, una disparidad muy relevante, respecto a su importancia cuantitativa, entre las estadísticas del INE (en torno al 12%) y los datos originados en los Registros Mercantiles (que limitan el número de sujetos inscritos sin forma societaria al 1% en 2000, a menos del 0,5% en 2005, y al 0,2% en 2009). Por exclusión, parece razonable pensar que una buena parte de estas unidades empresariales (que no son empresarios individuales ni sociedades mercantiles) desarrollan su actividad económica bajo la forma de sociedad civil, categoría para la que –salvo en el caso de las sociedades profesionales– no existe un cauce adecuado de publicidad registral.

---

<sup>23</sup> En primer lugar, las entidades de estructura mutualista a que ya hacía referencia el Código de Comercio: las cooperativas y las mutuas de seguros (artículo 124). Estas últimas están hoy reguladas en los artículos 8 y ss. del Real Decreto Legislativo 6/2004, de 29 de octubre, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Ordenación y Supervisión de los Seguros Privados. Asimismo responden a un esquema mutualístico las sociedades de garantía recíproca, regidas por la Ley 1/1994, de 11 de marzo. En nuestro sistema financiero llegó a alcanzar una extraordinaria importancia una determinada modalidad de entidad de crédito, que respondía a una estructura fundacional. Se trataba de las cajas de ahorro (abordan el problema de su naturaleza las SSTC de 28 de marzo de 1982 y 30 de mayo de 1996; la Ley 31/1985, de 2 de agosto, establece las normas básicas sobre sus órganos rectores). También ha alcanzado una cierta difusión numérica la agrupación de interés económico (168 entidades constituidas en 2005 y 143 en 2009). La AIE tiene personalidad jurídica y carácter mercantil, si bien carece de ánimo de lucro para sí misma, puesto que su finalidad es facilitar el desarrollo o mejorar los resultados de la actividad de sus socios (artículos 1 y 2 de la Ley 12/1991, de 29 de abril).

En todo caso, lo que destaca sobre cualquier otra consideración es el protagonismo que en el conjunto del sistema económico han alcanzado las sociedades de capital. Es cierto que, en términos estadísticos, la primacía corresponde al empresario individual. No obstante, no es posible ignorar que, por la propia naturaleza de las cosas, las pequeñas explotaciones son mucho más numerosas que las empresas medianas y grandes. Según datos del INE, en el año 2009 las dos terceras partes de las unidades empresariales constituían bajo la forma de empresa individual (esto es, 1.217.370, que representan el 67,86% del total correspondiente a dicho año), manifestaban no tener asalariados. En estos términos, lo que realmente cabría esperar es que la diferencia entre el número de empresas individuales (el 53%) y el de sociedades anónimas y limitadas (37,4%, en conjunto) fuera significativamente mayor.

En una primera aproximación, el éxito de las sociedades de capital debería atribuirse a sus elementos configuradores: el carácter negociable de la posición de socio y la limitación de responsabilidad. Una reflexión un poco más pausada exige valorar estas ventajas con un punto de escepticismo. Sólo las acciones admitidas a negociación en mercados organizados gozan de una completa liquidez. En los demás casos, especialmente en las sociedades integradas por un número reducido de socios, la recuperación de la inversión puede resultar incierta. En primer lugar, en razón de la probable inexistencia de potenciales compradores, aunque también existen condicionantes de índole legal. Es muy frecuente que los estatutos de las sociedades anónimas no cotizadas incorporen cláusulas restrictivas a la transmisión de las acciones (artículos 123 y 124 LSC). A su vez, la sociedad de responsabilidad limitada ha de configurarse necesariamente como una sociedad cerrada (artículo 108.1 LSC). Por otra parte, en la práctica, las entidades de crédito exigen la garantía personal de socios o administradores para proporcionar financiación a las sociedades de reducida dimensión. De esta forma, la efectividad práctica de la limitación de responsabilidad queda circunscrita a los acreedores que carecen del poder de negociación necesario para imponer cláusulas de salvaguarda<sup>24</sup>.

El punto clave han sido, sin duda, las ventajas derivadas de una personalidad jurídica independiente, aunque hay, sin duda, otros aspectos que han favorecido la difusión de las sociedades anónimas y de responsabilidad limitada. Los costes derivados de la constitución y el funcionamiento de las mismas pueden considerarse relativamente moderados, si se sitúan en el contexto de las obligaciones formales de todo tipo que pesan sobre los empresarios con independencia de su estructura organizativa<sup>25</sup>. En muchos

---

<sup>24</sup> A. DIGNAM y J. LOWRY, *ob. cit.* pp. 9 a 11; Francesco GALGANO, *La società per azioni*, en *Trattato di Diritto Commerciale e di Diritto Pubblico dell'economia*, Francesco GALGANO (Dir), Padova (1988), Vol. VII, pp. 7 y 8.

<sup>25</sup> El momento clave de la evolución de las sociedades de capital se sitúa a mediados del siglo XIX. Frente al sistema anterior en el que resultaba necesario un acto del poder público para constituir una entidad dotada de personalidad jurídica independiente, se admite de forma general que este resultado puede obtenerse mediante el simple trámite de inscripción en un Registro. El punto de partida de esta evolución se sitúa en la Ley inglesa de 1844, P. DAVIES, *Introduction....*, p. 1. Volveremos con detalle sobre este punto en el Capítulo II.

casos, serán determinantes las consideraciones de índole fiscal, al percibirse como más favorable el régimen tributario de las sociedades frente al correspondiente a las personas físicas. La propia dinámica que ha convertido las sociedades de capital en la forma mercantil habitual ha tenido, probablemente, un efecto multiplicador. El esquema organizativo de las sociedades anónimas o limitadas ha pasado a formar parte de la cultura financiera de las naciones desarrolladas. A su vez, esta situación conduce a un uso reiterado de las mismas por parte de los empresarios y de los profesionales que prestan servicios de asesoramiento legal o económico. No sólo en razón de que se trata de un instrumento con el que han llegado a estar particularmente familiarizados, sino también porque su significado y reglas de funcionamiento son bien conocidos por todos aquellos con los que la compañía se relaciona en el tráfico mercantil.

La flexibilidad del modelo también ha favorecido su difusión. El esquema de la sociedad de capital permite dar cobertura tanto a sociedades con un gran número de socios, que acuden directamente al mercado de capitales en busca de financiación, como a sociedades de pocos socios y susceptibles de un cierto grado de personalización. E, incluso, puede ser la forma de organización de la empresa individual, a través del expediente de la sociedad anónima o de responsabilidad limitada unipersonal. En todos estos supuestos son evidentes las ventajas que al socio o socios proporciona la atribución de una personalidad jurídica independiente. Finalmente, no puede desconocerse la importancia de factores psicológicos. La incorporación del negocio a una entidad, con existencia legal separada, puede asociarse a una mayor capacidad financiera, o a la existencia de una organización dotada de medios superiores a los que cabe presumir en una empresa individual.

Cualquiera que sean sus causas, la preponderancia de las sociedades de capital constituye un fenómeno generalizado<sup>26</sup>. A día de hoy, en cualquier parte del mundo, el modelo de la sociedad de capitales abierta, ya sea bajo la denominación de “*sociedad anónima*”, “*sociedad por acciones*”, “*public company*” o “*business corporation*”, ha devenido la forma típica de la gran empresa<sup>27</sup>. A su vez, una porción relevante de las iniciativas empresariales se

---

<sup>26</sup> Es conocido el hecho de que la progresiva integración de las economías nacionales en las últimas décadas del siglo XX ha llevado aparejada, de forma paralela, la extensión de las instituciones propias de la economía de mercado. De hecho, la difusión de éstas aparece como un presupuesto necesario para el despegue económico. La presencia de las sociedades de capital ha devenido, en consecuencia, un fenómeno global. Por el mismo motivo, la discusión acerca de la influencia que han llegado a alcanzar constituye un tema habitual de debate en los más variados foros. Al respecto, pueden verse las consideraciones que, en su día ya formulaban A. BERLE y G. MEANS, *The Modern Corporation and Private Property*, Nueva York (1932), pp. 4 a 6. En la doctrina española, son interesantes las observaciones de Jesús RUBIO, *Curso de Derecho de sociedades anónimas*, Madrid (1974), pp. 40 a 42. En fecha reciente, encontramos dos enfoques radicalmente distintos, en John MICKLETHWAIT y Adrian WOOLDRIDGE, *The Company. A short history of a revolutionary idea*, Londres (2003) y Joel BAKAN, *The Corporation. The pathological pursuit of profit and power*, Nueva York (2004).

<sup>27</sup> Constituye un tópico habitual destacar cómo la cifra de negocios de los mayores grupos multinacionales supera, en términos numéricos, el tamaño de muchas economías nacionales. Pueden verse algunos ejemplos en Guido ROSSI, *Dalla Compagnia delle Indie al Sarbanes-Oxley Act*, *Rivista delle Società*, nº 51 [5 y 6] (2006), p. 890.

desenvuelve bajo la forma de “*sociedad de responsabilidad limitada*”, “*sociedad por cuotas*”, “*private company*” o “*closed corporation*”. Esta última también responde a un esquema corporativo, si bien adecuado a un modelo de sociedad cerrada. Es decir, a un esquema que se caracteriza por estar integrado por un número reducido de socios, que se financia al margen del mercado de capitales y al que la Ley tiende a reconocer un amplio margen de autonomía en la definición de las relaciones internas. Con un enfoque puramente descriptivo podría decirse, también, que en las sociedades cerradas no aparece, típicamente, el fenómeno de la separación entre propiedad y gestión que caracteriza a las sociedades abiertas<sup>28</sup>.

Las legislaciones nacionales presentan diferencias significativas, pero no deja de llamar la atención una más que notable uniformidad en los elementos básicos de las sociedades de capital<sup>29</sup>. Lo que significa que, en buena medida, también son comunes los problemas fundamentales del derecho de sociedades<sup>30</sup>. La estructura de las sociedades anónimas y limitadas permite diferenciar varios ordenes de relaciones (o, si se prefiere, identificar diversos tipos de conflictos de intereses). El estatuto legal del capital social ha constituido tradicionalmente una pieza clave en el tratamiento de los mismos, dado que, directa o indirectamente, se proyecta tanto sobre los que se plantean entre socios y terceros, como sobre los que se desenvuelven en el ámbito interno de las compañías<sup>31</sup>. Antes de entrar en el análisis de los mismos es necesario, no obstante, realizar una serie de precisiones terminológicas, puesto que el término “capital” es susceptible de ser utilizado con diversas significaciones

## 2. Los significados del término “capital”

---

<sup>28</sup> A. BERLE y G. MEANS, *ob. cit.*, pp. 7 y 9.

<sup>29</sup> P. DAVIES, *Introduction....*, p. 9, y J. ARMOUR, H. HANSMANN y R. KRAAKMAN, *ob. cit.*, pp. 5 a 16, coinciden en considerar como elementos estructurales de la sociedad de capital la atribución a la entidad de personalidad jurídica independiente, la responsabilidad limitada de los socios, la existencia de un órgano especializado de administración, la transmisibilidad de la condición de socio sin necesidad de modificar el contrato social, y la atribución a los socios del control sobre la compañía y de un derecho exclusivo a la apropiación del excedente. En términos generales, los mismos elementos que en su día ya apuntaba L. GOWER, *ob. cit.* pp. 85 y ss. En nuestra doctrina, véase José GIRÓN TENA, *Derecho de sociedades anónimas*, Valladolid (1952), pp. 49 y ss, en relación a los “*elementos conceptuales definidores*”.

<sup>30</sup> A esta conclusión llegan, a partir de un análisis comparado de la normativa vigente en Alemania, Francia, Reino Unido, Japón y Estados Unidos, J. ARMOUR, H. HANSMANN y R. KRAAKMAN, *ob. cit.*, pp. 1 y 2, y, en la misma obra colectiva, Paul DAVIS, Luca ENRIQUES, Gerard HERTIG, Klaus HOPT y Reinier KRAAKMAN, *Beyond the anatomy*, pp. 305 a 307.

<sup>31</sup> Francesco FERRARA (jr) y Francesco CORSI, *Gli Imprenditori e la Società*, Milano (1996), p. 379; Aurelio MENÉNDEZ y Alberto VAQUERIZO ALONSO, en Rodrigo URÍA, Aurelio MENÉNDEZ y Manuel OLIVENCIA, *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, Tomo III, volumen 1º,a, Madrid (2007), pp. 25 y 55.

## 2.1. Los distintos aspectos del capital: de concepto contable a categoría jurídica

En un sentido usual y muy amplio, el capital de una empresa, ya sea ésta individual o social, es el conjunto de bienes que dedica al desarrollo de su actividad. Esto es, la suma total de los recursos económicos a disposición del empresario. Este primera acepción hace referencia al capital de explotación o capital operativo (“*working capital*”) y tiene un contenido puramente económico<sup>32</sup>. El término “capital” es también susceptible de ser empleado en un sentido técnico más restringido. Este es el concepto contable del capital. De una forma muy general podríamos decir que en el activo del balance lucen los bienes y derechos afectos a la explotación cuya titularidad corresponde al empresario. El pasivo, por el contrario, pone de manifiesto el origen de los mismos<sup>33</sup>. Los elementos que integran el activo sólo pueden proceder de la aportación del titular o titulares de la empresa (el “capital” en sentido contable), la autofinanciación, en forma de beneficios no distribuidos (las reservas), o la financiación externa, derivada de obligaciones contraídas con terceros. Esta última constituye el pasivo exigible, frente al capital y las reservas que integran los fondos propios (artículos 35.1 y 36.1 C. Com., aplicables genéricamente a cualquier tipo de empresario; de acuerdo con la definición del artículo 36.1.c C. Com., el patrimonio neto comprende, de una parte, las “*aportaciones realizadas*” por los “*propietarios*” y, de otra, los “*resultados acumulados*”).

La noción contable del capital delimita, por tanto, aquella porción del patrimonio de explotación que corresponde a la inversión directa del titular de la empresa. Cuando ésta adopta la forma de sociedad mercantil equivale a las aportaciones de los socios (y este es el sentido del término en el artículo 125 C. Com., que incluye entre las menciones que debe contener la escritura de constitución de una sociedad colectiva, “...*el capital que cada socio aporte, en dinero efectivo, créditos o efectos...*”). Se trata de un concepto puramente descriptivo. No condiciona el proceso de incorporación o separación de los singulares bienes o derechos al patrimonio empresarial. Ni tampoco incide sobre el régimen de responsabilidad a que queda sometido el titular de la empresa. El punto de partida del sistema legal es el desarrollo de la actividad empresarial bajo un régimen de responsabilidad personal e ilimitada. En consecuencia, en principio, la afección o desafección de determinados elementos patrimoniales a la explotación no tiene otro significado que el puramente material. Jurídicamente, es irrelevante para los terceros.

Las nociones económica (como fondo de explotación) y contable (como inversión directa del empresario) del capital son identificables, como hemos visto, en prácticamente cualquier tipo organización empresarial. En las

---

<sup>32</sup> J. GIRON, *ob. cit.*, p. 50; J. RUBIO, *ob. cit.* pp. 69; Antonio PÉREZ DE LA CRUZ BLANCO, *La reducción de capital en sociedades anónimas y de responsabilidad limitada*, Bolonia (1972), p. 40; A. CELAYA ULIBARRI, *ob. cit.* pp. 33 a 35.

<sup>33</sup> Pablo de Tarso DOMINGUES, *Do capital social. Noção, princípios e funções*, Coimbra (1998), pp. 32 y ss; Jose Luis VÉLAZ NEGUERUELA, *El resultado en las sociedades de capital*, Barcelona (2002), p. 63. A. ROJO, en R. URÍA y A. MENÉNDEZ, *Curso...*, p. 185; Oriol AMAT, *Análisis de estados financieros: fundamentos y aplicaciones*, Barcelona (2008), p. 38

sociedades anónimas y de responsabilidad limitada el capital social adquiere una significación adicional. Se transforma en una categoría jurídica<sup>34</sup>. Lo que hasta aquí venía definido, simplemente, como una fracción del patrimonio de la empresa, se convierte en un fondo permanente de garantía. Al mismo tiempo, el capital se divide en acciones o participaciones que se adjudican a los socios de forma proporcional a la aportación realizada por cada uno de ellos. De esta forma, el capital pasa a ser también la técnica a través del cual se configuran las relaciones internas, pues las acciones o participaciones constituyen la unidad de medida que determina la participación en la vida social<sup>35</sup>. La significación del capital como categoría jurídica llega, como hemos visto, hasta el extremo de caracterizar a un determinado tipo de entidades como “sociedades de capital” frente a las “sociedades de personas”.

## 2.2. ¿Empresas sin capital?

Como cuestión puramente especulativa cabría plantear si es posible concebir alguna forma de empresa sin capital, ya en sentido económico o contable. En una primera lectura, nuestro Código de Comercio parece admitir la constitución de una sociedad sin patrimonio, integrada exclusivamente por socios industriales (como pudiera deducirse del tenor literal del artículo 116, con arreglo al cual, por el contrato de compañía dos o mas personas se obligan “a poner en fondo común, bienes, industria o alguna de estas cosas...”)<sup>36</sup>. No obstante, si la estructura formal de la sociedad mercantil ha de estar al servicio del desarrollo de una empresa, la propia naturaleza de las cosas hace necesario un soporte patrimonial, siquiera mínimo, para establecer y gestionar una organización susceptible de operar en el mercado. El Código de Comercio toma en consideración esta circunstancia. Así, diversos preceptos presuponen que la existencia de un fondo común de bienes constituye un elemento estructural de las sociedades mercantiles (artículos 125, 138, 140, 141, 145, 148, 151, 232 y 237). Además, significativamente, tipifica como causa de disolución de las compañías, “de cualquier clase que sean....la pérdida entera del capital” (artículo 221,2º)<sup>37</sup>.

---

<sup>34</sup> J. RUBIO, *ob. cit.* p. 70; J. GIRON, *ob. cit.*, pp 50 y 51; P. DOMINGUES, *ob. cit.* p. 29. En el ámbito cultural anglosajón el término tradicionalmente utilizado es el de “*legal capital*”, que se ha generalizado en el debate sobre la utilidad y el futuro de la figura.

<sup>35</sup> J. GARRIGUES, *ob. cit.*, Tomo I, p. 450; J. GIRON, *ob. cit.*, p 51; Aurelio MENÉNDEZ y Alberto VAQUERIZO ALONSO, en Rodrigo URÍA, Aurelio MENÉNDEZ y Manuel OLIVENCIA, *ob. cit.*, p. 96; Massimo BIONE, *Le azioni*, en *Trattato delle Società per azioni*, G. E. COLOMBO y G.B. PORTALE (Dir), Turín (1991), Vol. II,1, p. 5.

<sup>36</sup> En consecuencia, cabría pensar que cabe la posibilidad teórica de que existan empresas sin patrimonio y, por tanto, sin capital. Al respecto, véase, A. CELAYA ULIBARRI, *ob. cit.* p. 33.

<sup>37</sup> En este sentido, J. GARRIGUES, *Curso..*, Tomo I, p. 349, R. URÍA, *ob. cit.* p. 119. A su vez, C. PAZ-ARES, en R. URÍA – A. MENÉNDEZ, *ob. cit.*, pp. 505 y ss, identifica la aportación (y no la actividad programada) como el verdadero objeto del contrato de sociedad.

De la misma forma, no es fácil concebir algún tipo de empresa cuyos recursos patrimoniales provengan exclusivamente de la autofinanciación o la financiación externa. El supuesto más próximo a este modelo es el de las compañías aseguradoras de estructura mutual (a las que se refiere el artículo 124 del Código de Comercio, formalmente vigente, aunque superado por las previsiones específicas de la LOSSP). En el mundo del seguro, el capital es fondo de garantía más que capital de explotación<sup>38</sup>. El pago actual de la prima por el asegurado tiene como contrapartida una prestación eventual y futura, en ocasiones muy alejada en el tiempo. Si, por una parte, ello exige la creación de especiales mecanismos de supervisión y control, encaminados a garantizar la solvencia del asegurador, por otra, hace posible la organización de la empresa aseguradora sobre bases distintas de las que son propias de las compañías mercantiles ordinarias. En una organización mutual lo esencial es la ayuda recíproca entre sus miembros y no la aportación de capital. El propósito de la organización no es la obtención de una ganancia repartible entre los socios, sino la gestión autónoma de un conjunto de riesgos por los mismos individuos que los soportan. El beneficio o pérdida derivado de la gestión de la cartera se proyecta sobre el conjunto de los asociados, y no sobre la cuenta de resultados de un asegurador profesional que actúa como intermediario entre sujetos sometidos a riesgos homogéneos<sup>39</sup>.

Así sucede, por definición, cuando se ha establecido una prima variable. Pero incluso en las mutuas que exigen una prima fija a sus miembros aparece un elemento de contingencia y variabilidad, pues los resultados darán lugar a una derrama pasiva o al reintegro de una parte de la prima satisfecha por los asegurados (artículo 9.2,e LOSSP). En consecuencia, la posición de mutualista carece de un contenido patrimonial negociable, dado que la aportación al fondo mutual, o bien es innecesaria, o bien tiene una significación marginal. Por este motivo, la forma típica de capitalización de las mutuas no es la aportación de sus miembros al fondo mutual (que tiene carácter eventual: artículo 9.2,c y 13.2 LOSSP), sino la aplicación a de los resultados positivos del ejercicio (artículo 11.1,b ROSSP). Este esquema hace posible que la empresa aseguradora de estructura mutual pueda desarrollarse íntegramente a partir de los recursos generados por el propio negocio. Es frecuente que mutuas con una historia dilatada no hayan recibido más aportación externa de capital que la realizada por los fundadores, en la mínima cuantía necesaria para atender al cumplimiento de las formalidades constitutivas y a los gastos inmediatos de administración.

Un principio organizativo similar cabe encontrar en un tipo de entidad muy particular, conocido tradicionalmente en el Reino Unido. Se trata de la "*company limited by guarantee*". Esta forma societaria se caracteriza por no exigir a sus miembros una aportación actual, sino únicamente el compromiso de contribuir a la integración del patrimonio de la entidad, hasta una suma determinada, en determinadas circunstancias: en caso de liquidación de la

---

<sup>38</sup> J. GARRIGUES, *Curso...*, Tomo II, p. 271

<sup>39</sup> J. J. GARRIDO y COMAS, *Ensayo para una Teoría de la Mutualidad*. Barcelona (1960), pp. 26 y ss.

compañía, y siempre que tales aportaciones sean necesarias para atender al pago de deudas pendientes de la entidad o de los gastos de liquidación<sup>40</sup>. Es muy significativa la terminología que al efecto emplea la *Companies Act* de 2006. Las compañías que se constituyen con un capital dividido en participaciones –“*share capital*”- han de incluir entre la documentación necesaria para su registro el “*statement of capital*” (sección 10, CA 2006), en el que se identifican el número y las características de las participaciones suscritas por los fundadores de la compañía. Por el contrario, para el tipo de entidad que estamos examinando, se impone la elaboración de un “*statement of guarantee*” (sección 11, CA 2006), en el que se detallan las condiciones en las que podrá hacerse efectiva la responsabilidad asumida por los asociados. Lo cierto es que, a pesar de su regulación en el mismo texto normativo que se ocupa de las sociedades comerciales, esta original estructura no resulta especialmente adecuada para el desarrollo de una explotación mercantil. En la práctica, la *company limited by guarantee* suele ser una forma utilizada por entidades sin ánimo de lucro (“*charitable and quasi-charitable organizations*”)<sup>41</sup>.

## 2.3. El capital como esquema organizativo de un determinado tipo de sociedades mercantiles

### 2.3.1. La división del capital social en acciones o participaciones

En el actual estado de la legislación, el capital social es un elemento estructural de las sociedades anónimas y de responsabilidad limitada. Como hemos visto, la característica que define a estas formas sociales es la existencia de un capital social dividido en participaciones (artículo 1.2 LSC) o en acciones (artículo 1.3 LSC). Es posible, no obstante, separar en los estatutos las indicaciones relativas al capital social (artículos 121 y 183 RRM), de las que se refieren a las participaciones o las acciones en que se divida (artículos 122 y 184 RRM)<sup>42</sup>.

La mención relativa a las participaciones y a las acciones desenvuelve su eficacia en el ámbito interno y organizativo de la sociedad. Tanto unas como otras han de quedar identificadas individualmente mediante una “*numeración correlativa*” (artículo 23,d, I LSC). Si la sociedad fuera anónima habrá de indicarse, además, “*la parte del valor nominal pendiente de desembolso*” y “*si las acciones están representadas por medio de títulos o de anotaciones en*

---

<sup>40</sup> Véase, G. MORSE, *op. cit.*, pp. 41 a 44; L. GOWER, *ob. cit.* pp. 10 y 11.

<sup>41</sup> L. GOWER, *ob. cit.* p. 11. P. DAVIES, *Principles...*, pp. 9 y 10, destaca la ventaja estructural que presentan este tipo de entidades en orden a la adhesión y baja de sus miembros. En cambio, las limitaciones que presentan sus mecanismos de financiación sólo las hacen adecuadas para el desarrollo de actividades que no precisen de la vinculación a largo plazo de un capital operativo.

<sup>42</sup> La contraposición aparecía con claridad en el artículo 9 de la antigua LSA (apartados g y f), pero ha quedado un tanto desdibujada en la redacción del vigente artículo 23,g LSC. Sobre las exigencias de configuración formal del capital y las acciones en la Directiva 77/91/CEE, véase *supra*, pp. 139 a 146.

*cuenta*. En el primer caso, “deberá indicarse si son las acciones nominativas o al portador y si se prevé la emisión de títulos múltiples” (artículo 23,d, III LSC). La determinación del número de participaciones y acciones emitidas equivale a la fijación de los “puestos de socio” disponibles en la compañía, dado que, potencialmente, hay tantos socios como acciones o participaciones<sup>43</sup>. Las participaciones y las acciones pueden otorgar a su titular derechos diferentes (artículo 94.1,II LSC), si bien éstos deben quedar asimismo determinados en los Estatutos. En el caso de sociedades de responsabilidad limitada, es necesario precisar “si fueran desiguales, los derechos que cada una atribuya a los socios y la cuantía o la extensión de éstos”. Tratándose de sociedades anónimas, debe precisarse “las clases de acciones y las series, en caso de que existieran” (artículo 23,d II y III LSC).

En las sociedades de personas la condición de socio consiste en una posición contractual, que se desenvuelve en una serie de derechos y obligaciones recíprocos entre los socios. En las sociedades de capital, se incorpora a un soporte material y se concreta en la titularidad de un determinado número de acciones o participaciones. Estas confieren “a su titular legítimo la condición de socio y le atribuyen los derechos reconocidos en esta Ley y en los estatutos” (artículo 91 LSC)<sup>44</sup>. De forma significativa, en ocasiones, la Ley no imputa el ejercicio de determinadas facultades a los “socios”, sino a las “acciones” (así, en los artículos 94.1,II, 148,a II, 243, 293 LSC). Las acciones y participaciones tienen la consideración de bienes muebles (artículo 336 CC), y son susceptibles de transmisión sin necesidad de proceder a la modificación del contrato social o de los estatutos. Este principio es común a sociedades anónimas y de responsabilidad limitada, aunque la circulación de participaciones y acciones responda a principios diferentes. Las primeras no pueden estar representadas por medio de títulos o anotaciones en cuenta (artículo 92.2 LSC) y deben quedar sometidas a un régimen limitativo de su transmisión (en particular, artículo 108.1 LSC). En cambio, históricamente, una de las características que ha contribuido en mayor medida a la expansión de las sociedades anónimas ha sido la posibilidad de incorporar las acciones a un documento apto para circular, y sometido al régimen de los valores mobiliarios (artículo 92.1 LSC).

Junto a la tradicional forma de representación de las acciones por medio de títulos (artículos 113 a 117 LSC), la Ley contempla también la posible incorporación de las acciones a otro tipo de soporte material: las anotaciones en cuenta (artículos 118 y 119 LSC). La representación por medio de anotaciones es preceptiva cuando las acciones se negocian en un mercado secundario oficial (artículo 496 LSC), puesto que es la única forma hacer posible la exigencias de agilidad y rapidez que exige la contratación bursátil. La división del capital en cuotas fácilmente negociables, unida al desarrollo de los mercados de valores, ha sido, sin duda, uno de los factores decisivos en la

---

<sup>43</sup> J. GIRÓN, *ob. cit.* pp. 57 y 58; Josep-Oriol LLEBOT MAJÓ, *La geometría del capital social*, RDM, nº 231 (1999), pp. 49 y 50.

<sup>44</sup> A. MENÉNDEZ y A. VAQUERIZO ALONSO, en R. URÍA, A. MENÉNDEZ y M. OLIVENCIA, *ob. cit.*, pp. 101 y 102.

expansión de la sociedad anónima<sup>45</sup>. En realidad, la negociación de las acciones en un mercado organizado determina la aparición de un subtipo de la anónima, al que la Ley dedica una serie de disposiciones especiales (agrupadas en el Título XIV LSC, bajo la rúbrica “*sociedades anónimas cotizadas*”)<sup>46</sup>. El accionista de una sociedad cotizada actúa con la certidumbre casi total de que, en cualquier momento, podrá convertir sus acciones en dinero. De esta forma, se posibilita que la participación en el mercado de acciones no quede reservada a grandes inversores con perfil institucional, sino también al pequeño ahorrador.

La estructura de la sociedad de capital (abierta o cerrada) proporciona un cauce extraordinariamente adecuado para canalizar la inversión privada hacia los proyectos empresariales. En primer término, porque la movilidad del capital hace posible una asignación eficaz de los recursos económicos. Pero, además, el esquema que estamos examinando presenta una característica peculiar. Permite dissociar el destino del capital productivo (esto es, los distintos activos que integran el patrimonio de la sociedad, destinados a la producción de bienes y servicios) y del capital financiero (las acciones o las participaciones)<sup>47</sup>. Esta duplicación del capital es el punto clave en el desarrollo de un programa de inversiones con carácter de estabilidad y permanencia, puesto que el accionista puede recuperar su inversión sin alterar el ciclo del capital productivo. Es decir, se hace posible transformar el ahorro con un horizonte de inversión a corto plazo en capital empresarial con vinculación a largo plazo<sup>48</sup>. Es evidente la ventaja que supone, en orden a la continuidad y a la expansión de las empresas, la negociación de la posición de socio (propia de las sociedades de capital) frente a la liquidación total o parcial de la compañía (como sucede en las sociedades de personas).

### 2.3.2. El capital social como cifra de retención

La división del capital en acciones o participaciones da respuesta un doble problema: la financiación del capital operativo<sup>49</sup> y la organización interna de la sociedad. La determinación en los estatutos de una cifra de capital forma parte, en cambio, del entramado legal a través del que se encauza el potencial

---

<sup>45</sup> Tullio ASCARELLI, *Principios y problemas de las sociedades anónimas*, México (1951), pp. 19 y 20; J. GARRIGUES, *Curso...*, Tomo I, p. 461.

<sup>46</sup> Véase, Fernando SÁNCHEZ CALERO, *La sociedad cotizada en bolsa en la evolución del Derecho de sociedades*, discurso de ingreso en la Real Academia de Jurisprudencia y Legislación, Madrid (2001).

<sup>47</sup> Roberto WEIGMANN, *Sociedades por acciones*, Barcelona (1990), p. 21 [*Societa per azioni*, Florencia (1978)].

<sup>48</sup> Friedrich KÜBLER, *Derecho de Sociedades*, Madrid (2001) [*Gesellschaftsrecht*, Heidelberg (1998)], pp. 275 y 276.

<sup>49</sup> Lógicamente, la integración del fondo de explotación sólo se realiza parcialmente a través de las aportaciones de los socios. De la misma forma en que es difícil concebir una empresa sin capital (en sentido contable), tampoco resulta sencillo pensar en la ausencia absoluta de algún tipo de financiación externa.

conflicto de intereses entre socios y acreedores. Se trata de una estipulación negocial, fijada por los fundadores en la escritura de constitución e incorporada a los Estatutos sociales (artículo 23,d, primer inciso LSC). A su vez, la alteración de la misma queda sometida a un procedimiento formal: el propio de la modificación de estatutos, con una serie de requisitos específicos (artículos 285 y ss. LSC). La cifra de capital tiene un doble significado. En primer término, indica que los socios han aportado (o han prometido aportar) bienes por un valor equivalente (artículos 21, último inciso y 22.1,c LSC). Esto supone que la estructura patrimonial de la sociedad de capital debe contar, al menos, con una aportación inicial de los socios. Al mismo tiempo constituye la cuantificación de un compromiso asumido por la compañía. Esta queda obligada a conservar, en interés de los acreedores un patrimonio equivalente, al menos a la cifra de capital<sup>50</sup>.

La configuración tradicional de las sociedades de capital se basa, por tanto, en una particular técnica de organización financiera. En este tipo de sociedades, la cifra de capital es independiente de la concreta composición que en cada momento presente el patrimonio social. Este último está sometido a oscilaciones como consecuencia de la actuación de la compañía en el tráfico mercantil. En cambio, el capital social es una *“abstracta magnitud matemática”*<sup>51</sup>, que tiene vocación de permanencia y estabilidad<sup>52</sup>. A través del capital social el legislador impone una especial vinculación del patrimonio de las sociedades anónimas y limitadas que no existe, por ejemplo, en una sociedad colectiva. La cifra de capital *“es una línea cerrada o círculo ideal trazado en el activo de la sociedad, que no acota bienes determinados, pero que impone a la sociedad la obligación de tenerlo siempre cubierto con bienes equivalentes a aquella cifra”*<sup>53</sup>. Indica el exceso del activo sobre el pasivo exigible que, como mínimo, la sociedad se obliga a mantener. Dicho de otra forma, exige como presupuesto del regular funcionamiento de la sociedad de capital la existencia en todo momento de un saldo patrimonial positivo, a modo de colchón, que permita absorber unas eventuales pérdidas<sup>54</sup>. De aquí la función del capital como cifra de retención<sup>55</sup>.

---

<sup>50</sup> J. GARRIGUES, *Curso...*, Tomo I, p. 437

<sup>51</sup> J. GIRON, *ob. cit.* p. 58; una terminología muy similar utiliza F. GALGANO, *ob. cit.*, p. 11.

<sup>52</sup> J. GARRIGUES, *Curso...*, Tomo I, p. 440; R. URÍA, *ob. cit.* pp. 185; Jesús RUBIO, *Curso de Derecho de sociedades anónimas*, Madrid (1974), pp. 74 y 75; J. GIRON, *ob. cit.* p. 54.

<sup>53</sup> J. GARRIGUES, *Curso...*, Tomo I, p. 438. En el mismo sentido, R. URÍA, *ob. cit.* pp. 183 y 184, y J. RUBIO, *ob. cit.* pp. 69 y 70.

<sup>54</sup> Jonathan RICKFORD, *Balance Sheet Tests and Solvency Tests*, en Horst EIDENMÜLLER y Wolfgang SCHÖN (Dir.), *The Law and Economics of Creditor Protection. A Transatlantic Perspective*, The Hague (2008), pp. 136 y 140.

<sup>55</sup> J. GARRIGUES, *Curso...*, Tomo I, p. 438; J. GIRON, *ob. cit.* p. 51; J. MASSAGUER, *El Capital nominal. Un estudio del capital de la sociedad anónima como mención estatutaria*, RGD, nº 550-551 (1990), p. 5552.

Ésta se hace efectiva a través de una técnica contable. La inscripción del capital en el pasivo del balance determina la correlativa fijación en el activo de elementos patrimoniales por un valor equivalente, puesto que sólo el exceso sobre la cifra estatutaria de capital podrá ser distribuido como dividendo. Nada impide que la ley pueda atribuir una función equivalente a otras partidas de pasivo. La retención de una parte de los beneficios obtenidos ha sido históricamente una práctica habitual en las sociedades mercantiles. En principio, constituye un simple mecanismo de autofinanciación cuya aplicación puede resultar de una específica previsión estatutaria (tal como prevé el artículo 273.2 LSC). No obstante, hay ocasiones en las que la propia ley impone la dotación de una reserva sometida a un estatuto particular. Habitualmente éste determina que la reserva pasa a operar como una cifra de retención añadida, reforzando la solvencia patrimonial de la sociedad<sup>56</sup>. Así sucede con la reserva legal, a la que debe destinarse una cifra igual al diez por ciento del beneficio del ejercicio, hasta que este alcance, al menos el veinte por ciento del capital social (artículo 274.1 LSC). La reserva legal “sólo podrá destinarse a la compensación de pérdidas en el caso de que no existan otras reservas disponibles suficientes para este fin” (artículo 274.2 LSC). El régimen de las reservas suele ser menos riguroso que el del capital social<sup>57</sup> que –a diferencia de aquéllas- determina durante la vida de la sociedad un vínculo de indisponibilidad absoluto sobre una fracción ideal del patrimonio social<sup>58</sup>.

La vinculación de una parte del patrimonio de la sociedad de capital no impide que se reconozca al conjunto de los socios una titularidad última sobre el mismo. Como hemos visto, el pasivo del balance refleja con carácter general el origen de los fondos que integran el capital operativo de la empresa. En las sociedades de capital indica, además, la prelación de las eventuales reclamaciones sobre el patrimonio social en el caso de liquidación. La reseña del capital como primera partida del pasivo<sup>59</sup> expresa, de una forma muy general, la expectativa de restitución de la aportación que corresponde a los socios frente a la sociedad<sup>60</sup>. Sin embargo, ésta sólo podrá hacerse efectiva al

---

<sup>56</sup> Juan Luis IGLESIAS PRADA y Javier GARCÍA DE ENTERRÍA, en Aurelio MENÉNDEZ y Angel ROJO (Dir.), *Lecciones de Derecho Mercantil*, Madrid (2010), p. 590.

<sup>57</sup> El estatuto de cada una de las llamadas “reservas de capital” es sumamente complejo y no siempre aparece bien definido en la Ley. Al respecto, véase, Alfonso PIÑÓN PALLARÉS, *Las reservas en las sociedades anónimas*, Madrid (1974), y, sobre todo, Luis FERNÁNDEZ DEL POZO, *Las reservas atípicas. Las reservas de capital y de técnica contable en las sociedades mercantiles*, Madrid – Barcelona (1999).

<sup>58</sup> Luis FERNÁNDEZ DEL POZO, *Aplicación de resultados y defensa del capital social. De nuevo sobre la crisis (presunta) de la noción de capital social*, RGD, nº 622-623 (1996), pp. 8551 y 8552.

<sup>59</sup> Las Normas de elaboración de las cuentas anuales del Plan General de Contabilidad, aprobado por RD1514/2007, de 16 de noviembre, establecen que “el capital social y, en su caso, la prima de emisión o asunción de acciones o participaciones con naturaleza de patrimonio neto figurarán en los epígrafes A-1.I, “Capital” y A-1.II, “Prima de emisión”, siempre que se hubiera producido la inscripción en el Registro Mercantil antes de la formulación de las cuentas anuales” (regla 6ª, apartado 9).

<sup>60</sup> Renaud MORTIER, *Opérations sur capital social*, Paris (2010), p. 10. En la doctrina española prevalece la idea de que el reflejo contable del capital no supone que éste deba ser

término de la vida social y en forma de cuota de liquidación (artículos 93,a y 391 y ss. LSC). El abono de la misma se subordina a la previa satisfacción de los acreedores (artículo 391.2 LSC) o al aseguramiento de sus créditos (artículo 394.1 LSC). La posición del socio se concreta, por tanto, en un derecho sobre el valor residual de la empresa proporcional a su participación en el capital<sup>61</sup>.

### 2.3.3. La relación entre los aspectos interno y externo del capital

No cabe duda de que es posible establecer una clara distinción conceptual entre la función del capital como cifra de retención y la técnica de organización interna de la compañía mediante la adjudicación de acciones o participaciones<sup>62</sup>. Sin perjuicio de lo cual, tanto unas como otras “*son partes alícuotas indivisibles y acumulables del capital social*” (artículo 90 LSC)<sup>63</sup>. Como consecuencia de ello en Derecho español -aunque no en todas las jurisdicciones<sup>64</sup>- las acciones tienen asignado un “valor nominal” (artículos 23,d, 94.1,II, 96.2 y 3, 114.1,b LSC). Es decir, un importe monetario, submúltiplo de la cifra de capital, y expresado como éste en euros<sup>65</sup>. En los sistemas legales, como el nuestro, en los que se exige una perfecta identidad entre la cifra del capital y la suma del valor nominal de las acciones, se produce, además, una auténtica vinculación entre los aspectos interno y externo del capital. El aumento o la reducción del número de acciones o participaciones, o la alteración de su valor nominal no puede llevarse a cabo sin una correlativa modificación de la cifra de capital. Las alteraciones de la cifra de capital habrán de proyectarse necesariamente sobre las participaciones o las acciones preexistentes (artículos 295.1 y 317.2 LSC).

Este planteamiento no deja de introducir un cierto grado de rigidez en el funcionamiento de las sociedades de capital. Implica que la efectividad de las

---

considerado como una deuda de la sociedad, sino que constituye el reflejo de su función como cifra de retención. Al respecto, J. GARRIGUES, *Curso...*, Tomo I, p. 438; R. URÍA, *ob. cit.* pp. 279 y 280; R. URÍA, A. MENÉNDEZ y J. GARCÍA DE ENTERRÍA en R. URÍA – A. MENÉNDEZ, *ob. cit.*, Tomo I, p. 1001 y 1002.

<sup>61</sup> P. DAVIES, *Introduction...*, pp. 83 y 84; Bernhard UMFAHRER, *The Reform of European Legal Capital Rules*, Viena-Graz (2009), p. 75; R. MORTIER, *ob. cit.* p. 12.

<sup>62</sup> J. GIRON, *ob. cit.*, p. 51; J. RUBIO, *ob. cit.* p. 68.

<sup>63</sup> La conexión entre acciones y capital ha de buscarse en el origen histórico de la sociedad anónima, en un momento en el que todavía no se ha formulado con precisión la distinción entre patrimonio social y capital. La división del capital en “cuotas” (artículo 265.2 C. Com. de 1829 y artículo 122.3 C. Com. de 1885) a lo que realmente hacía referencia es a la participación en un fondo patrimonial común. Estrictamente, no es el capital lo que resulta dividido por las acciones, sino la totalidad de los derechos de los socios, A. MENÉNDEZ y A. VAQUERIZO ALONSO, en R. URÍA, A. MENÉNDEZ y M. OLIVENCIA, *ob. cit.*, pp. 100 y 101.

<sup>64</sup> En relación a las acciones sin valor nominal, *supra*, pp. 149 a 151.

<sup>65</sup> R. URÍA, *ob. cit.* p. 128, y Rodrigo URÍA, Aurelio MENÉNDEZ y Javier GARCÍA DE ENTERRÍA en R. URÍA – A. MENÉNDEZ, *ob. cit.*, Tomo I, p. 864.

decisiones relativas a la creación o amortización de acciones o participaciones (que se adoptan habitualmente en consideración a circunstancias internas de la compañía) quedará subordinada al cumplimiento de una serie de trámites y requisitos, orientados a asegurar la integridad del fondo de garantía<sup>66</sup>. La Ley contempla, no obstante, algunas correcciones. Así sucede en la llamada reducción “*con cargo a beneficios o reservas libres*” (artículo 355,b LSC, relativo a las sociedades anónimas). En realidad, la restitución de aportaciones se realiza con cargo al capital, si bien, cabe excluir la aplicación de las reglas relativas a la protección de los acreedores si la sociedad está en condiciones de “*dotar una reserva con cargo a beneficios o reservas libres por un importe igual al percibido por los socios*” (como, con mejor técnica, dispone el artículo 332.1 LSC, relativo a las sociedades de responsabilidad limitada). El resultado final, en todo caso, es la desconexión, después de la reducción de capital, entre el valor nominal agregado de las acciones o participaciones y la cifra de retención, que habrá pasado a estar integrada por la suma de la cifra de capital y el importe de la reserva indisponible.

La vinculación no es únicamente formal. Como tendremos ocasión de examinar, muchas de las reglas que integran el estatuto del capital cumplen una doble función y se encaminan tanto a la protección tanto de los socios como de los acreedores<sup>67</sup>. Así, por ejemplo, la reducción del capital por pérdidas ha de realizarse en base a un balance verificado por los auditores de cuentas de la sociedad, o por el auditor nombrado al efecto por los administradores (artículo 323 LSC). Se trata, en principio, de un requisito encaminado a la protección de los acreedores. Esta modalidad de reducción de se limita a constatar un hecho: la pérdida de una parte del capital como consecuencia de resultados adversos de la compañía. No hay términos, en consecuencia, para aplicar las reglas relativas a la restitución de aportaciones (artículos 331 a 337 LSC). La existencia de un mecanismo de homologación externa aparece, pues, como la razonable contrapartida de la inaplicación del régimen general. Si la reducción de capital se limita a disminuir el valor nominal de las acciones o las participaciones, la operación carece de toda influencia en el ámbito de las relaciones internas de la sociedad. Los socios habrán sufrido un quebranto patrimonial –como consecuencia de la marcha de la empresa, no de la disminución del valor nominal de las acciones o participaciones- pero las respectivas posiciones relativas en el seno de la compañía no sufren alteración.

La situación es completamente distinta cuando los administradores proponen a la Junta General la adopción de un acuerdo de reducción del capital social a

---

<sup>66</sup> Esta es una de las críticas habituales al modelo tradicional del capital social que examinamos con detalle más adelante. Véase *supra*, pp. xx y xx.

<sup>67</sup> Marcus LUTTER, *Legal capital of public companies in Europe*, en Marcus LUTTER (Dir), *Legal Capital in Europe*, European Company and Financial Law Review, Special Volume I, Berlin (2006), pp. 2 y 3; Holger FLEISCHER, *Legal Capital: A Navigation System por Corporate Law Scholarship*, en H. EIDENMÜLLER y W. SCHÖN, *ob. cit.*, pp. 29 y 30. La misma idea aparece en el Preámbulo de la Directiva 77/91/CEE, en el que se destaca que sus disposiciones se encaminan a “*asegurar una equivalencia mínima en la protección de los accionistas y de los acreedores*” (Considerando II).

cero, por haber sido éste enteramente consumido por las pérdidas. La aprobación de tal acuerdo supone que, en virtud de una decisión adoptada con arreglo al principio mayoritario y, por tanto, vinculante para todos los socios (artículo 159 LSC), se amortizarán la totalidad de las acciones o participaciones de la sociedad. Los socios, con independencia de cual haya sido el sentido de su voto, no tienen otra opción que la de realizar nuevas aportaciones (artículo 343.2 LSC) o afrontar su salida de la sociedad, asumiendo la pérdida definitiva de la totalidad de su inversión. La verificación independiente del presupuesto de hecho de la operación –la existencia de pérdidas superiores a la cifra de capital- juega aquí un papel fundamental como garantía del primero de los derechos individuales del socio: el de mantener su condición de tal.

### 3. El capital social y la limitación de responsabilidad

#### 3.1. El planteamiento tradicional

Según la opinión tradicional, la disciplina del capital constituye el fundamento teórico que permite excluir la responsabilidad personal de los accionistas<sup>68</sup>. La vinculación entre ambos conceptos es un dato que, aparentemente, viene impuesto al intérprete (antiguos artículos 1 LSA y 1 LSRL, y actual artículo 1.2 y 3 LSC)<sup>69</sup>. La interpretación sistemática también apunta en esta dirección. No hay una pieza equivalente al capital social en el régimen legal de aquellas

---

<sup>68</sup> En el marco del modelo tradicional del capital social, ésta era una idea absolutamente admitida y aceptada, tanto en nuestro país como en los sistemas legales de nuestro entorno cultural. Al respecto, véase, J. GARRIGUES, *Curso...*, Tomo I, pp. 416, 417 y 437; J. GIRON, *ob. cit.* p. 52; J. RUBIO, *ob. cit.* p. 69; J. MASSAGUER, *ob. cit.* p. 5550; R. URÍA, A. MENÉNDEZ y J. GARCÍA DE ENTERRÍA, en R. URÍA – A. MENÉNDEZ, *ob. cit.*, Tomo I, p. 818; Aurelio MENÉNDEZ y Alberto VAQUERIZO ALONSO, en Rodrigo URÍA, Aurelio MENÉNDEZ y Manuel OLIVENCIA, *ob. cit.*, pp. 26 y 27. Asimismo, Tulio ASCARELLI, *Principios y problemas de las sociedades anónimas*, México (1951), p. 28; F. GALGANO, *Trattato...*, p. 12; Georges RIPERT, *Tratado elemental de Derecho Comercial*, Tomo II, Buenos Aires (1954), pp. 41 y 526 [*Traité Élémentaire de Droit Commercial*, Paris, (1952)]; R. MORTIER, *ob. cit.* p. 33; Marcus LUTTER, *ob. cit.*, pp. 4 y 9; P. DOMINGUES, *ob. cit.* p. 141. En cambio, en el ámbito cultural anglosajón la limitación de responsabilidad suele considerarse una consecuencia de la atribución a las compañías de una personalidad jurídica independiente, sin una conexión directa e inmediata con el estatuto del capital: G. MORSE, *ob. cit.*, pp. 31 y 32; L. GOWER, *ob. cit.* pp. 88 a 91; P. DAVIES, *Introduction...*, pp. 36 y ss; Janet DINE y Marios KOUTSIAS, *Company Law*, Londres (2009), pp. 17 a 19.

<sup>69</sup> En la misma línea, la sección 3 de la CA británica distingue entre “*limited*” y “*unlimited companies*”, en razón de la responsabilidad de sus miembros. Una terminología distinta emplea el artículo 73 de la Ley francesa de sociedades comerciales, con arreglo al cual, en las compañías por acciones, los socios “*no suportan*” las pérdidas, sino hasta la concurrencia de su aportación. Con mejor técnica, el artículo 1 de la Ley alemana de sociedades anónimas y el artículo 2325 del Código Civil italiano establecen que frente a los acreedores responde únicamente la sociedad con su patrimonio. La misma idea apunta el hecho de que se haya generalizado la denominación “*societad de responsabilidad limitada*” –“*société à responsabilité limitée*”, “*società a responsabilità limitata*”, “*Gesellschaft mit beschränkter Haftung*”- para designar a la sociedad de capitales de estructura cerrada. En nuestro país, el legislador había matizado, no obstante, que este “*equivoco nombre*” se mantenía únicamente “*por la tradición que tiene en el derecho español*” (Exposición de Motivos II, inciso inicial, LSRL de 1995).

sociedades en las que los socios asumen una responsabilidad personal por las deudas sociales<sup>70</sup>. La limitación de responsabilidad implica que los socios sólo soportan parcialmente el riesgo de empresa: hasta el límite de su aportación. Si el fracaso del proyecto conduce a la liquidación, los acreedores habrán de soportar una porción de las pérdidas, puesto que el desenlace más probable es el de que sus créditos no sean completamente satisfechos, incluso, aun cuando los socios dispongan de bienes personales suficientes para atender al pago. De esta forma, éstos reciben todas las ganancias de las actividades de riesgo realizadas, pero no soportan todos los costes. Estos se trasladan parcialmente a los acreedores (o, al menos, a aquellos que carecen de capacidad para exigir la constitución de garantías adicionales)<sup>71</sup>.

A partir de aquí, la discusión se centra en torno a si los costes sociales que impone la externalización del riesgo están o no suficientemente justificados. Entre los argumentos favorables aparece en primer lugar la idea –por lo demás intuitiva- de que la limitación de responsabilidad reduce sensiblemente el coste de capital para las empresas. Es razonable pensar que, en estas condiciones, los socios estarán dispuestos a asumir un retorno más reducido de su inversión. Al mismo tiempo, aparecen consideraciones no tan evidentes, como la reducción de los costes de supervisión de la actuación de los administradores y de otros accionistas. En ausencia de limitación de responsabilidad no cabría concebir un órgano de administración especializado. De la misma forma, la limitación de responsabilidad hace posible la existencia de un mercado de acciones, puesto que su valor actual dependerá exclusivamente de los beneficios esperados de las compañías, y no de la solvencia de los accionistas. Es decir, hace posible que las acciones se comporten como una mercancía homogénea. La combinación de ambos elementos –limitación de responsabilidad y existencia de un mercado de acciones- permite a los inversores limitar su riesgo a través de la diversificación, lo que a su vez promueve decisiones de inversión óptimas. Finalmente, pueden existir situaciones en las que determinadas categorías de acreedores (como las entidades de crédito) pueden encontrarse en mejor posición que los socios para evaluar y soportar el riesgo empresarial<sup>72</sup>.

---

<sup>70</sup> No obstante, no puede desconocerse que las formas tradicionales de sociedad mercantil (colectiva y comanditaria) y las compañías por acciones nacen y se desarrollan de forma completamente independiente. Su integración en la categoría general de la sociedad mercantil procede del Código de Comercio francés de 1807 y no deja de tener un cierto carácter artificioso. Véase *supra* pp. 73 y 74.

<sup>71</sup> Frank H. EASTERBROOK y Daniel R. FISCHER, *La estructura económica del Derecho de las sociedades de capital*, Madrid (2002), pp. 60 y 61 [*The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard (1991)]; J. ARMOUR, H. HANSMANN y R. KRAAKMAN, *ob. cit.*, pp. 9 a 11; B. UMFÄHRER, *ob. cit.*, p. 29.

<sup>72</sup> Estas consideraciones ya estaban presentes en la doctrina tradicional, así, por ejemplo, T. ASCARELLI, *ob. cit.*, pp. 18 a 20 y J. RUBIO, *ob. cit.* pp. 157 a 162. En su formulación moderna, F. EASTERBROOK y D. FISCHER, *ob. cit.* pp. 57, 58 y 59; P. DAVIES, *Introduction...*, pp. 63 a 68; J. ARMOUR, H. HANSMANN y R. KRAAKMAN, *ob. cit.*, p. 9; A. DIGNAM y J. LOWRY, *ob. cit.* pp. 47 a 49; A. MENÉNDEZ y A. VAQUERIZO ALONSO, en R. URÍA, A. MENÉNDEZ y M. OLIVENCIA, *ob. cit.*, pp. 27, 28 y 119 a 122.

Desde esta perspectiva, el régimen del capital vendría a estar integrado por un conjunto de previsiones que la ley establece en interés de estos últimos, a modo de compensación por la asunción forzosa de una parte del riesgo de empresa (situación inevitable, por otra parte, en razón de la utilidad social del principio de limitación de responsabilidad). Si la cuestión se enfoca desde el punto de vista de los socios, la sujeción a las reglas relativas a la integración y el mantenimiento del capital sería, precisamente, la contrapartida que éstos han de asumir para desvincularse de las reclamaciones de terceros en razón de las deudas sociales. La determinación de la cifra de capital en los estatutos constituiría una suerte de oferta conjunta a los acreedores<sup>73</sup>, por cuanto determina la cuantía del saldo patrimonial neto que la sociedad se compromete a mantener.

### 3.2. Consideraciones críticas

El punto de partida de las reflexiones anteriores –la limitación de responsabilidad como característica esencial de las sociedades de capital y la traslación parcial del riesgo de empresa a los acreedores- requiere algunas matizaciones. El riesgo a que están expuestos los acreedores no deriva en primer término de la forma social adoptada, sino, sobre todo, de la propia esencia de la actividad empresarial, que implica actuación en el mercado. Las decisiones de los consumidores son cambiantes, y, en la medida en que el empresario opera a crédito, sus acreedores están sujetos a un riesgo de insolvencia muy superior al que puede aparecer en los créditos concedidos a particulares. Nada garantiza el éxito de los proyectos que desarrollan las empresas individuales o las estructuras asociativas que no limitan la responsabilidad de sus miembros. Ni que los sujetos subsidiariamente responsables dispongan de un patrimonio personal suficiente para cubrir el posible déficit<sup>74</sup>.

Por otra parte, como es sabido, el término “*responsabilidad limitada*” es muy poco preciso. De lo que se trata, es de que la ley reconoce a las sociedades anónimas y limitadas la condición de sujeto de derecho, dotado de personalidad jurídica independiente de la de sus socios. Esto conlleva la completa separación -en condiciones normales- entre las relaciones jurídicas que afectan a la sociedad y las de sus miembros<sup>75</sup>. La disociación de las esferas de responsabilidad de la sociedad y los socios produce, en realidad, un doble efecto, potencialmente beneficioso para los acreedores sociales<sup>76</sup>. De la

---

<sup>73</sup> H. FLEISCHER, *ob. cit.*, p. 32.

<sup>74</sup> Bayless MANNING y James J. HANKS, Jr., *Legal Capital*, Nueva York (1990), p. 12; Peter O. MÜLBERT, *A Synthetic View of Different Concepts of Creditor Protection*, en en H. EIDENMÜLLER y W. SCHÖN (Dir), *ob. cit.*, p. 373.

<sup>75</sup> P. DAVIES, *Introduction...*, pp. 9 y 10; J. ARMOUR, H. HANSMANN y R. KRAAKMAN, *ob. cit.*, pp. 6 a 9. En nuestra doctrina, J. GARRIGUES, *Curso...*, Tomo I, pp. 349, J. RUBIO, *ob. cit.* p. 57; J. GIRON, *ob. cit.* p. 67; R. URÍA, *ob. cit.* pp. 183; A. MENÉNDEZ y A. VAQUERIZO ALONSO, en R. URÍA, A. MENÉNDEZ y M. OLIVENCIA, *ob. cit.*, p. 114.

misma forma que los bienes personales de los socios no responden de las deudas sociales, los acreedores personales de éstos no podrán hacer efectivo su derecho sobre la cuota que a aquél pudiera corresponderle en el patrimonio social (tal como establecía la vieja regla del artículo 174 del Código de Comercio). El acreedor de un socio únicamente podrá obtener el embargo de las acciones o participaciones de que éste sea titular, pero la eventual realización de la traba en nada afectará al patrimonio social.

El planteamiento del problema como un debate en torno al coste o el beneficio social de la limitación de responsabilidad no es neutral. En la propia terminología utilizada subyace la idea de que, en el orden natural de las cosas, los socios deberían cubrir en todo caso la eventual insuficiencia del patrimonio social<sup>77</sup>. Con ello, se olvida la extraordinaria variedad de supuestos a que da cabida la estructura formal de la sociedad de capital. Hay situaciones en las que podrá argumentarse que la separación patrimonial entre la sociedad y sus miembros constituye una mera ficción legal. La perspectiva es completamente distinta si nos situamos en el modelo de la sociedad anónima abierta con un gran número de accionistas<sup>78</sup>. Aquí, la inmensa mayoría de los socios carece de cualquier tipo de intervención efectiva en la administración de la compañía o en la toma de decisiones empresariales. Los accionistas, en cuanto tales, se limitan, como vimos, a desarrollar una función especializada: la financiación de la empresa mediante aportaciones a título de capital. No es fácil determinar, por tanto, en base a qué criterios de justicia material cabría exigirles un sacrificio adicional en caso de insolvencia de la compañía. Es cierto que la posición de socio incorpora un derecho sobre el valor residual de la empresa, lo que determina la facultad de apropiación de la totalidad de las ganancias. También lo es el hecho de que, en caso de liquidación, los accionistas ocupan el último lugar en el orden a la adjudicación del patrimonio social. Dicho de otra forma, que todos los restantes titulares de algún tipo de interés sobre los activos de la compañía (*"stakeholders"* según una expresión que ha hecho fortuna), habrán de ver satisfechas sus pretensiones con preferencia a la correlativa reclamación de los accionistas.

Finalmente, en preciso tener en cuenta que el reconocimiento expreso de la limitación de responsabilidad aparece en un momento tardío de la evolución de las sociedades de capital<sup>79</sup>. La regla de la irrevocabilidad de las aportaciones se desenvuelve, originariamente, en el ámbito de las relaciones internas. Su finalidad no era sino la de asegurar la continuidad del fondo común de

---

<sup>76</sup> F. FERRARA y F. CORSI, *ob. cit.*, p. 193; J. ARMOUR, H. HANSMANN y R. KRAAKMAN, *ob. cit.*, pp. 9 y 10.

<sup>77</sup> En este sentido, A. MENÉNDEZ y A. VAQUERIZO ALONSO, en R. URÍA, A. MENÉNDEZ y M. OLIVENCIA, *ob. cit.*, p. 118.

<sup>78</sup> P. DAVIES, *Introduction...*, pp. 60 y 61.

<sup>79</sup> Fernando CERDÁ ALBERO, en Pablo SALVADOR CODERCH, Fernando CERDÁ ALBERO, Juan Antonio RUIZ GARCÍA, José PIÑEIRO SALGUERO y Antoni RUBÍ PUIG, *Derecho de daños y responsabilidad ilimitada en las sociedades de capital. En torno a "Meyer v. Holley et al."* (537 U.S. 280 (2003)), InDret nº 3 (2003), Working Paper n. 145 (<http://www.indret.com>), p. 4; J. ARMOUR, H. HANSMANN y R. KRAAKMAN, *ob. cit.*, p. 9.

explotación. Las formas tradicionales de compañía mercantil, basadas en el contrato de sociedad, tenían un horizonte esencialmente temporal. La eventual liquidación de la compañía o la separación de un número significativo de sus miembros hacía imposible el desarrollo de empresas que requerían cuantiosas inversiones en activos fijos. De aquí la aparición de un nuevo esquema organizativo en el que las aportaciones de los socios quedan vinculadas de forma permanente al desarrollo de la actividad y en el que sólo el excedente es susceptible de reparto periódico. La limitación de responsabilidad se desarrolla como una derivación de la regla (de alcance interno) que dispensaba a los socios de la obligación de realizar aportaciones adicionales al patrimonio social. En su proceso de desarrollo debieron influir además consideraciones de índole práctica. En particular, la dificultad de hacer efectiva una responsabilidad personal en una sociedad de estructura abierta, con un gran número de partícipes no siempre fácilmente identificables<sup>80</sup>. Por otra parte, la regla de la responsabilidad limitada opera en las relaciones jurídicas de origen contractual, mientras que en sede de responsabilidad extracontractual se aplican los principios generales del derecho de daños (en especial la regla del “*respondeat superior*”)<sup>81</sup>.

### 3.3. Los límites del principio: la doctrina del levantamiento del velo

A lo largo del siglo XIX la evolución legislativa en la mayor parte de las naciones europeas va a permitir la generalización del esquema de la sociedad de capitales, e incluso su utilización por negocios o explotaciones de carácter familiar o de reducida dimensión. En este contexto, una sentencia dictada en el año 1897 en el Reino Unido afirmó decididamente el principio de la absoluta separación patrimonial entre la sociedad y los socios. La claridad del supuesto enjuiciado y las consecuencias derivadas del fallo han convertido el caso *Salomon v. Salomon & Co. Ltd* en una de las referencias imprescindibles para comprender la evolución posterior del Derecho de sociedades<sup>82</sup>. Aun cuando el caso debatido resultaba ser un auténtico catálogo de patologías y problemas societarios<sup>83</sup>, aquí nos interesa en razón del criterio adoptado respecto a la

---

<sup>80</sup> Todas estas cuestiones son objeto de un análisis detallado en el Capítulo II de esta obra.

<sup>81</sup> F. CERDÁ, *Derecho de daños...*, p. 21.

<sup>82</sup> Lógicamente, no faltan referencias al mismo en los manuales británicos, G. MORSE, *op. cit.*, pp. 25 a 27; L. GOWER, *ob. cit.* pp. 85 a 87; P. DAVIES, *Principles...*, pp. 33 a 37; A. DIGNAM y J. LOWRY, *ob. cit.* pp. 17 a 22, y, con gran detalle David KERSHAW, *Company Law in Context*, Oxford (2009), pp. 30 a 41. El debate sobre la doctrina de la sentencia se ha extendido, no obstante, más allá de las fronteras del Reino Unido. En nuestro país, la citaba como ejemplo paradigmático Federico DE CASTRO Y BRAVO en *La sociedad anónima y la deformación del concepto de persona jurídica*, ADC (1949), pp. 1397 y ss; trabajo recogido posteriormente en *La persona jurídica*, Madrid (1981). En esta última edición, véase pp. 35 y 36.

<sup>83</sup> Utilizando una terminología actual, cabría identificar cuestiones tales como la unipersonalidad de hecho, la sobrevaloración de las aportaciones, la infracapitalización,

personalidad jurídica de las sociedades mercantiles y la limitación de responsabilidad de los socios.

Se trataba de una sociedad constituida mediante la aportación del negocio de un empresario individual (dedicado a la fabricación de calzado). Tras una etapa de dificultades financieras la compañía se vio abocada a su liquidación forzosa. Con ocasión de las disputas entre el accionista abrumadoramente mayoritario y los acreedores, el Tribunal de apelación había entendido que la compañía carecía de existencia real. En la medida en que el negocio de la compañía era el de un individuo y no otra cosa, aquélla debía ser considerada como un mero alias o agente de éste. La Cámara de los Lores, actuando como última instancia judicial, adoptó una solución radicalmente distinta. Estimó que el hecho de que seis de los siete accionistas exigidos por la ley carecieran de un papel activo en la compañía resultaba irrelevante, y que, puesto que la sociedad había quedado regularmente constituida, debía ser considerada, a todos los efectos, como una persona jurídica distinta de sus socios. Aparentemente, el fallo se sitúa en una posición radicalmente formalista. Lo cierto es que el complejo esquema articulado por Aaron Salomon no tenía otra finalidad que la de intentar preservar la subsistencia de un negocio en serias dificultades. En ninguna de las dos instancias se pudo apreciar una detracción irregular de fondos o la existencia de actuaciones fraudulentas en perjuicio de los acreedores<sup>84</sup>. Esta importante matización ha quedado, no obstante, en un segundo plano frente a las consecuencias que, a largo plazo, derivaron del fallo<sup>85</sup>: hacer posible el acceso de los negocios de reducida dimensión a las ventajas de la estructura corporativa y la separación patrimonial<sup>86</sup>.

Los argumentos antes examinados acerca de la utilidad social de la limitación de responsabilidad se aplican, fundamentalmente, a la sociedad anónima abierta<sup>87</sup>. En cambio, suscita muchas dificultades su extensión a todos los supuestos que hoy en día se cobijan bajo alguna de las modalidades de la sociedad de capital. No es de extrañar, por tanto, que en los más de cien años transcurridos desde el caso *Salomon*, la práctica de los tribunales se ha encaminado, de forma inequívoca, hacia una interpretación restrictiva del

---

material y nominal, la existencia de operaciones vinculadas o la liquidación forzosa de las compañías.

<sup>84</sup> El análisis crítico de DE CASTRO (véase la nota anterior) pasa por alto este aspecto esencial del caso. Las dificultades de *Salomon & Co. Ltd.* no eran consecuencia de un artificioso esquema financiero, sino de la pérdida de su principal cliente, el Ministerio de Defensa británico, que alteró su política de compras y dividió sus pedidos entre varios suministradores. En definitiva, que cualquier actividad empresarial, por definición, está sujeta al riesgo del mercado y que ninguna empresa puede sobrevivir si desaparece la demanda para sus productos, y ello con independencia de la estructura formal que haya adoptado. Lo cierto es que Salomon dilapidó su patrimonio personal en el intento de salvar a la compañía, por lo que se ha dicho, con justicia, que forma parte de “víctimas” de la liquidación del negocio y no de los “villanos”: L. GOWER, *ob. cit.* p. 86.

<sup>85</sup> Entre otros motivos, porque hasta el año 1966 la Cámara de los Lores no podía alterar sus propios precedentes judiciales: DIGNAM y J. LOWRY, *ob. cit.* p. 23.

<sup>86</sup> L. GOWER, *ob. cit.* p. 87; A. DIGNAM y J. LOWRY, *ob. cit.* p. 22.

<sup>87</sup> P. DAVIES, *Introduction...*, p. 108.

principio legal de limitación de responsabilidad. En todas las jurisdicciones relevantes se ha producido, en mayor o menor medida, la recepción de una técnica de origen norteamericano, con arreglo a la cual, en determinados supuestos el juez puede prescindir del dato formal de la personalidad jurídica (“*disregard of legal entity*”), e imputar directamente los efectos de un acto sobre los miembros que la componen<sup>88</sup>. Con una terminología que ha alcanzado una notable difusión, se habla también de “levantar el velo” (“*lifting the veil*”) o “rasgar el velo” (“*piercing the veil*”) de la personalidad jurídica<sup>89</sup>.

Durante el último medio siglo la jurisprudencia española ha acudido con mucha frecuencia a este expediente<sup>90</sup>. A partir de algunos antecedentes (sentencias de 12 de diciembre de 1950, 22 de junio de 1956, 5 de mayo de 1958, 30 de abril de 1959), no sólo la doctrina, sino la propia expresión “levantamiento del velo” aparece consagrada en una serie continuada de resoluciones del Tribunal Supremo. Son varios los fundamentos normativos que se alegan para penetrar en el “*substratum personal*” de las entidades a las que la ley concede personalidad jurídica propia: el principio de buena fe (artículo 7.1 CC), la interdicción del abuso de derecho o el ejercicio antisocial de mismo (artículo 7.2 CC), la protección frente a conductas encaminadas a eludir el cumplimiento de obligaciones legales, o a defraudar intereses públicos o privados (artículo 6.4 CC), e, incluso, la necesidad de evitar que esta “*forma o ficción legal*” pueda dar cobertura a actuaciones en daño ajeno, o de “los derechos de los demás” (artículo 10 CE) (se exponen con detalle, entre otras, en las sentencias de 28

---

<sup>88</sup> John ARMOUR, Gerard HERTIG y Hideki KANDA, *Transactions with creditors*, en *The Anatomy...*, p. 138.

<sup>89</sup> Acerca de los orígenes de esta doctrina, Maurice I. WORMSER, *Disregard of the Corporate Fiction and Allied Corporation Problems*, Nueva York (1927). El mismo autor, en un trabajo previo, *Piercing the Veil of Corporate Entity*, *Columbia Law Review*, Vol. XII (1912), p. 502, destacaba entre los primeros ejemplos el caso *First National Bank of Chicago v. Trebein Company*, resuelto en 1898 por el Tribunal Supremo de Ohio. Trebein desarrollaba a título individual una actividad comercial y había constituido, junto con su esposa y otros familiares, una compañía a la que había aportado prácticamente la totalidad de su patrimonio. Los acreedores alegaron el carácter fraudulento de la operación, y el Tribunal aceptó su petición. La sentencia estima que el dato formal de la constitución de una sociedad no podía alterar la posición patrimonial de Trebein más de lo que lo hubiera hecho un cambio de traje (“*...his identity as owner of the property was not changed by his conveyance to the company more than it could have been by taking off one coat and putting one another...*”). Aparentemente, ante el mismo supuesto de hecho, encontramos una solución contraria a la que el año anterior se había dado en el Reino Unido al caso Salomon. En realidad, lo que aquí se ventilaba era un problema completamente distinto, como es el de la transmisión de bienes en fraude de acreedores.

<sup>90</sup> Ha tenido una notable influencia en nuestro país la obra de ROLF SERICK, *Apariencia y realidad en las sociedades mercantiles* (1955), con traducción y comentarios de José PUIG BRUTAU, Barcelona (1958). La terminología empleada por el autor y las conclusiones de su investigación (pp. 241 y ss.) constituyen un claro referente de muchas decisiones judiciales españolas.

de mayo de 1984, 4 de marzo de 1988, 22 de julio de 1998 y 5 de abril de 2001)<sup>91</sup>.

La clave de esta evolución ha de buscarse más en el ámbito de la utilización de las formas societarias por los agentes económicos que en el de las categorías jurídicas. Lo que se ha producido no es tanto una revisión de los fundamentos del Derecho de sociedades, como una significativa alteración en la naturaleza de las controversias sometidas a la decisión de los tribunales. El fenómeno clave es, por tanto, el de la progresiva difusión de las sociedades de capital. Aun cuando el problema de la “extensión” y “deformación” se ha venido refiriendo de forma genérica a la “persona jurídica”, la inmensa mayoría de las situaciones examinadas se producen en relación a sociedades anónimas o de responsabilidad limitada. La extraordinaria simplicidad de los trámites constitutivos ha determinado una cierta ruptura con la función históricamente asignada al Derecho de sociedades. Esto es, la integración de medios materiales y humanos al servicio del desarrollo de una actividad de carácter económico. Por el contrario, en el contexto de la creciente complejidad que preside el desarrollo del tráfico mercantil, en muchas ocasiones la fundación de una sociedad de capital no obedece al deseo de crear una estructura al servicio del desarrollo de una empresa, sino exclusivamente al designio de aislar esferas de imputación. Es decir, de conseguir que los efectos de determinados actos y negocios recaigan sobre la persona jurídica creada y no sobre sus socios<sup>92</sup>.

Ha sido, por tanto, el empleo irregular de la compañía mercantil como técnica instrumental de separación de patrimonios lo que ha dado lugar a la aparición progresiva de una serie de situaciones patológicas de nuevo cuño<sup>93</sup>. Estas se producen, típicamente, en sociedades de estructura cerrada. El abuso de la personalidad tiene un presupuesto fáctico bien definido, como es la existencia de una sustancial coincidencia de intereses entre la persona jurídica y sus miembros, que, por definición, sólo puede producirse en entidades con un sustrato personal muy reducido. Como casos paradigmáticos se citan el de las pequeñas compañías en el que existe una absoluta identidad entre socios y administradores, o el de los grupos de sociedades, en los que las empresas filiales adoptan la forma de una sociedad de capital íntegramente participada por la matriz<sup>94</sup>. En cambio, en ninguna de las jurisdicciones más relevantes se

---

<sup>91</sup> Véase, Ricardo DE ANGEL YAGÚEZ, *La doctrina del levantamiento del velo en la jurisprudencia*, Madrid (2006). Asimismo, Carmen BOLDÓ RODA, *Levantamiento del velo y persona jurídica en el derecho privado español*, Pamplona (2006).

<sup>92</sup> Maria Isabel DE LA IGLESIA MONJE, *Levantamiento del velo de las personas jurídicas*, RCDI, nº 699 (2007), pp. 305 y 306.

<sup>93</sup> En el Reino Unido, el primer caso documentado –*Daimler Co Ltd v. Continental tyre and rubber Co (Great Britain) Ltd*– data de 1916 y es una decisión dictada en tiempo de guerra. En razón de la nacionalidad alemana de accionistas y administradores, el levantamiento del velo de la personalidad jurídica lleva a declarar sujeta al régimen de la Ley de comercio con el enemigo a una sociedad constituida con arreglo a derecho inglés. Véase G. MORSE, *op. cit.*, p. 27 y DIGNAM y J. LOWRY, *ob. cit.*, p. 35.

<sup>94</sup> P. DAVIES, *Introduction...*, p. 61; B. UMFÄHRER, *ob. cit.*, p. 30; J. ARMOUR, G. HERTIG y H. KANDA, *ob. cit.*, p. 139.

detectan supuestos de aplicación de esta doctrina a sociedades abiertas<sup>95</sup>. Sin embargo, no basta la identidad entre quienes ejercen el control de la entidad y los beneficiarios de la limitación de responsabilidad. Esta situación habrá de traducirse en una actuación abusiva. En lo que aquí interesa, aparecen fenómenos tales como la ausencia de una adecuada individualización del patrimonio social (que puede utilizarse de forma indistinta para el desarrollo de actividades ajenas a la entidad), o los supuestos en los que la propia actuación de los representantes de la compañía puede generar dudas acerca de la identidad del sujeto responsable de las obligaciones contraídas<sup>96</sup>.

La técnica del levantamiento del velo constituye, en principio, un remedio excepcional. Al mismo tiempo, sólo puede configurarse como un expediente judicial, puesto que exige una valoración individualizada de las circunstancias de cada caso. Es inevitable, en consecuencia, un cierto grado de incertidumbre sobre sus presupuestos de aplicación. En buena lógica, estos deberían descansar exclusivamente sobre la prueba del fraude o del abuso. No obstante, una aplicación generalizada de la doctrina del levantamiento del velo corre el riesgo de perder de vista este planteamiento inicial. De hecho, se ha generado la duda razonable de si no se estará produciendo, al margen de las previsiones legales, una derogación de la regla que asegura la personalidad jurídica independiente de las sociedades de capital debidamente inscritas (artículo 33 LSC)<sup>97</sup>. En todo caso, en el punto en que nos encontramos, la responsabilidad limitada, que ha servido históricamente para caracterizar a un determinado tipo de sociedades mercantiles, no puede considerarse, a día de hoy, como una regla de aplicación automática e incontestada<sup>98</sup>.

---

<sup>95</sup> H. FLEISCHER, *ob. cit.*, p. 31; J. ARMOUR, G. HERTIG y H. KANDA, *ob. cit.*, p. 139. En particular, en los Estados Unidos Robert B. THOMSON, *Piercing the Corporate Veil: An Empirical Study*, Cornell Law Review, nº 76 (1991), p. 1036 y ss, y en el Reino Unido, C. MITCHELL, *Lifting the Corporate Veil in the English Courts: An Empirical Study*, Company, Financial and Insolvency Law Review, nº 3 (1999), pp. 15 y ss.

<sup>96</sup> A. MENÉNDEZ y A. VAQUERIZO ALONSO, en R. URÍA, A. MENÉNDEZ y M. OLIVENCIA, *ob. cit.*, pp. 125 y 126.

<sup>97</sup> Expresa este temor, José Miguel EMBID IRUJO, *Protección de acreedores, grupo de sociedades y levantamiento del velo de la personalidad jurídica. Comentario a la sentencia del Tribunal Supremo de 13 de diciembre de 1996*, RdS, nº 11 (1998), p. 366. De forma aún más radical, Stephen M. BAINBRIDGE, *Abolishing Veil Piercing*, Journal of Corporation Law, nº 26 (2001), p. 479. En el Reino Unido, a partir del caso *Adams v. Cape Industries PLC* en el año 1990 se ha limitado drásticamente la posibilidad de acudir a la técnica del levantamiento del velo. De esta forma, se ha corregido la línea jurisprudencial contraria que había prevalecido durante el cuarto de siglo anterior. Al respecto, DIGNAM y J. LOWRY, *ob. cit.* pp. 37 a 39 y P. DAVIS, *Gower and Davies....*, pp. 202 a 209. En nuestro país, la reciente sentencia del Tribunal Supremo de 1 de junio de 2010 parece apuntar un cambio de orientación.

<sup>98</sup> De alguna forma el Derecho de sociedades ha experimentado una evolución circular, que le ha conducido de nuevo al punto de partida. Hace cien años la mayor parte de la actividad empresarial se desarrollaba por empresarios individuales y sociedades de personas bajo un régimen de responsabilidad ilimitada. Actualmente se ha generalizado el esquema de la sociedad de capitales, pero ha quedado seriamente cuestionado el elemento que tradicionalmente se había venido considerando como su nota característica.

## 3.4. La insolvencia de la sociedad de capital.

### 3.4.1. Los acreedores ante la liquidación de la sociedad.

Con independencia del tratamiento que merezcan las situaciones patológicas, la proclamada limitación de responsabilidad no significa que los socios puedan desentenderse, de forma unilateral, del entramado de relaciones jurídicas que afectan a la compañía. Ante las dificultades financieras de una sociedad anónima o limitada, los administradores están obligados, bien a promover la adopción de medidas de saneamiento (artículo 363.1,d LSC), bien a solicitar la declaración de concurso (artículo 5 LC). Este último deber pesa también sobre los liquidadores (artículo 3.1 LC). La liquidación voluntaria de la sociedad de capital no sustituye ni suspende el pago de las deudas sociales. La cancelación de los asientos practicados en el Registro Mercantil –y la correlativa extinción de la personalidad jurídica- requiere que de la documentación presentada resulte que ha sido satisfecho en su totalidad el pasivo exigible (artículos 385, 390.1, 391.2, 394 y 395.1,b LSC y 247.2.3º RRM). Al margen de los supuestos de extinción sin liquidación (artículos 22, 69 y 81 LME), la única alternativa al pago a los acreedores es la extinción de la entidad ordenada por el Juez del concurso, en los casos de conclusión del procedimiento por inexistencia de bienes y derechos en el patrimonio del deudor (artículo 178.3 LC)<sup>99</sup>.

La insolvencia de la sociedad de capital nos sitúa en un terreno de juego completamente distinto. Lo cierto es que el problema que tomábamos como referencia en el epígrafe anterior -la traslación del riesgo de empresa a los acreedores- sólo aparece en el caso límite de la insolvencia irreversible a la sociedad, que conduce a su liquidación forzosa. Por la propia naturaleza de las cosas, queda sujeto al régimen del concurso de acreedores más que a los principios generales del derecho de sociedades. Las reglas relativas a la integración y el mantenimiento del capital social tienen por objeto prevenir (o, al menos, a retrasar) la insolvencia de las compañías. No se encaminan a gestionar los conflictos de intereses que aparecen cuando aquéllas se aproximan (o han rebasado ya) el punto en que no están en condiciones de hacer frente al pago de sus obligaciones. Es posible apreciar, no obstante, una equivalencia funcional<sup>100</sup> o, al menos, un cierto grado de complementariedad, entre las reglas relativas al capital y el régimen concursal de sociedades anónimas y de responsabilidad limitada. El estatuto legal del capital no constituye una protección efectiva frente a las pérdidas continuadas de la compañía, ya sean consecuencia de una gestión desacertada o de la alteración o desaparición del mercado en el que ofrecía sus productos. El esquema

---

<sup>99</sup> En este sentido la R. DGRN de 13 de abril de 2000, aun cuando se aparta del mismo la de 29 de abril de 2011 en un supuesto de liquidación de una sociedad limitada con un único acreedor y en la que el balance reflejaba la inexistencia de bienes para atender al pago de la deuda.

<sup>100</sup> Paul DAVIS, *Directors' Creditor-Regarding Duties in the Vicinity of Insolvency*, en H. EIDENMÜLLER y W. SCHÖN (Dir), *ob. cit.*, p. 312; Thomas BACHNER, *Creditor protection in Private Companies*, Cambridge (2009), p. 7.

general de tutela de los acreedores ha de ser completado, por tanto, con una serie de mecanismos de protección adicionales. Estos últimos actúan cuando, por no haberse liquidado voluntariamente en su momento una compañía deficitaria, se llega a un estado de desequilibrio patrimonial en el que resulta imposible atender a los compromisos contraídos con terceros<sup>101</sup>.

En esta situación se agudiza el conflicto de intereses que la estructura de la sociedad de capital produce entre socios y acreedores<sup>102</sup>. Aquí nos interesa el relativo a un fenómeno estadísticamente bien documentado: el de la tendencia de los administradores de las compañías que se encuentran en una situación próxima a la insolvencia a tomar decisiones y abordar proyectos, cuyo perfil de riesgo es muy superior al que hubieran asumido en circunstancias normales. La existencia de incentivos perversos en estos casos es fácil de constatar: el éxito de una inversión arriesgada puede salvar la empresa, mientras que el fracaso no va a empeorar sustancialmente la posición de socios y administradores<sup>103</sup>. Los ordenamientos reaccionan ante el problema del desplazamiento del riesgo (*"risk shifting"*) a través de diversas vías. En primer lugar, promoviendo la apertura temprana del correspondiente procedimiento de naturaleza concursal. Un camino distinto (aunque no necesariamente incompatible) consiste en imponer a los administradores, en sede concursal, una responsabilidad adicional, en razón del riesgo añadido a que han quedado expuestos los acreedores como consecuencia de su gestión<sup>104</sup>.

En nuestro país, la apertura de la fase de liquidación del concurso –que tiene lugar en defecto de un convenio con los acreedores (artículos 142 y 143 LC)- determina la formación de una sección separada de calificación (artículo 163 LC). En este supuesto, la sentencia que califique el concurso como culpable *"..podrá, además, condenar a los administradores o liquidadores de hecho o de derecho.."*, y a quienes hayan desempeñado estas funciones dentro de los dos años anteriores a la declaración de concurso, *"..a pagar a los acreedores concursales, total o parcialmente, el importe de los créditos que no perciban en la liquidación de la masa activa.."* (artículo 172.3 LC)<sup>105</sup>. La disposición legal que estamos examinando se refiere a cualquier tipo de persona jurídica. No obstante, su ámbito de aplicación natural es el de las sociedades de capital. Si

---

<sup>101</sup> Karsten SCHMIDT, *Grounds for Insolvency and Liability for Delays in filing for Insolvency Proceedings. Necessary Supplement to Capital Protection*, en Marcus LUTTER (Dir), *ob. cit.*, p. 145.

<sup>102</sup> Véase, *supra*, pp. 36 y 37.

<sup>103</sup> Horst EIDENMÜLLER, *Trading in times of crisis*, en H. EIDENMÜLLER y W. SCHÖN (Dir), *ob. cit.*, p. 253. En la misma obra colectiva, Gerald SPINDLER, *Trading in the Vicinity of Insolvency*, p. 342 y 343, y P. DAVIS, *Directors'...*, p. 308; B. UMFÄHRER, *ob. cit.*, pp. 29; T. BACHNER, *ob. cit.*, p. 22; J. ARMOUR, G. HERTIG y H. KANDA, *ob. cit.* p. 119.

<sup>104</sup> Nos ocupamos con detalle de todas estas cuestiones en el Capítulo VIII de esta obra.

<sup>105</sup> La reciente Sentencia del Tribunal Supremo de 23 de febrero de 2011 ha afirmado, en relación a esta disposición legal, que *"carece de naturaleza sancionadora...dado que la responsabilidad de los administradores...deriva de serles imputable –por haber contribuido con dolo o culpa grave- la generación o agravamiento del estado de insolvencia, lo que significa decir el daño que directamente sufrieron los acreedores..."*.

el concursado es una sociedad colectiva, no será preciso acudir a un expediente adicional para derivar las responsabilidades pendientes a los administradores. En el esquema legal, el ejercicio de la administración se vincula a la condición de socio y, por tanto, al régimen de responsabilidad personal. En las sociedades anónimas y de responsabilidad limitada esta responsabilidad adicional de administradores y liquidadores no viene impuesta por la Ley en todo supuesto de concurso culpable, sino que, en caso de liquidación insuficiente, podrá de ser acordada, en su caso, por el juez.

### 3.4.2. La responsabilidad personal de socios y administradores

En pura teoría, el estado de insolvencia, en si mismo, no conduce de forma inexorable a la aplicación del régimen sancionador. El criterio de atribución del correspondiente régimen de responsabilidad se vincula a la conducta del deudor<sup>106</sup>. Como regla general, y en términos imperativos, la Ley dispone que el concurso “se calificará” como culpable cuando “...en la generación o agravación del estado de insolvencia hubiera mediado dolo o culpa grave...” (artículo 164.1, primer inciso LC). En caso del concurso de una persona jurídica, cuando tal actuación sea imputable a “...sus administradores o liquidadores, de hecho o de derecho...” (artículo 164.2, segundo inciso LC). La Ley presume en algunos casos la concurrencia de dolo o culpa, aun cuando admite la prueba en contrario (artículo 165 LC). Entre estos se encuentra el incumplimiento del deber de solicitar la declaración de concurso (artículo 165-1º LC). El sistema se completa con una enumeración de supuestos en los que el concurso ha de calificarse “en todo caso” como culpable (artículo 164.2 LC). A partir de aquí, y en relación a la eventual responsabilidad de administradores y liquidadores, se ha reconocido una amplísima extensión a la prudentia iuris del juez del concurso<sup>107</sup>. Tanto en lo que se refiere al carácter total o parcial de la condena y a su carácter solidario o mancomunado, como a si ha de afectar a todos o sólo a algunos de los integrantes del órgano de administración<sup>108</sup>.

Formalmente, el régimen concursal en nada altera la posición de los socios en las sociedades de capital, puesto que la carga de atender al pago de las deudas no satisfechas por la sociedad afectará, en su caso, a administradores y liquidadores. En la práctica, su influencia sobre el contenido material del principio de limitación de responsabilidad puede llegar a ser significativa. De alguna forma, las disposiciones de la Ley concursal enlazan con el viejo principio mercantil que vinculaba la protección frente a los acreedores con la

<sup>106</sup> José Antonio GARCIA-CRUCES, *Sentencia de calificación (artículo 164)*, en Angel ROJO y Emilio BELTRÁN, *Comentario de la Ley Concursal*, Madrid (2004), Tomo II, p. 2522 y 2523; Ignacio SANCHO GARGALLO, *Calificación del concurso*, en Ignacio QUINTANA CARLO, Ángel BONET NAVARRO y José Antonio GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ (dir.), *Las claves de la Ley Concursal*, Cizur Menor (2005); Fernando CERDÁ ALBERO, *La insolvencia: presupuesto objetivo del concurso*, en *Estudios sobre la Ley Concursal. Libro homenaje a Manuel Olivencia*, tomo I, Madrid (2005).

<sup>107</sup> Sobre el tema, Ignacio SANCHO GARGALLO, *Iuris prudentia del juez civil. Discurso de ingreso en l'Acadèmia de Jurisprudència i Legislació de Catalunya*, Barcelona (2010).

<sup>108</sup> J. A. GARCIA-CRUCES, *ob. cit.*, p. 2597.

ausencia de cualquier tipo de intervención directa en la gestión de la empresa. De esta forma, se había considerado adecuado limitar la responsabilidad del empresario de la navegación, que pierde todo control sobre el buque desde el momento en el que éste se hace a la mar (artículo 622 C. Com. de 1829, y artículos 587 y 837 del C. Com. de 1885). En el ámbito del derecho de sociedades, a los socios colectivos, personal y solidariamente responsables de las deudas sociales (artículo 127 C. Com. de 1885), se les reconoce, salvo pacto en contrario, “...la facultad de concurrir a la dirección y manejo de los negocios comunes...” (artículo 129). Por el contrario, los socios comanditarios tienen prohibido “...hacer acto alguno de administración de los intereses de la compañía, ni aún en calidad de apoderados...” (artículo 148,IV). De la misma forma, en la configuración originaria de la sociedad anónima (única forma de sociedad de capital que el Código de 1885 regulaba), los elementos definidores del tipo son la división del fondo común en acciones y la disociación de la propiedad y la gestión, que se encomienda a “mandatarios o administradores amovibles” (redacción original del artículo 122, 3º C. Com.). La limitación de la responsabilidad de los socios “...a los fondos que pusieran o se comprometieran a poner en la masa común...” (antiguo artículo 153 C. Com.), tenía como contrapartida una reglamentación muy restrictiva de la facultad de “examinar la gestión social” (antiguo artículo 158 C. Com.)<sup>109</sup>.

No cabe duda de que, si el supuesto que se toma en consideración es el de la sociedad de capitales abierta, la eventual liquidación concursal no debe suponer para los socios más quebranto patrimonial que el de la pérdida de la inversión realizada. En cambio, tratándose de sociedades de estructura cerrada, la línea divisoria entre propiedad y gestión será normalmente muy difusa. No será infrecuente la coincidencia entre socios y administradores. Además, si la compañía ha adoptado -como es previsible- la forma de sociedad de responsabilidad limitada, la propia Ley reconoce a los socios un cierto grado de intervención en la toma de decisiones empresariales. Salvo disposición contraria de los estatutos, la junta general está facultada para “...impartir instrucciones al órgano de administración o someter a autorización la adopción por dicho órgano de decisiones o acuerdos sobre determinados asuntos de gestión...” (artículo 161 LSC). En todo caso, con independencia de la integración de los socios en el órgano de administración, o de las decisiones que formalmente se adopten como acuerdos de junta, si la compañía está formada por un número de socios reducido, son muy diversas las vías a través de las cuales éstos podrán proyectar una influencia efectiva sobre el desarrollo del negocio.

La clave de una eventual responsabilidad de los socios será, por tanto, la delimitación del concepto de “administrador” o “liquidador de hecho”. Se trata de una noción de perfiles difusos, cuya determinación se realizará, en definitiva, en sede jurisdiccional. La Ley no proporciona indicio alguno fuera de su mera dicción literal. Es posible, no obstante, apuntar dos notas, siquiera de alcance muy general. En primer lugar, el administrador de hecho viene

---

<sup>109</sup> Véase, Adolfo AURIOLLES MARTÍN, *La sociedad unipersonal en la reciente jurisprudencia. A propósito de la sentencia del Tribunal Supremo de 27 de noviembre de 1985*, RDM, nº 179-180 (1986), p. 192.

caracterizado, por definición, de forma negativa. Es aquél que carece de un nombramiento formal y vigente. En segundo término, hay que entender que se trata de quien, materialmente, tomaba decisiones empresariales en el seno de la sociedad concursada. No de forma aislada o eventual, sino permanente y estable o, al menos, con un razonable grado de continuidad. El elemento esencial es el desplazamiento del poder de decisión, siendo, en principio, irrelevante que esta circunstancia se proyecte hacia el exterior y sea o no conocida por los terceros que se relacionan con la sociedad<sup>110</sup>. Cabe, por tanto, que los socios que se hayan involucrado intensamente en la gestión social queden sujetos a la responsabilidad concursal propia de los administradores<sup>111</sup>. No parece posible, por ahora, llegar a un grado superior de concreción. La opción del legislador por un concepto jurídico tan laxo como el de “administrador de hecho” supone, en la práctica, remitir su concreción a la decisión del juez a la vista de las concretas circunstancias de cada caso<sup>112</sup>.

Es cierto que no basta con la simple injerencia del socio en la gestión de la compañía. Es preciso, además, la concurrencia de una conducta cualificada (por la existencia de dolo o culpa grave), y que, a su vez, ésta, haya producido un determinado resultado (la generación o la agravación del estado de insolvencia). La represión de las conductas fraudulentas se reconduce a un estricto problema de prueba (por ejemplo, en los supuestos contemplados en el artículo 164.2, apartados 4º, 5º y 6º, LC). Por el contrario, la apreciación de la negligencia, por mucho que se califique como “grave”, suscitará siempre un elevado grado de incertidumbre. Será necesario un especial esfuerzo del juzgador para evitar el sesgo inducido por el conocimiento de la situación de desequilibrio patrimonial de la compañía. Dicho de otra forma, lo que el sistema de la Ley concursal ha perfilado es un juicio de valor sobre determinadas decisiones de índole empresarial que se realiza a posteriori. Es decir, cuando ya es conocido el resultado negativo que han producido. En esta situación es razonable pensar que juez se verá inducido a considerar que, en mayor o menor grado, debe haber concurrido algún elemento de negligencia cuando los gestores de la compañía no han sido, en definitiva, capaces de evitar la insolvencia<sup>113</sup>.

---

<sup>110</sup> J. A. GARCÍA CRUCES, *ob. cit.* pp. 2524, 2582 y 2583. En el Reino Unido, el epígrafe 251 (1) CA 2006 identifica la figura del “*shadow director*” con la persona con arreglo a cuyas instrucciones los administradores de la compañía acostumbran a actuar. Sobre la conexión entre control y responsabilidad, P. DAVIES, *Introduction...*, p. 61.

<sup>111</sup> M. LUTTER, *ob. cit.* p. 12; G. SPINDLER, *ob. cit.* pp. 347 a 349. J. A. GARCÍA CRUCES, *ob. cit.* p. 2586, estima que el socio único o mayoritario podrá ser calificado como administrador de hecho cuando, al margen de los cauces establecidos para el ejercicio de los derechos de socio, adopte decisiones administrativas de forma autónoma. Un punto de vista más restrictivo adopta Alberto ALONSO UREBA, *La responsabilidad concursal de los administradores de una sociedad de capital en situación concursal*, en Rafael GARCÍA VILLAVERDE, Alberto ALONSO UREBA y Juana PULGAR EZQUERRA (Dir), *Derecho Concursal. Estudio sistemático de la Ley 22/2003 y de la Ley 8/2003, para la reforma concursal*, Madrid (2003), pp. 525 y 526.

<sup>112</sup> Al respecto, véase la SAP de Barcelona (Sección 15ª) de 4 de octubre de 2010.

<sup>113</sup> Se trata del mismo problema que, en relación al régimen general de responsabilidad de los administradores, ha dado lugar a la doctrina del *Business Judgment Rule*. Al respecto, véase,

A modo de conclusión podríamos decir con un punto (pero sólo un punto) de exageración que la limitación de responsabilidad constituye uno de los elementos caracterizadores de las sociedades de capital, cuya efectividad la ley mantiene siempre y cuando no sea necesario hacerlo valer. En tanto la sociedad permanece en una situación de funcionamiento normal, la personalidad jurídica independiente de ésta excluye la acción ejecutiva de los acreedores sociales sobre el patrimonio de los socios. Pero si la compañía llega a un punto en el que carece de bienes suficientes para hacer frente a las obligaciones contraídas con terceros (es decir, exactamente en el supuesto en el que debería tener aplicación la regla que garantiza la autonomía patrimonial de la sociedad), la efectividad de la llamada limitación de responsabilidad encuentra, como hemos visto, condicionantes significativos. La separación entre propiedad y gestión y la valoración de la conducta de socios y administradores serán, en muchos casos, datos más relevantes que el de la forma social adoptada por el empresario.

No puede descartarse la relación entre capital y limitación de responsabilidad. La especial responsabilidad que la ley impone a los gestores de la sociedad en caso de insolvencia puede valorarse, precisamente, como la reacción del sistema legal a la circunstancia de no haber puesto fin a la explotación de un negocio deficitario tras la pérdida de todo el capital propio. Es decir, por haber permitido la continuidad de un negocio en la que la totalidad del riesgo de empresa se ha trasladado a los acreedores<sup>114</sup>. No obstante, este conflicto de intereses encuentra su tratamiento natural en sede concursal y no en sede societaria. A los efectos de nuestro estudio se hace preciso, por tanto, explorar otras vías para definir con mayor precisión el papel que desempeña la categoría del capital social en el marco general del Derecho de sociedades.

## **4. El capital social como técnica de organización financiera**

### **4.1. La posición de socios y acreedores frente al patrimonio social**

#### **4.1.1. El conflicto de intereses**

Existe otra línea argumental que describe con mayor precisión la función del capital social en las sociedades anónimas y de responsabilidad limitada. El punto de partida es la identidad entre el patrimonio de garantía y el patrimonio de explotación<sup>115</sup>. Como hemos visto, este fenómeno no se da en aquellas

---

Holger FLEISCHER, *La "Business Judgment Rule" a la luz de la comparación jurídica y de la economía del Derecho*, RDM, nº 246 (2002), pp. 1727 a 1754.

<sup>114</sup> M. LUTTER, *ob. cit.* p. 4, K. SCHMIDT, *ob. cit.* p. 145

formas de organización empresarial que no limitan la responsabilidad de sus miembros<sup>116</sup>. Aquí, la afección o desafección de elementos patrimoniales al desarrollo del negocio es una mera cuestión de hecho, que, en principio, no afecta a las eventuales reclamaciones de terceros sobre los mismos. Por el contrario, en las sociedades de capital, en las que la acción ejecutiva de los acreedores está limitada a los activos que integran el patrimonio de la compañía, cualquier alteración en la composición de éste incide sobre la respectiva de socios y acreedores (o utilizando una terminología hoy en boga, entre titulares de intereses –*stakeholders*- internos y externos en la compañía).

En condiciones normales la financiación de la sociedad de capitales se realizará en parte a través de recursos propios y en parte a través de recursos ajenos. Es decir, aportaciones realizadas por los socios (destinadas a integrar de forma permanente el patrimonio social) y fondos suministrados por terceros (de los que la sociedad sólo puede disfrutar temporalmente, puesto que habrán de ser restituidos en los términos fijados en el correspondiente contrato). Se hace necesario, por tanto, delimitar qué tipo de derecho habrá de reconocerse, respectivamente, a socios y acreedores sobre el patrimonio social. La articulación entre ambos grupos se concreta en una transacción fundamental<sup>117</sup>. Los acreedores tienen preferencia sobre los activos de la compañía en caso de liquidación, pero el retorno de su inversión está predeterminado. Consiste en la percepción de los intereses pactados y en la restitución del nominal del crédito a su vencimiento. El socio, por el contrario, aspira a la superior (aunque incierta) rentabilidad que puede derivar del valor residual de los rendimientos y de los activos de la empresa. La expectativa sobre el neto patrimonial tiene como contrapartida la subordinación de cualquier atribución patrimonial al derecho preferente de los acreedores para el cobro de las deudas que con ellos tiene contraídas la sociedad<sup>118</sup>. Este principio se manifiesta en una de las reglas básicas del derecho de sociedades de capital: la que prohíbe abonar a los socios su cuota de liquidación, en tanto no haya sido extinguido por completo el pasivo exigible (artículo 391.2 LSC).

---

<sup>115</sup> J. RUBIO, *ob. cit.*, p. 71.

<sup>116</sup> En realidad de lo que se trata es de que el sistema legal reconozca a la estructura organizativa de que se trate una autonomía patrimonial completa y efectiva. Según acabamos de comprobar, esta situación se produce, típicamente, en la sociedad de capitales abierta.

<sup>117</sup> Michael C. JENSEN y William H. MECKLING, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, *Journal of Financial Economics*, v. 3, nº 4 (1976), p. 335; UMFAHRER, *ob. cit.* p. 75.

<sup>118</sup> La naturaleza y las ramificaciones del conflicto de intereses aparecen con claridad comparando la posición respectiva de los accionistas y de una categoría cualificada de acreedores, como son los obligacionistas (el ejemplo se sitúa, lógicamente, en el ámbito de la sociedad anónima abierta; es decir, aquélla que acude directamente para su financiación al mercado de capitales). Ambos realizan una inversión de capital. En la mayoría de los casos, ninguno de los dos será el suscriptor original de los títulos, sino que los habrá adquirido en el mercado secundario. La opción por uno u otro tipo de posición financiera es el resultado de un cálculo económico. Al respecto, véase B. MANNING y J. HANKS, *ob. cit.* p. 9, y P. DAVIES, *Introduction...*, p. 63.

A partir de aquí, es razonable pensar que los socios procurarán minimizar la cuantía de su inversión (es decir, la aportación al fondo social) y, a su vez, maximizar los rendimientos de la misma (esto es, los dividendos y las atribuciones patrimoniales de todo tipo vinculadas a la condición de accionista). No sólo en términos cuantitativos, sino también en lo que se refiere a la frecuencia y regularidad de estos últimos<sup>119</sup>. Por el contrario, para los acreedores la situación óptima será la contraria. Estos tienen un interés directo en que la capitalización de la compañía se mantenga en el nivel más alto posible, bien mediante una aportación inicial significativa de los socios, bien a través de una política restrictiva de distribución de dividendos, o mediante la combinación de ambas. Hay que recordar, de nuevo, que la actividad empresarial es, por definición, una actividad sujeta a riesgos. El acreedor de una sociedad mercantil ha de aceptar una exposición –siquiera indirecta- a las vicisitudes del negocio. Pero ésta será tanto más reducida cuanto mayor sea el volumen de los recursos propios de la empresa y, correlativamente, la capacidad patrimonial de ésta para absorber eventuales pérdidas<sup>120</sup>.

#### 4.1.2. El control de la sociedad

El conflicto de intereses entre socios y acreedores aparece mediatizado por otro elemento cual es la estructura de las sociedades de capital, que se caracterizan precisamente por ser entidades cuya propiedad y control se atribuye a los socios (*“investor owned firms”*). Los socios tienen reconocida una facultad de participación en la toma de decisiones sociales (artículo 93,c LSC), de la que los acreedores carecen<sup>121</sup>. Esta puede hacerse efectiva directamente (típicamente en las sociedades de estructura cerrada)<sup>122</sup>, o bien a través del nombramiento y la separación de los administradores (artículos 214 y 223 LSC)<sup>123</sup>. En consecuencia, la composición del patrimonio de explotación (que coincide con el patrimonio de garantía, y sobre el que tienen intereses divergentes accionistas y acreedores), puede verse alterada de forma unilateral por uno sólo de los grupos en conflicto<sup>124</sup>.

---

<sup>119</sup> B. MANNING y J. HANKS, *ob. cit.* pp. 6 a 9. Apunta también esta idea, con una matización importante –la capacidad de negociación *ex ante* de los acreedores- John ARMOUR, *Legal Capital: An Outdated concept?*, en H. EIDENMÜLLER y W. SCHÖN (Dir), *ob. cit.*, p. 10.

<sup>120</sup> P. O. MÜLBERT, *ob. cit.*, p. 388.

<sup>121</sup> P. DAVIS, *Introduction...*, p. 100; T. BACHNER, *ob. cit.*, p. 23.

<sup>122</sup> En nuestro Derecho, salvo disposición contraria de los Estatutos, la junta general de una sociedad de responsabilidad limitada “...podrá impartir instrucciones al órgano de administración o someter a autorización la adopción por dicho órgano de decisiones o acuerdos sobre determinados asuntos de gestión...” (artículo 161 LSC).

<sup>123</sup> En España el legislador ha querido facilitar extraordinariamente el cese de los administradores, que pueden ser cesados “en cualquier momento por la junta general, aunque la separación no conste en el orden del día” (artículo 223.1, último inciso LSC).

<sup>124</sup> B. MANNING y J. HANKS, *ob. cit.* p. 16; J. ARMOUR, G. HERTIG y H. KANDA, *ob. cit.*, p. 115; T. BACHNER, *ob. cit.*, pp. 21 y 22.

Los acreedores están sujetos, por tanto, a una eventual modificación, *a posteriori*, de las condiciones de solvencia de la compañía que habían tomado en consideración en el momento de negociar el crédito. A su vez, existen importantes incentivos para que los socios impongan en la gestión de la sociedad una serie de medidas en detrimento de la posición y el interés de aquéllos. Ya hemos hecho referencia a la adopción de una estrategia de negocio que implique un mayor nivel de riesgo. Con ello se incrementa la probabilidad de insolvencia, pero también, según la pauta habitual, el retorno de la inversión si el proyecto tiene éxito. La alteración se produce en beneficio de los socios, que se apropian del beneficio adicional mientras que el riesgo de empresa añadido se traslada a los acreedores. De la misma forma, nada impide a los administradores incrementar el endeudamiento de la compañía. E incluso, dentro del ámbito de las conductas irregulares, adoptar una política selectiva en relación al pago de las deudas sociales, dando preferencia a algunos acreedores (normalmente, aquéllos que están relacionados con los propios socios o administradores)<sup>125</sup>.

Pero el peligro fundamental deriva de la posible desviación de activos desde el patrimonio de la sociedad al de los socios. Ésta puede acordar o autorizar, a través de diversas vías, fórmulas de retribución a los socios con cargo a los fondos propios: distribución de dividendos, recompra de acciones o participaciones, amortización de parte del capital, e incluso proporcionar financiación en condiciones favorables. Tanto en este caso como en el del aumento del endeudamiento se producirá, sin la intervención de los acreedores, un deterioro sobrevenido de la relación entre recursos propios y recursos ajenos (o, desde la perspectiva de los socios, un incremento del apalancamiento). En el segundo, al menos, el mayor endeudamiento tiene como contrapartida el ingreso de nuevos elementos en el activo de la sociedad. Las atribuciones patrimoniales a los socios, por el contrario, implican una disminución neta del patrimonio social. Es obvio, el interés de los socios en esta línea de actuación. No sólo como vía para maximizar el rendimiento de su inversión, sino como expediente para limitar la exposición al riesgo empresarial. La salida de determinados elementos del patrimonio empresarial supone que dejan de estar afectos a las ulteriores vicisitudes del negocio. Parece, por tanto, una estrategia racional, en tanto los resultados sean favorables, poner a salvo todos los recursos que no sean necesarios de modo ineludible para asegurar la continuidad de la explotación<sup>126</sup>.

### 4.1.3. La inversión de la prioridad

Ningún conflicto se suscitaría si el retorno de la inversión de los socios se realizara, exclusivamente, a través del abono de la cuota de liquidación. Es

---

<sup>125</sup> B. UMFAHRER, *ob. cit.*, pp. 30; T. BACHNER, *ob. cit.*, p. 22.

<sup>126</sup> Sobre los incentivos que pueden impulsar una conducta oportunista por parte de los socios, B. MANNING y J. HANKS, *ob. cit.* p. 16; P. DAVIES, *Introduction...*, pp. 80 y 93; P. O. MÜLBERT, *ob. cit.*, p. 372; J. ARMOUR, G. HERTIG y H. KANDA, *ob. cit.* pp. 116 a 119; B. UMFAHRER, *ob. cit.* pp. 27 a 33.

decir, si no les fuera posible realizar detracción alguna del patrimonio social hasta la liquidación de la compañía, que, como sabemos, presupone la íntegra satisfacción de los créditos contraídos con los terceros. Desde un punto de vista teórico cabría argumentar que no es posible determinar definitivamente si ha habido o no un excedente hasta que concluye la empresa y se pone fin a las actividades de la compañía<sup>127</sup>. Esta es la lógica de las sociedades constituidas por un plazo de duración determinado (artículos 125,VI y 221,1º C. Com. Y 360.1,a LSC). También era el esquema habitual de la compañía mercantil, antes del desarrollo de las sociedades de capital. Así, se liquidaba el resultado de cada viaje marítimo en la concepción medieval de las figuras asociativas y parciarias<sup>128</sup>. Sin embargo, las sociedades anónimas y de responsabilidad limitada responden, precisamente, al principio contrario, es decir, al de la estructura corporativa. De lo que se trata, como vimos, es de asegurar la estabilidad y la permanencia de la entidad. En la práctica societaria española las sociedades de capital se constituyen, siempre, con duración ilimitada. Hasta el punto de que ésta ha devenido finalmente la regla legal supletoria (artículo 25 LSC).

La estructura corporativa presenta así una curiosa paradoja. La división del capital en acciones o participaciones es un mecanismo diseñado para facilitar la inversión en las compañías (en el caso de las sociedades anónimas cotizadas, mediante una apelación directa al mercado de capitales). La continuidad de la empresa se hace posible mediante la creación de un fondo de explotación permanente que, al mismo tiempo, actúa como fondo de garantía. Este esquema requiere tratar al socio como inversor. La preferencia que se reconoce a los acreedores no puede significar que cualquier atribución patrimonial se remita a un momento en el que hayan sido satisfechas la totalidad de las deudas sociales<sup>129</sup>. Entre otras cosas porque es materialmente imposible. Si la idea es la continuidad de la explotación en el tiempo, de forma más o menos indefinida, nunca se llegará a una situación de ausencia total de deudas. Una empresa en funcionamiento siempre generará, en mayor o menor medida, un pasivo exigible sujeto a una renovación periódica. Una rígida apreciación de la preferencia que corresponde a los acreedores conduciría a la articulación de un mecanismo de retribución a los socios extraordinariamente ineficiente, como sería el de liquidar la compañía y constituir una nueva con una menor dotación patrimonial. De esta forma, los socios retendrían los fondos adicionales que no se consideraran necesarios para el desarrollo de la actividad<sup>130</sup>.

Es evidente que cualquier abono a los socios implica un incremento del riesgo que soportan los acreedores. Pero, al mismo tiempo, la posibilidad de instrumentar un programa de pagos periódicos a los socios constituye una

---

<sup>127</sup> Wolfgang SCHÖN, *Balance Sheet Tests or Solvency Tests – or both?*, en H. EIDENMÜLLER y W. SCHÖN (Dir), *ob. cit.*, p. 184.

<sup>128</sup> GIRON, *ob. cit.* pp. 5 y 6. Vid. *infra*, pp. XX y XX

<sup>129</sup> B. MANNING y J. HANKS, *ob. cit.* pp. 13 y 14.

<sup>130</sup> W. SCHÖN, *ob. cit.* p. 184.

pieza esencial de la remuneración del capital y, por tanto, un requisito imprescindible para asegurar la financiación de los proyectos empresariales<sup>131</sup>. El abono de dividendos y los demás esquemas de retribución de los socios determinan, por tanto, una inversión de la prioridad material y la temporal. Es decir, implican un pago anticipado que atiende a una pretensión subordinada. Por el contrario, la satisfacción del derecho de los acreedores, que tiene carácter preferente, se hace efectiva con posterioridad. Si la ley se limitara a establecer la regla que sanciona el carácter preferente de las obligaciones contraídas con terceros, cualquier atribución a los socios antes de la liquidación caería dentro de la categoría general de las enajenaciones realizadas en fraude de acreedores (que nuestro Derecho pueden ser atacadas por la vía de la acción pauliana: artículos 1111, 1291,3º y 1297 CC).

A este problema el sistema legal da respuesta mediante una herramienta doble: el estatuto del capital social y el desarrollo de la técnica del ejercicio social. Frente a la liquidación como presupuesto de la distribución de las ganancias, en las sociedades de estructura corporativa desempeña un papel esencial la delimitación de una serie de periodos sucesivos, en los que se ha de proceder al cierre de cuentas. De esta forma se determina el beneficio obtenido o la pérdida sufrida en un determinado periodo de tiempo. La cifra de capital indica el importe mínimo que en cada uno de estos cierres sucesivos no es susceptible de distribución entre los socios. La duración de cada ejercicio social está predeterminada en la Ley o en los estatutos (*“a falta de disposición estatutaria se entenderá que el ejercicio social termina el treinta y uno de diciembre de cada año”*: artículo 26 LSC). La práctica societaria ha generalizado la duración anual de los ejercicios sociales (y así lo establece de forma imperativa el artículo 125.1 RRM para las sociedades anónimas).

El capital viene a ser, por tanto, una regla de organización financiera característica de las sociedades anónimas y de responsabilidad limitada<sup>132</sup>. En el ámbito de las relaciones internas, la vinculación entre la cuantía de la aportación patrimonial y la posición del socio constituye una técnica de financiación singularmente efectiva. De cara al exterior, constituye la norma básica del reparto del riesgo de empresa entre socios y acreedores<sup>133</sup>. No se encamina a asegurar la existencia de una dotación patrimonial suficiente, sino que responde al conflicto de intereses que enfrenta a aquellos dos grupos y que se proyecta sobre la composición y los rendimientos del patrimonio social. Se trata, en definitiva, de una regla de equidad que opera en beneficio tanto de los acreedores como de los socios. Por una parte, limita las facultades de disposición sobre el patrimonio social que, en principio, corresponden a los órganos sociales. Pero al mismo tiempo, garantiza a los socios la adquisición irrevocable de los dividendos y demás atribuciones patrimoniales realizadas en

---

<sup>131</sup> P. DAVIES, *Introduction...*, p. 63; J. RICKFORD, *ob. cit.*, p. 139.

<sup>132</sup> J. MASSAGUER, *ob. cit.* p. 5552; M. LUTTER, *ob. cit.* p. 3. En la versión en lengua inglesa de este último trabajo el capital aparece definido como *“a rule of corporate finance”*.

<sup>133</sup> A. MENÉNDEZ y A. VAQUERIZO ALONSO, en R. URÍA, A. MENÉNDEZ y M. OLIVENCIA, *ob. cit.*, p. 25.

condiciones de regularidad<sup>134</sup>. Todo ello sin perjuicio de sea posible, además, identificar en el régimen del capital un aspecto de protección institucional de la empresa social. En mayor o menor medida, asegura el mantenimiento de la capacidad productiva y una cierta capacidad de resistencia ante las situaciones de crisis. Indirectamente, al menos, también determina un ámbito de protección de la inversión realizada por los socios<sup>135</sup>.

## 4.2. Los elementos que integran la disciplina del capital

Aunque hasta ahora nos hemos venido refiriendo de forma genérica al régimen del capital, lo cierto es que se trata de una categoría de contornos difusos. No hay en los textos legales un concepto o una definición del capital social sino una serie de reglas singulares. Estas han ido apareciendo en momentos históricos diferentes y se refieren a distintos aspectos de la constitución y el funcionamiento de las sociedades, aun cuando respondan a un principio orientador común. En su estado actual el estatuto del capital es más el fruto de un proceso evolutivo que el resultado de un diseño institucional ordenado y sistemático<sup>136</sup>. El origen puede situarse en las leyes de sociedades del siglo XIX, aun cuando su función como cifra de retención no aparece bien perfilada hasta los primeros años del siglo XX<sup>137</sup>. La formulación de una doctrina general del capital es obra de la doctrina y la jurisprudencia mediante un esfuerzo de racionalización y de generalización a partir de disposiciones interrelacionadas, aunque dispersas en los textos legales<sup>138</sup>. En todo caso, siempre ha convivido con mecanismos alternativos de protección a los acreedores<sup>139</sup>.

Hace algo más de treinta años, el contenido básico del estatuto del capital fue codificado en la Directiva 77/91/CEE<sup>140</sup>, vinculante para los veintisiete Estados

---

<sup>134</sup> W. SCHÖN, *ob. cit.*, p. 184

<sup>135</sup> J. MASSAGUER, *ob. cit.* p. 5550; M. LUTTER, *ob. cit.* p. 3.

<sup>136</sup> P. O. MÜLBERT, *ob. cit.*, p. 364.

<sup>137</sup> M. LUTTER, *ob. cit.*, p. 3.

<sup>138</sup> J. GIRON, *ob. cit.* pp. 51; A. MENÉNDEZ y A. VAQUERIZO ALONSO, en R. URÍA, A. MENÉNDEZ y M. OLIVENCIA, *ob. cit.*, p. 65. El proceso de formación histórica del capital social se analiza con detalle en el Capítulo II de esta obra.

<sup>139</sup> Como tendremos ocasión de examinar, algunas disposiciones de nuestro Derecho histórico, como los artículos 349 del Código de Comercio de 1829 y 168 del Código de 1885, no respondían a la filosofía del capital como cifra de retención sino a la constatación de la solvencia de la compañía.

<sup>140</sup> Segunda Directiva, 77/91/CEE del Consejo, de 13 de diciembre de 1976, tendente a coordinar, para hacerlas equivalentes, las garantías exigidas en los Estados miembros a las sociedades definidas en el 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, Directiva 77/91/CEE o Segunda Directiva]. Sin alterar el esquema básico de la Segunda Directiva, algunos aspectos de la

miembros de la Unión Europea y los tres del Espacio Económico Europeo<sup>141</sup>. Aun cuando se trata de un texto bastante detallado, su contenido no resultaba especialmente innovador. El legislador comunitario se limitó a recoger una serie de reglas y principios ya conocidos en las legislaciones europeas de la época<sup>142</sup>. El objetivo de la Directiva era la armonización y no la unificación de las legislaciones nacionales. Por otra parte, su ámbito de aplicación se circunscribe a una de las formas de la sociedad de capital: la sociedad anónima o sociedad por acciones. De esta forma, la doctrina del capital está presente en el Derecho de sociedades de casi todos los países europeos, aunque ello no impide que existan diferencias significativas entre ellos. Con estas salvedades, cabe identificar una serie de elementos que integran el modelo teórico del capital social. Tradicionalmente los principios básicos de la disciplina se han agrupado sistemáticamente en torno a tres conceptos: la efectiva integración, el mantenimiento y la pérdida. Un análisis cuidadoso de los textos legales permite, no obstante, exponer un esquema algo más complejo.

En primer lugar, no puede existir una sociedad anónima o de responsabilidad limitada sin capital social. Es decir, sin una dotación patrimonial a cargo de los socios en el momento fundacional<sup>143</sup>. La regla básica exige que la sociedad de capital disponga de un volumen mínimo de recursos propios (“*equity*” según una terminología habitual en los países anglosajones). Cuestión distinta es que, además, en ocasiones la ley determine el importe mínimo de la cifra de capital<sup>144</sup>. El requisito del capital mínimo ha generado una amplísima discusión doctrinal que no guarda relación con su relativa trascendencia práctica (al menos, en tanto se mantenga el modesto nivel de exigencia actual). Mayor interés presenta un tema conexo sobre el que no se pronuncia la Directiva como es el del estatuto de la prima de emisión<sup>145</sup>.

En segundo término, es precisa una efectiva integración del capital social mediante la aportación de dinero u otros bienes susceptibles de una valoración económica. A tal efecto se establecen una serie de previsiones en relación a la suscripción de las acciones o la asunción de las participaciones, el desembolso de las mismas o la verificación de las aportaciones<sup>146</sup>. Se trata de que la cifra formal determinada en el acto constitutivo se corresponda con un ingreso real de bienes o derechos en el patrimonio de la sociedad. Las mismas precauciones han de aplicarse en el caso de aumento de capital<sup>147</sup>.

---

misma han sido modificados en virtud de la Directiva 2006/68/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 6 de septiembre de 2006.

<sup>141</sup> M. LUTTER, *ob. cit.*, p. 2.

<sup>142</sup> El contenido original de la Directiva 77/91/CEE y sus ulteriores modificaciones son objeto de un análisis detallado en los Capítulos III y X.

<sup>143</sup> J. GARRIGUES, *Curso..*, Tomo I, p. 416.

<sup>144</sup> T. ASCARELLI, *ob. cit.*, p. 31; M. LUTTER, *ob. cit.*, pp. 6 y 7.

<sup>145</sup> Sobre este tema, puede verse con detalle, B. UMFÄHRER, *ob. cit.* pp. 88 a 93.

<sup>146</sup> T. ASCARELLI, *ob. cit.*, p. 29; J. GARRIGUES, *Curso..*, Tomo I, pp. 426 a 431; J. RUBIO, *ob. cit.* p. 74.

En tercer lugar aparece el núcleo de la regulación: el principio del mantenimiento del capital. Las aportaciones realizadas a la sociedad tienen carácter irrevocable y la recuperación de la inversión sólo puede realizarse mediante la negociación de las acciones o participaciones. Con matizaciones es posible afirmar que el capital es fijo. La recuperación de la inversión habrá de realizarse a través de la negociación de las cuotas de socio –acciones o participaciones- y no a través de una contrapartida satisfecha por la propia sociedad. La modificación de la cifra de capital sólo puede llevarse a cabo mediante una modificación estatutaria<sup>148</sup>. Durante la vida de la sociedad –es decir, con anterioridad a la liquidación- la restitución de las aportaciones tiene carácter excepcional. Queda sujeta, por tanto, a un procedimiento específico con intervención de los acreedores<sup>149</sup>. El sistema exige dar un tratamiento complementario a la adquisición de acciones o participaciones por la propia sociedad puesto que, por definición, esta operación implica la liquidación de la posición del socio con cargo al patrimonio social y equivale a una restitución de aportaciones.

El cuarto elemento constituye una derivación del anterior e implica que sólo los beneficios obtenidos por la sociedad son susceptibles de distribución en forma de dividendo. El capital viene a ser el criterio o norma (“*yardstick*”) que determina la posibilidad de realizar una atribución patrimonial a los socios. En las sociedades anónimas y de responsabilidad limitada, el capital opera como cifra de retención de activos en el patrimonio social. De esta forma, los pagos o abonos a los socios sólo tienen carácter regular si, como consecuencia de los mismos, el valor neto de los activos de la compañía no resulta ser inferior a la cifra de capital. En el caso de pérdida total o parcial del capital, es necesaria su reintegración con beneficios futuros (o, en su caso, con nuevas aportaciones) antes de acordar un nuevo pago de dividendos<sup>150</sup>. En el caso de apertura de la liquidación, las atribuciones patrimoniales a los socios se subordinan a la extinción del pasivo exigible.

En quinto lugar, la doctrina del mantenimiento del capital opera en estrecha relación con las reglas relativas a la formulación de las cuentas anuales<sup>151</sup>. La existencia o no de beneficios sólo puede resultar de un estado contable, por lo que el modelo tradicional del capital social puede ser descrito también como aquél en el que el abono de un dividendo debe superar el “test del balance” (“*balance sheet test*”)<sup>152</sup>. A su vez, la constatación formal de la existencia y la cuantía del beneficio estará condicionada por el contenido de las reglas

---

<sup>147</sup> J. GARRIGUES, *Curso...*, Tomo I, p. 440; R. URÍA, *ob. cit.* p. 185.

<sup>148</sup> T. ASCARELLI, *ob. cit.*, p. 34.

<sup>149</sup> T. ASCARELLI, *ob. cit.*, p. 31; J. GARRIGUES, *Curso...*, Tomo I, pp. 446 y 447; J. RUBIO, *ob. cit.* p. 87.

<sup>150</sup> M. LUTTER, *ob. cit.*, p. 3.

<sup>151</sup> J. GARRIGUES, *Curso...*, Tomo I, pp. 526 a 528.

<sup>152</sup> J. RICKFORD, *ob. cit.* p. 140; W. SHÖN, *ob. cit.* p. 180;

contables relativas a la valoración de los activos, la periodificación de gastos e ingresos, la dotación de provisiones, los plazos de amortización o la posibilidad u obligatoriedad de realizar correcciones valorativas<sup>153</sup>. Por este motivo, el derecho contable material se ha desarrollado históricamente como una pieza del estatuto de las sociedades de capital, y ha estado presidido por los principios de prudencia y efectiva realización<sup>154</sup>. El primero impone la contabilización de los activos por su coste de adquisición y excluye su revalorización posterior por decisión discrecional de los administradores (aun cuando exige dotar una provisión en caso de deterioro). El segundo impide que pueda servir de base a una distribución de dividendos la mera expectativa de obtener una ganancia<sup>155</sup>.

En sexto lugar es preciso reseñar el papel esencial de la publicidad y, en particular, de la publicidad registral<sup>156</sup>. En la medida en que los acreedores asumen una parte del riesgo empresarial, es necesario que puedan conocer con exactitud y plena garantía la cuantía de los recursos patrimoniales que, como mínimo, los socios han comprometido en el negocio. De ahí la obligación de hacer pública la cifra de capital y el carácter tendencialmente constitutivo que tiene la inscripción de las sociedades de capital<sup>157</sup>. Como un complemento de los mecanismos tradicionales aparece la publicidad de las cuentas anuales. A través de este expediente los acreedores pueden acceder a una información actualizada y periódica sobre la situación patrimonial de la sociedad. De esta forma, es posible comprobar si se mantiene la integridad del capital aportado por los socios o si, por el contrario, la garantía que este representaba ha desaparecido como resultado de las pérdidas en que haya podido incurrir la sociedad<sup>158</sup>.

Finalmente, un séptimo bloque de reglas legales se refiere a la pérdida del capital. Se trata, sin duda, del elemento más discutido y su tratamiento responde a planteamientos muy diferentes en las distintas legislaciones<sup>159</sup>. El problema de la pérdida del capital puede enfocarse desde la estricta

---

<sup>153</sup> B. MANNING y J. HANKS, *ob. cit.*, p. 33; L. FERNÁNDEZ DEL POZO, *Aplicación...*, pp. 8556 y 8557; Luca ENRIQUES y Martín WELTER, *Regulatory Competition in European Company Law and Creditor Protection*, en H. EIDENMÜLLER y W. SCHÖN (Dir), *ob. cit.*, p. 429.

<sup>154</sup> Véase, *supra*, pp. 145 a 148.

<sup>155</sup> T. ASCARELLI, *ob. cit.*, p. 31; M. LUTTER, *ob. cit.*, p. 3.

<sup>156</sup> J. GARRIGUES, *Curso...*, Tomo I, p. 433; M. LUTTER, *ob. cit.* p. 4.

<sup>157</sup> T. ASCARELLI, *ob. cit.*, pp. 19 y 20; A. MENÉNDEZ y A. VAQUERIZO ALONSO, en R. URÍA, A. MENÉNDEZ y M. OLIVENCIA, *ob. cit.*, pp. 121 y 122; J. ARMOUR, G. HERTIG y H. KANDA, *ob. cit.* pp. 123 y 124.

<sup>158</sup> La publicidad de las cuentas anuales se establece con carácter general para las sociedades de capital en la Unión Europea y en Japón. En Estados Unidos, en cambio, se limita a aquellas compañías que emiten valores sujetos a negociación en mercados organizados, J. ARMOUR, G. HERTIG y H. KANDA, *ob. cit.* pp. 124 y 125.

<sup>159</sup> J. ARMOUR, G. HERTIG y H. KANDA, *ob. cit.* pp. 133 y 134.

perspectiva de la protección de los socios. Se trataría de asegurar que, ante una pérdida grave, dispongan de información adecuada en tiempo oportuno, así como de la oportunidad de debatir en una junta extraordinaria sobre la continuidad o la liquidación de la empresa. El carácter excepcional de la situación exige someter a los socios la decisión acerca del cese de la actividad y la restitución del capital todavía no consumido (asumiendo de forma definitiva las pérdidas producidas) o el mantenimiento de su exposición a una empresa hasta la fecha deficitaria (en la confianza de compensar las pérdidas anteriores con beneficios futuros). El proceso se desarrolla, por tanto, en el ámbito de las relaciones internas de la compañía. Un enfoque completamente distinto es el de aquellas legislaciones que configuran la pérdida de un porcentaje del capital como causa legal de disolución. Tras esta solución late la idea de que, siendo el capital el elemento estructural básico de una determina categoría de sociedades mercantiles, éstas no pueden continuar operando en el tráfico cuando, como consecuencia de las pérdidas, la cifra formal de capital carece de una contrapartida patrimonial efectiva<sup>160</sup>. La pérdida de capital desempeña aquí una función complementaria de la asignada a la legislación concursal.

## 5. Las alternativas al capital social

### 5.1. ¿Un concepto superado?

No es exagerado afirmar que las modernas sociedades desarrolladas no existirían tal y como las conocemos sin la técnica de organización financiera que se articula en torno a la figura del capital social. La estructura de la sociedad de capitales (y, en particular, su modalidad abierta) ha permitido la asignación de recursos a proyectos empresariales de todo tipo, al ampliar de forma extraordinaria el horizonte temporal de las inversiones. Ha llegado a ser, en definitiva, el esquema básico de generación de riqueza. Pero el Derecho de sociedades se encuentra en un estado evolución permanente y, a día de hoy, la vigencia del modelo que hemos examinado en el epígrafe anterior no deja de suscitar interrogantes. La doctrina del capital se desarrolla en el ámbito de la sociedad anónima abierta, y se adecua a las peculiaridades de la misma. Responde, en concreto, a las necesidades de financiación de empresas que requieren de una ingente inversión en activos fijos. Típicamente, las compañías por acciones que se desarrollan a partir de la segunda mitad del siglo XIX<sup>161</sup>, orientadas a la actividad industrial o al desarrollo y la explotación de infraestructuras de transporte<sup>162</sup>. Cabría plantear si es razonable mantener su aplicación generalizada a la enorme variedad de empresas a que hoy da cabida la estructura de la sociedad de capital. Especialmente si se considera la evolución de las economías maduras hacia un entorno en el que intangibles

---

<sup>160</sup> Esta ha sido la solución tradicional en el derecho español. Al respecto, véase, J. GARRIGUES, *Curso...*, Tomo I, pp. 589 y 590; R. URÍA, *ob. cit.* p. 184.

<sup>161</sup> B. MANNING y J. HANKS, *ob. cit.* pp. 18 y 36.

<sup>162</sup> Véase, G. RIPERT *ob. cit.* pp. 226 y 227.

tales como el capital humano, la tecnología o el conocimiento del mercado tienden a ser recursos mucho más valiosos que el capital físico.

Al margen de las consideraciones anteriores se cuestiona, sobre todo, la efectividad del capital. Se plantea si los costes de todo tipo que impone a las empresas no superan los eventuales beneficios que proporciona a los acreedores. En los últimos años las concepciones generalmente admitidas en relación al capital social han sido sometidas a una severa revisión crítica. En el momento de escribir estas líneas se desarrolla un debate extraordinariamente intenso acerca de los méritos y las limitaciones de la vieja figura del capital social<sup>163</sup>. En el trasfondo de la discusión late la muy distinta evolución que la figura ha sufrido en Europa y en los Estados Unidos. La categoría del capital social ha estado durante el último siglo firmemente asentada en el Derecho europeo de sociedades, y fue objeto de una atención temprana por el legislador comunitario<sup>164</sup>. Por el contrario, en los Estados Unidos el arraigo del capital social (*“legal capital”*) había sido tradicionalmente mucho menor, y las últimas décadas han contemplado su práctica desaparición<sup>165</sup>.

La clave de esta divergencia debe buscarse tanto en una distinta percepción de la realidad empresarial, como en el funcionamiento de los mercados de capitales. En Europa la opinión común ha destacado, sobre todo, el aspecto estático de la función del capital social. Es decir, el de la delimitación de una masa de bienes sujeta a la acción ejecutiva de los acreedores sociales<sup>166</sup>. Así lo expresaba en nuestro país la Exposición de Motivos de la Ley de Sociedades Anónimas de 1951: *“...la sociedad anónima no ofrece a sus acreedores más garantía que la de su propio patrimonio...la defensa del capital de la sociedad anónima es, pues, un postulado indeclinable...”* (epígrafe V). En cambio, en Norteamérica prevalece una visión dinámica del conflicto entre socios y acreedores. Se estima que las deudas contraídas por una compañía no se satisfacen con cargo a los activos que lucen en el balance, sino con el efectivo generado por el desarrollo del negocio. Los activos de la compañía integran, por definición, un patrimonio de explotación y, por tanto, no idóneo para atender al pago de obligaciones pecuniarias (entre otros motivos, porque algunos bienes no serán susceptibles de ejecución forzosa). Por otra parte, si

---

<sup>163</sup> El punto de partida puede situarse en dos trabajos aparecidos hace poco menos de diez años: Luca ENRIQUES y Jonathan MACEY, *Creditors versus Capital Formation: The Case Against the European Capital Rules*, Cornell Law Review, nº 86 (2001), pp. 1165 y ss., reproducido como *Raccolta di capitale di rischio e tutela dei creditori: una critica radicale alle regole europee sul capitale sociale*, Rivista delle Società, 47, nº 1 (2002) y Friedrich KÜBLER, *The Rules of Capital Under Pressure of the Securities Markets*, en Klaus J. HOPT y Eddy WYMEERSCH, *Capital Markets and Company Law*, Oxford (2003).

<sup>164</sup> En términos generales, las consideraciones críticas proceden de los países anglosajones, mientras que los autores alemanes tienen a asumir una posición favorable al mantenimiento del capital. Al respecto véase, M. LUTTER, *ob. cit.* pp. 4 y 5.

<sup>165</sup> F. KÜBLER, *The Rules...*, pp. 103 y 105.

<sup>166</sup> T. ASCARELLI, *ob. cit.*, p. 28; J. GARRIGUES, *Curso...*, Tomo I, p. 437; J. GIRON, *ob. cit.* p. 51; J. RUBIO, *ob. cit.* p. 70.

el escenario que se contempla es la liquidación de la compañía, el pago a los acreedores siempre resultará incierto<sup>167</sup>. La única garantía efectiva consiste en la generación de beneficios operativos de forma recurrente<sup>168</sup>. En consecuencia, el conflicto entre socios y acreedores no debe definirse en relación al patrimonio social, sino, de forma más ajustada, como una serie de expectativas concurrentes sobre el flujo de efectivo (“cash flow”) generado por la empresa<sup>169</sup>.

Es conocido, por otra parte, que la financiación de las sociedades sigue pautas diferentes en Europa y en los Estados Unidos. El desarrollo de los mercados de capitales permite a las compañías norteamericanas colocar directamente sus acciones entre el público inversor. En términos generales, el esquema se caracteriza por la dispersión del capital y por la preferencia que se otorga a las sucesivas ampliaciones de capital frente a la emisión de deuda. El socio es, fundamentalmente, un inversor que espera obtener un retorno en el corto plazo. En consecuencia, el entramado legal da prioridad a la retribución del socio frente a la protección de los acreedores. La política de dividendos constituye, además, una pieza clave del mercado de control societario. Constituye un indicador del grado de acierto de administradores y directivos. Correlativamente, la función asignada a las normas contables se concreta en proporcionar información adecuada para evaluar la calidad de la gestión y la adopción de decisiones de inversión.

Por el contrario, en Europa (con la excepción del Reino Unido), el menor desarrollo del mercado de acciones, otorga un papel relevante a la financiación externa y a la autofinanciación. La estructura del capital tiende a estar concentrada y es frecuente que, incluso en las sociedades cotizadas, aparezca algún tipo de accionista de referencia. En consecuencia, no hay propiamente un mercado de control, lo que se refleja en un índice mucho más bajo de tomas de control hostiles. El accionista responde habitualmente al perfil de un inversor a medio o largo plazo. La expectativa es que el retorno de la inversión se haga efectivo a través de la revalorización del precio de las acciones y no vía dividendo. Las ampliaciones de capital son menos frecuentes y las reglas contables daban preferencia al principio de prudencia frente al de imagen fiel. El sistema legal protege en primer lugar a los acreedores a través de un conjunto de reglas imperativas que se traducen en una limitación de las atribuciones patrimoniales que cabe realizar a favor de los socios<sup>170</sup>.

---

<sup>167</sup> B. MANNING y J. HANKS, *ob. cit.* p. 14, proponen un ejemplo muy expresivo: la posición de los acreedores frente a la liquidación de la sociedad es similar a la del usuario del ferrocarril frente a un eventual accidente. Es razonable tomar en consideración la posibilidad y adoptar algunas precauciones, pero si se estima que existe una alta probabilidad de que se produzca, la única línea de actuación congruente es la optar por un medio alternativo de transporte.

<sup>168</sup> B. MANNING y J. HANKS, *ob. cit.* pp. 13 y 14. Tampoco son del todo desconocidas estas consideraciones en la doctrina europea. Al respecto, véase, P. DOMINGUES, *ob. cit.* pp. 157 a 159, y la bibliografía allí citada..

<sup>169</sup> L. ENRIQUES y J. MACEY, *ob. cit.*, p. 1166.

<sup>170</sup> L. ENRIQUES y J. MACEY, *ob. cit.*, pp. 1166, 1167 y 1173; F. KÜBLER, *The Rules...*, pp. 103, 104 y 105; Christoph VAN DER ELST, *The Equity Markets, Ownership, Structures and*

Es discutible si las reglas que integran el estatuto del capital son la causa o la consecuencia de un menor desarrollo de los mercados de capitales<sup>171</sup>. En todo caso, la solución que el sistema legal deba dar al conflicto entre socios y acreedores está condicionada por el entorno económico en el que las compañías desarrollan su actividad. El debate sobre la utilidad del capital no puede plantearse, por tanto, en términos evolutivos. Es decir, como si se tratara de un concepto superado que, una vez alcanzada una determinada fase de desarrollo, debe dejar paso a algún tipo de mecanismo alterativo de protección a los acreedores. Al margen de su mayor o menor arraigo histórico, el régimen del capital no es sino una técnica a disposición del legislador para abordar un conflicto de intereses bien definido. La opción por el modelo tradicional del capital social o por alguno de los esquemas alternativos no dependerá sólo de los méritos intrínsecos de cada uno de ellos. Junto a consideraciones teóricas será preciso valorar su adecuación a la realidad social en la que debe operar y, sobre todo, la compatibilidad con las restantes piezas que integran el sistema general de derecho societario de que se trate<sup>172</sup>.

## 5.2. Otras vías de protección de los acreedores

Las alternativas al capital social se han desarrollado en los distintos ámbitos en los que operan las sociedades mercantiles<sup>173</sup>. En primer término cabe identificar una línea que se desenvuelve en el seno de Derecho de sociedades y que se caracteriza, en definitiva, por una revisión de los criterios con arreglo a los cuales se cuantifica la cifra de retención. Aun asumiendo que debe imponerse a las sociedades que operan en el tráfico mercantil la obligación de conservar un determinado neto patrimonial en interés de los acreedores, no hay ningún motivo estructural que exija que el importe de éste coincida con el valor asignado a la aportación inicial de los socios. Cabe pensar en otros criterios, como el de una determinada relación entre el valor de los activos y el pasivo exigible de la compañía.

Esta es la solución que adoptó la reforma del *California Corporations Code* en el año 1975. No sólo se somete a un régimen unitario cualquier tipo de atribución patrimonial a los socios, sino que se especifica que éstas pueden llevarse a cabo en tanto el activo de la compañía represente al menos un 125

---

*Control: Towards an International Harmonization?*, en K. J. HOPT y E. WYMEERSCH, *ob. cit.*, pp. 4 y 15.

<sup>171</sup> Véase, L. ENRIQUES y J. MACEY, *ob. cit.*, p. 1166; F. KÜBLER, *The Rules...*, p. 105.

<sup>172</sup> En este sentido, R. MORTIER, *ob. cit.*, pp. 25 y 26.

<sup>173</sup> Con carácter general, véase, Massimo MIOLA, *Il sistema del capitale sociale e le prospettive di riforma nel diritto europeo delle società di capitali*, *Rivista delle Società*, 50 n° 6 (2005), pp. 1262 y ss. y Carmen ALONSO LEDESMA, *Algunas reflexiones sobre la función (la utilidad) del capital social como técnica de protección de acreedores*, en VV.AA. *Estudios de Derecho de sociedades y Derecho concursal. Libro homenaje al profesor Rafael García Villaverde* (2007) pp. 138 y ss.

por ciento del pasivo exigible (epígrafes 500 y 501). En 1984, el *Revised Model Business Corporations Act* (RMBCA), adoptó un criterio todavía más flexible. La regla, formulada en términos negativos, prevé que no cabe realizar atribución alguna a los socios, si, como consecuencia de la misma la compañía no estará en condiciones de atender al pago de sus deudas, a medida en que éstas devengan exigibles, de acuerdo con el desarrollo habitual del negocio, y los activos totales de la compañía llegaran a ser inferiores a la suma de las deudas contraídas con terceros más los gastos previsibles de liquidación (epígrafe 6.40,c)<sup>174</sup>. Se ha sustituido, por tanto, el antiguo “test del balance” (“*balance sheet test*”), sobre el que descansaba la disciplina del capital social, por un nuevo “test de solvencia” (“*solvency test*”). Este último no se basa directamente en la situación patrimonial de la compañía, sino en la valoración de su capacidad para atender de forma continuada al pago de sus obligaciones.

Una segunda orientación se aleja de los planteamientos que sitúan la protección de los acreedores en el ámbito de la adecuada o inadecuada base patrimonial de la sociedad. Por el contrario, pone el énfasis en limitar el daño que sufren los acreedores cuando la compañía se aproxima o ha alcanzado ya el estado de insolvencia. Esta es precisamente la situación en la que se incrementa el peligro de la adopción de estrategias de gestión que impliquen un nivel de riesgo superior al habitual<sup>175</sup>. En consecuencia, la respuesta del sistema legal consiste en el agravamiento de la responsabilidad de los administradores. Así sucede en el Reino Unido en el caso de liquidación forzosa de una compañía. El juez puede imponer a los administradores una responsabilidad personal cuando el desarrollo de los negocios se ha realizado con intención de defraudar a terceros o manifiesta negligencia. Esta última se define como la continuidad de una explotación deficitaria, más allá del punto en el que los administradores conocieron o debieron conocer que no existía ninguna posibilidad razonable de evitar la liquidación forzosa (epígrafes 213 y 214, *Insolvency Act 1986*, que aluden a los supuestos que la doctrina conoce como “*fraudulent*” y “*wrongful trading*”)<sup>176</sup>. La jurisprudencia británica ha llegado incluso a entender que, en situaciones próximas a la insolvencia, los deberes fiduciarios de los administradores se extienden también a los acreedores, cuyos intereses han de ser tutelados en los mismos términos que los de los accionistas de la compañía<sup>177</sup>.

---

<sup>174</sup> B. MANNING y J. HANKS, *ob. cit.* p. 176; Richard BOOTH, *Capital Requirements in United States Corporations Law*, en Marcus LUTTER (Dir), *ob. cit.*, pp. 632 a 634, 637 y 638; M. MIOLA, *ob. cit.*, pp. 1264 a 1267; C. ALONSO LEDESMA, *ob. cit.*, pp. 138 a 142.

<sup>175</sup> Véase, *infra*, pp. 31 y 37.

<sup>176</sup> L. GOWER, *ob. cit.* pp. 110 a 112; Thomas BACHNER, *Insolvency Law in England*, en Marcus LUTTER (Dir), *ob. cit.*, pp. 446 a 449; H. EIDENMÜLLER, *ob. cit.* pp. 250 a 252; P. DAVIS, *Directors’.....*, pp. 317 a 329; DIGNAM y J. LOWRY, *ob. cit.* pp. 33 y 34 y 424 a 432; M. MIOLA, *ob. cit.* pp. 1271 a 1273.

<sup>177</sup> En el caso *West Mercia Safetywear v. Dodd* (1988). El fondo del asunto alude a la necesidad de respetar la igualdad de trato entre acreedores. Se estimó la responsabilidad personal de los administradores de West Mercia en razón del pago de una deuda preexistente realizado a la compañía matriz, T. BACHNER, *ob. cit.* pp. 449 a 454.

Finalmente, la autotutela de los acreedores también constituye una vía alternativa al capital social. La protección no deriva en este caso de un régimen legal imperativo, sino de previsiones específicas en los contratos de préstamo o financiación. A través de éstas pueden imponerse a la compañía deudora una serie de obligaciones encaminadas a evitar una modificación sobrevenida de su solvencia<sup>178</sup>. Estas pueden consistir tanto en una limitación de la distribución de dividendos o de la restitución de aportaciones a los socios, como en una prohibición de desarrollar nuevas operaciones que incrementen el nivel de riesgo o de incurrir en un endeudamiento adicional<sup>179</sup>. Los llamados “*financial covenants*” enlazan con la concepción de la empresa como un haz o una red de contratos<sup>180</sup>, ampliamente extendida en los Estados Unidos (frente a la concepción institucional que predomina en la cultura jurídica de la Europa continental)<sup>181</sup>. Este mecanismo tiene la ventaja de la adecuación de las medidas de protección a las circunstancias específicas de cada grupo de acreedores. Correlativamente, una de las críticas habituales al modelo tradicional es la consideración de éstos como un bloque homogéneo. La experiencia muestra, por el contrario, que grupos bien definidos (como el integrado por las Administraciones públicas, los trabajadores o las entidades de crédito) buscan mecanismos legales de protección al margen de las previsiones generales del derecho de sociedades<sup>182</sup>.

### 5.3. La evolución del modelo

En las últimas dos décadas se ha producido una aproximación del modelo corporativo europeo hacia parámetros propios del sistema norteamericano. La importancia del mercado de valores como mecanismo de financiación se ha incrementado de forma sustancial tanto en los países desarrollados como en los emergentes<sup>183</sup>. Al mismo tiempo, la progresiva internacionalización de la

---

<sup>178</sup> L. ENRIQUES y J. MACEY, *ob. cit.*, pp. 1172 y 1188 y ss.

<sup>179</sup> Las cláusulas más frecuentes tienden a replicar muchas de las previsiones de la doctrina tradicional del capital social. En consecuencia, se ha dicho que, aunque el instituto del legal capital en Estados Unidos haya sido expulsado del sistema por la puerta del Derecho de sociedades, las reglas sustantivas han vuelto a encontrar acomodo a través de la ventana del Derecho contractual, C. ALONSO LEDESMA, *ob. cit.*, p. 144.

<sup>180</sup> M. C. JENSEN y W. H. MECKLING, *ob. cit.*, pp. 338, 339 y 343; F. EASTERBROOK y D. FISCHER, *ob. cit.* pp. 9 y ss.

<sup>181</sup> F. KÜBLER, *The Rules...*, pp. 103 y 104.

<sup>182</sup> F. KÜBLER, *The Rules...*, p. 107. En el Derecho español, la afirmación anterior podría remitirse al examen de los privilegios especiales y generales que contemplan los artículos 90 y 91 de la Ley Concursal.

<sup>183</sup> F. KÜBLER, *The Rules...*, pp. 107 y 108; C. VAN DER ELST, *ob. cit.*, pp. 14 y 45. En este trabajo último se recoge un análisis cuantitativo muy detallado de la evolución en los distintos países, que no deja dudas sobre la dirección de la tendencia. Un indicador significativo es el de la capitalización de las sociedades cotizadas como porcentaje del PIB. En España ha pasado del 8% en 1980 al 71,9% en 1998. Una evolución casi idéntica a la que se ha producido en

economía ha ampliado, también de forma generalizada, el volumen de la inversión extranjera<sup>184</sup>. La diversificación de las carteras de los inversores tiene efectos sumamente positivos desde el punto de vista de la asignación de recursos, pero requiere de herramientas e instituciones de alcance global. Este estado de cosas ha impulsado (o ha impuesto), la adopción de unos criterios contables estandarizados a través de las *Normas Internacionales de Contabilidad* o, en la terminología actual, de *Información Financiera* (NIC/NIIF).

El nuevo régimen contable se proyecta de forma indirecta, pero muy intensa, sobre el estatuto del capital. Incide sobre el núcleo de la regulación, es decir, sobre la determinación de la cuantía de la atribución patrimonial que la sociedad puede realizar a favor de sus socios. La regla básica del modelo tradicional puede formularse en términos muy sencillos: sólo cabe distribuir dividendos (o ejecutar otros esquemas equivalentes de retribución) con cargo a beneficios realmente obtenidos. La administración del sistema, en cambio, siempre ha planteado importantes dificultades. La cuantificación de los beneficios sólo puede realizarse a partir de un soporte contable. En las legislaciones de la Europa continental se había dado preferencia, tradicionalmente, el criterio de prudencia contable, con arreglo al cual los activos se asentaban en el balance por su precio de adquisición o su coste de producción. La valoración que recibían al ingresar en el patrimonio social se mantenía indefinidamente (a salvo los supuestos excepcionales de regularización de balances). Las NIC/NIIF responden, en cambio, a una concepción dinámica de la contabilidad. De esta forma, en ocasiones, resultará necesario ir adecuando la valoración de los elementos que integran el activo a su valor razonable, entendido como valor de mercado. El significado del capital social como cifra de retención queda profundamente alterado como consecuencia del cambio de planteamiento<sup>185</sup>.

En la medida en que el sistema se orienta hacia el mercado, no es de extrañar que las reglas relativas al capital social se perciban como una carga impuesta sobre las empresas<sup>186</sup>. No sorprende, por tanto, que el debate sobre la utilidad del capital se haya incorporado a la agenda de la Comisión Europea. En el año 2002 el Informe del Grupo de expertos de alto nivel en materia de Derecho de Sociedades (el llamado "*Informe Winter*") llamaba la atención sobre la posibilidad de introducir mejoras significativas en el régimen actual del capital social. Con esta finalidad recomendaba a la Comisión, en una primera etapa, modificar la Directiva 77/91/CEE, para, posteriormente, considerar la posibilidad la introducción de un régimen completamente distinto de protección

---

Francia, dónde los porcentajes en los mismos años son el 8% y el 67,8%. En el Reino Unido y en los Estados Unidos (prototipos del modelo orientado al mercado, "*market based system*"), las cifras son 38% y 167,3% y 50% y 157%, respectivamente.

<sup>184</sup> C. VAN DER ELST, *ob. cit.*, pp. 28 a 32.

<sup>185</sup> Christoph KUHNER, *The Future of Creditor Protection through Capital Maintenance Rules in European Company Law – An Economic Perspective*, en M. LUTTER (Dir.), *ob. cit.*, p. 342; J. RICKFORD, *ob. cit.*, pp. 159 a 164; W. SCHÖN, *ob. cit.*, pp. 196 a 198.

<sup>186</sup> F. KÜBLER, *The Rules...*, p. 108.

de los acreedores. Este planteamiento fue asumido por la Comisión en el Plan de Acción del año 2003, iniciándose un proceso que ha conducido a la aprobación de la Directiva 2006/68/CE, de 6 de septiembre de 2006, por la que se reforma parcialmente la Segunda Directiva en materia de Derecho de sociedades. La modificación de la normativa comunitaria, hasta ahora, tiene un alcance limitado. Consiste más en una actualización puntual que en una revisión en profundidad del modelo adoptado en 1976.

Otro elemento que, en mayor o menor medida, puede impulsar a medio plazo una evolución del sistema del capital es el de la competencia entre las distintas legislaciones nacionales en el seno de la Unión Europea. En el último tercio del siglo XX el legislador comunitario había abordado la aproximación de las legislaciones nacionales a través de directivas. El objetivo buscado es el de la “armonización” que, en principio, excluye la posibilidad de que los Estados miembros puedan obtener una ventaja comparativa a través de un derecho de sociedades menos exigente<sup>187</sup>. El planteamiento inicial ha sufrido una significativa alteración como consecuencia de la línea jurisprudencial que ha definido el Tribunal de Justicia de la Unión Europea a partir de la sentencia de 9 de marzo de 1999, *Centros Ltd. v. Erhvervs-og Selskabssyrelsen* (Asunto C-212/97). Frente al criterio restrictivo anterior, el Tribunal ha acogido una interpretación amplia del principio de libertad de establecimiento que, a su vez, ha abierto la puerta a un cierto grado de competencia entre ordenamientos. Este fenómeno ha desencadenado una serie de reformas legislativas en los estados miembros de la Unión Europea que han determinado (especialmente en el ámbito de la sociedad de responsabilidad limitada) una importante flexibilización de las reglas sobre el capital<sup>188</sup>.

En España, la evolución del modelo presenta, además, una serie de caracteres específicos. La Ley de Sociedades Anónimas de 1951 ya había recogido los elementos esenciales de la doctrina del capital. La incorporación de la Directiva 77/91/CEE al Derecho interno en 1990 ha de valorarse como una mejora o un perfeccionamiento del sistema más que un cambio radical de orientación. Las reformas legislativas posteriores han mantenido los elementos básicos del tradicional estatuto del capital. Las concretas reglas sustantivas apenas se han modificado, pero la perspectiva es completamente distinta si se toma en consideración el sistema en su conjunto. Como vimos, en nuestro país se ha producido un desplazamiento de la forma anónima como tipo de referencia. La flexibilización de las reglas sobre la integración del capital y la restitución de aportaciones en la Ley 2/1995, de 23 de marzo, no es ajena a la extraordinaria difusión que ha experimentado la sociedad de responsabilidad limitada en los últimos años. La Ley 22/2003, de 9 de julio, ha introducido un Derecho concursal de nueva planta que, necesariamente, aporta un nuevo enfoque sobre los mecanismos de protección de los acreedores.

Junto a otras reformas de alcance limitado, la evolución legislativa se completan con la introducida por la Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre

---

<sup>187</sup> Véase, *supra*, pp. 132 y 133.

<sup>188</sup> La cuestión será analizada con detalle en el Capítulo VII.

modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles, en cuya virtud se incorpora a nuestro Derecho interno el contenido de la Directiva 2006/60/CE. Al margen de todas estas modificaciones puntuales, el legislador español no es del todo ajeno al debate sobre la utilidad y el futuro del capital social, y parece haber asumido una cierta provisionalidad del marco normativo vigente. El Preámbulo de la Ley 3/2009 destaca que *“...la Directiva 2006/68/CE es una Directiva de transición, a la espera de que fructifiquen alternativas al sistema de tutela tradicional de los acreedores sociales y de los propios accionistas –que gira en torno al capital social- y se introduzcan instrumentos técnicos eficaces que reduzcan las “cargas administrativas” que son connaturales a ese vigente sistema de tutela...”* (epígrafe III). A su vez, la Exposición de Motivos de la LSC afirma que *“...no procede ahora hacer pronósticos sobre el futuro del capital social como técnica de tutela de los terceros –tema que sólo será posible afrontar adecuadamente en el marco supranacional de la Unión Europea-....”* (epígrafe IV, párrafo primero). Por todo ello, la reciente refundición de las normas relativas a las sociedades anónimas y de responsabilidad limitada en una nueva Ley de Sociedades de Capital, constituye una excelente ocasión para reflexionar sobre el origen, la utilidad actual y el futuro previsible de las diversas piezas que integran el viejo estatuto del capital social.



## CAPÍTULO II

# LA FORMACIÓN HISTÓRICA DE LA CATEGORÍA DEL CAPITAL SOCIAL

### 1. La evolución del concepto

El análisis del contexto que ha presidido el origen de una figura jurídica resulta siempre conveniente para comprender la función que desempeña en el conjunto del sistema legal. En el caso del capital social no sólo es útil, sino verdaderamente imprescindible. Como hemos indicado en el capítulo precedente, la disciplina del capital no constituye un bloque homogéneo de normas, sino que está integrada por un conjunto diverso de disposiciones, surgidas como respuesta a problemas concretos que se han planteado en momentos históricos diferentes. Las necesidades y los mecanismos de financiación de las empresas se encuentran sometidas a un proceso de modificación permanente, y con ellas las instituciones del derecho de sociedades y, de forma destacada, el capital social. Por este motivo, más que de la disciplina o el estatuto del capital social en términos generales, el estudio de la figura debe enfocarse como el análisis de su estadio evolutivo en un momento determinado.

En el origen de la sociedad anónima el “*capital*” es estrictamente un fondo común de explotación. Sólo a través de un largo proceso llegará a convertirse, además, en un mecanismo de retención de activos en el patrimonio de la sociedad. Nace para atender a las necesidades de financiación de un determinado tipo de empresa –las compañías coloniales– que las sociedades mercantiles tradicionales no permitían satisfacer. Las compañías coloniales desaparecerán a lo largo del siglo XVIII con el sistema económico mercantilista de las monarquías absolutas, pero dejarán un legado duradero: un modelo de organización empresarial basado en la permanencia y estabilidad del “*capital social*”, concebido como un fondo común de explotación cuya titularidad se divide en porciones negociables. Es decir, un esquema que hace posible el desdoblamiento del capital productivo y del capital financiero, al combinar la vinculación a largo plazo de la inversión que se materializa en los activos fijos de la empresa con la posibilidad de recuperar los fondos comprometidos en la misma mediante la negociación de las acciones o participaciones en las que se concreta la titularidad de la misma<sup>189</sup>. Este modelo será reproducido, por vía de pacto, por compañías privadas, esto es, no privilegiadas, en el periodo inmediatamente posterior y acabará incorporándose a las legislaciones nacionales a lo largo del siglo XIX (en el continente europeo a través del movimiento codificador).

---

<sup>189</sup> Véase, *infra*, p. 18.

El prototipo de la sociedad de capitales, la sociedad por acciones (denominada, sin embargo, “*sociedad anónima*” en Francia y en España)<sup>190</sup>, se convertirá en la institución central del sistema económico de la época, por ser el único instrumento adecuado para hacer posible la creación de las infraestructuras de transporte y de equipamiento exigidas por la Revolución Industrial. La importancia del capital físico en esta etapa explica la peculiar organización interna de las compañías por acciones y la posición predominante reconocida a los socios cuyo papel es, sin embargo, el de un simple inversor desvinculado de la gestión. Este esquema presupone que el capital operativo de la compañía va a estar integrado, en su mayor parte al menos, por las aportaciones patrimoniales de los socios. La disciplina originaria del capital social es un conjunto de técnicas –todavía muy rudimentarias- a través de las que se pretender proteger a los accionistas (por ejemplo, la exigencia de la íntegra suscripción del capital o la prohibición de emisión por debajo de la par). No aparecen en un primer momento indicios del conflicto entre socios y acreedores, que constituye en la actualidad el núcleo del estatuto del capital. En cambio, en los primeros años del siglo XIX subyace en los textos legales el recuerdo de los escándalos que habían presidido la última etapa de las compañías coloniales, provocando la ruina de los inversores y sumiendo en un completo descrédito a las compañías por acciones.

La necesidad de ampliar los mecanismos de financiación llevará, poco a poco, a las sociedades por acciones a acudir no sólo a los inversores de riesgo (es decir, aquellos que desean participar en los resultados prósperos o adversos de la empresa), sino también al mercado de crédito a largo plazo. La emisión de obligaciones aparecerá como una técnica alternativa idónea para financiar una parte de los activos fijos de la explotación y tendrán una significación especialmente destacada en las compañías de ferrocarriles, cuyo desarrollo vino a ser –en un juego fácil de palabras- la locomotora de la expansión económica de la época<sup>191</sup>. Las sociedad anónima típica del siglo XIX contará, por tanto, con dos grupos de inversores diferenciados –accionistas y obligacionistas- y surgirá, en consecuencia, la necesidad de definir las relaciones entre ambos. La articulación del potencial conflicto de intereses se realizará a través de la idea básica de la irrevocabilidad de las aportaciones, que había aparecido históricamente en el ámbito de las relaciones entre la sociedad y sus accionistas, como un mecanismo encaminado a asegurar la integridad del fondo de explotación. Ahora se completa con la idea de que la cifra formal de capital determinada en los estatutos, equivalente a las

---

<sup>190</sup> En razón de la importancia atribuida, en principio, al dato de la irrelevancia de las condiciones personales de sus miembros, frente a las compañías que actúan en el tráfico bajo una razón social.

<sup>191</sup> Georges RIPERT, *Tratado elemental de Derecho Comercial*, Tomo II, Buenos Aires (1954), p. 453 [*Traité Élémentaire de Droit Commercial*, Paris, 1952]; Francisco José ALONSO ESPINOSA, *Asociación y derechos de los obligacionistas*, Barcelona (1988), pp. 13 a 17. El Código español de 1885 únicamente hacía referencia a la emisión de obligaciones en relación a las emitidas por las “*compañías de ferrocarriles y demás obras públicas*” (artículos 186 y 187). Con frecuencia, estas obligaciones tenían carácter hipotecario, dada la posibilidad de asegurar la devolución del principal y el pago de los intereses con una garantía real establecida sobre la concesión (artículos 153,IV de la LH de 1869 y 154 y 155 LH vigente).

aportaciones originarias de los socios, además de constituir el soporte de la organización interna de la compañías, debía operar, en interés de los acreedores, como una cifra de retención de valores en el activo del balance.

Esta concepción se desarrolla lentamente en la doctrina y la jurisprudencia, y se asienta, con diferentes matices, en las legislaciones europeas durante la primera mitad del siglo XX. Al iniciarse el proceso de formación del derecho europeo de sociedades, en los años 60 del siglo pasado, la fase evolutiva en que se encontraban los derechos nacionales hizo poco menos que inevitable que la figura del capital social llegara a ser el núcleo del derecho de sociedades anónimas armonizado. Aun cuando ya hay indicios de la importancia asignada a la figura en la Directiva 68/151/CEE del Consejo, de 9 de marzo de 1968, Primera Directiva en materia de derecho de sociedades, el tratamiento detallado de la misma resultará de la Directiva 77/91/CEE del Consejo, de 13 de diciembre de 1976, Segunda Directiva en materia de Derecho de sociedades, *relativa a la constitución de la sociedad anónima, así como al mantenimiento y modificaciones de su capital*. En una curiosa coincidencia temporal, la culminación de esta evolución en Europa coincide con el cuestionamiento y la práctica desaparición de la figura en los Estados Unidos, cuyos hitos fundamentales son el Código de California de 1975 y la versión revisada del MBCA de 1984.

## **2. Las Compañías coloniales y el origen de la sociedad anónima**

### **2.1. El capital social en las compañías de comercio**

#### **2.1.1. El origen: las compañías de comercio en Inglaterra**

El tránsito de la Edad Media a la Edad Moderna contempla el nacimiento de una nueva forma de organización empresarial. Los descubrimientos geográficos propiciaron una auténtica revolución en el comercio internacional. La aventura colonial ofrecía la posibilidad de elevadas ganancias, pero, al mismo tiempo, exigía una inversión inicial que excedía con mucho de lo que las viejas figuras asociativas medievales estaban en condiciones de proporcionar<sup>192</sup>. Las nuevas compañías de comercio nacen en el seno de la estructura política de los incipientes estados nacionales, como consecuencia de una decisión singular de la Corona o del Parlamento. Se trata de compañías privilegiadas en un doble sentido. Por una parte, la carta o cédula fundacional

---

<sup>192</sup> Se ha calculado que hacia el año 1500 la rentabilidad de las inversiones en el comercio internacional eran mucho más altas que en cualquier otro sector económico, y podían llegar a situarse, en promedio, entre el 30% y el 50% del capital invertido. La rentabilidad de las manufacturas y la minería probablemente no superaba el 10%. La expansión del comercio ultramarino vino a ser la primera locomotora del desarrollo y la principal fuente de acumulación de capital productivo de la época: Aldo FERRER, *Historia de la globalización*, Buenos Aires (1996), p. 73.

establece un régimen de organización y funcionamiento que nada tiene que ver con las categorías conocidas en el Derecho común. Por otra, la actividad de estas compañías se centra en la explotación de un monopolio de carácter comercial. La vinculación con el poder público no termina con el acto fundacional, sino que se proyecta durante toda la vida de la sociedad. Ello conlleva, junto a la actividad mercantil, el ejercicio de funciones militares, políticas y administrativas<sup>193</sup>.

En este contexto aparecen los elementos que, con el paso del tiempo, acabarán caracterizando a las sociedades de capital: la atribución de personalidad jurídica independiente a una organización empresarial, la constitución de un fondo de explotación permanente, la libre transmisibilidad del interés de los socios en la compañía y la existencia de un órgano de administración especializado, con la consiguiente separación entre “propiedad” y “control”<sup>194</sup>. El origen de cada una de estas piezas que se integran en la estructura de las primitivas compañías por acciones es también muy variado: las cartas de privilegio originarias y sus modificaciones, los estatutos y reglamentos internos, los contratos entre accionistas, la respuesta del mercado a las necesidades de financiación o de las compañías, o la propias pautas de organización exigidas por el desarrollo del negocio<sup>195</sup>.

Se trata, en todo caso, de un proceso gradual y extraordinariamente lento. En Inglaterra el inicio del desarrollo de las compañías de comercio se produce a partir del modelo de las corporaciones medievales, que habían sido utilizadas para una multiplicidad de propósitos<sup>196</sup>. Las agrupaciones de comerciantes a las que se garantizan privilegios monopolísticos (*chartered companies*) se organizan en un primer momento como “compañías reguladas” o “reglamentadas” (*regulated companies*). Se trataba de una mera extensión de

---

<sup>193</sup> J. GARRIGUES, *Curso...*, Tomo I, p. 410, J. GIRON, *ob. cit.* pp. 3 a 5; J. RUBIO, *ob. cit.* pp. 19 a 22; Felipe DE SOLA CAÑIZARES, *Tratado de sociedades por acciones en el Derecho comparado*, Buenos Aires (1957), Tomo III, pp 9 y 10; F. GALGANO, *ob. cit.* pp. 75 y ss.; Jean HILAIRE, *Introduction historique au droit commercial*, Paris (1986), pp. 199 y ss, y Santiago HIERRO ANIBARRO, *El origen de la sociedad anónima en España*, Madrid (1998), pp. 32, 33 y 195.

<sup>194</sup> J. MICKLETHWAIT y A. WOOLDRIDGE, *ob. cit.*, pp. 26 y 31; L.C.B. GOWER, *Principles of modern Company Law*, Londres (1992), p. 22; Ron HARRIS, *The English East India Company and the History of Company Law*, en Ella GEPKEN-JAGER, Gerard VAN SOLINGE y LEVINIUS TIMMERMAN, en *VOC 1602-2002, 400 Years of Company Law*, Nimega (2005), p. 246. Sobre las teorías acerca de la recíproca relación entre el entorno económico y el sistema legal, véase, Ron HARRIS, *Industrializing English Law. Entrepreneurship and Business Organization, 1720-1844*, Cambridge (2000), pp. 3 y 4.

<sup>195</sup> J. GIRON, *ob. cit.* pp. 5 y 6; R. HARRIS, *The English...*, pp. 246 y 247; Bruce C. CARRUTHERS, *City of Capital. Politics and Markets in the English Financial Revolution*, Princeton (1996), pp. 135 y 136.

<sup>196</sup> Así, las corporaciones eclesiásticas, las entidades municipales, las universidades o la Royal Society, R. HARRIS, *Industrializing...*, pp. 32 y 39. El elemento común a todas ellas es el reconocimiento de personalidad jurídica independiente, F. DE SOLA CAÑIZARES, *ob. cit.*, Tomo II, p. 14. Véase también, Donald KEHL, *The Origin and Early Development of American Dividend Law*, Harvard Law Review, nº 53 (1939-1940), p. 37, donde aparece un estudio muy detallado de los antecedentes ingleses.

los antiguos gremios, puesto que cada uno de los miembros de la corporación ejercía el comercio por cuenta propia y con sus propios recursos económicos, si bien ateniéndose a las *regulations* de la compañía. Las llamadas “*compañías de capital conjunto*” (*joint stock companies*) aparecen como la evolución natural de las anteriores, mediante la integración de negocios y explotaciones individuales, que se someten a una dirección común. El primer ejemplo de esta nueva forma social suele considerarse la Compañía de Rusia (1553), a la que siguieron la de Levante (1591) y, sobre todo, la Compañía Inglesa de la India Oriental, *East India Company*, identificada por las siglas EIC (constituida en 1600)<sup>197</sup>.

El proceso de concentración presentaba una clara racionalidad económica. El comercio ultramarino resultaba ser una empresa muy arriesgada, pero también extraordinariamente lucrativa cuando los viajes tenían éxito. La agrupación de varias expediciones bajo una misma cuenta de explotación (*joint account*)<sup>198</sup> permitía diversificar inversiones y diluir riesgos<sup>199</sup>. Desde un punto de vista práctico evitaba la confusión que inevitablemente aparecía asociada a diversas contabilidades superpuestas, así como las dificultades de todo género que implicaba la liquidación de los activos de la compañía<sup>200</sup>. No obstante, la terminología “*capital conjunto*” es engañosa. En el seno de la EIC todavía se superponen en un primer momento la actividad comercial general y las operaciones particulares de sus miembros, que no fueron prohibidas hasta 1692<sup>201</sup>. Inicialmente cada viaje se financiaba de forma separada, con cargo a un fondo de capital independiente que se liquidaba al finalizar la travesía. A partir de 1614 las aportaciones se realizan por un periodo determinado (habitualmente ocho años), de modo que al término de cada viaje no se restituía la inversión inicial sino los beneficios obtenidos<sup>202</sup>. Finalmente, en 1653 todos los fondos separados se integraron en un “capital conjunto” único y permanente<sup>203</sup>.

Esta técnica permitió un incremento vertiginoso de los recursos económicos de la compañía. El suma disponible en 1601 para el primer viaje ascendía a 68.000 libras. El primer fondo permanente en 1614 alcanzó las 418.000 libras.

---

<sup>197</sup> D. KEHL, *ob. cit.* p. 37; Arthur CURTI, *Manual de Derecho Mercantil Inglés*, Madrid (1931), pp. 372 y 373; G. MORSE, *op. cit.*, p. 21; L. GOWER, *ob. cit.* p. 20; B. C. CARRUTHERS, *ob. cit.* p. 132; S. HIERRO ANIBARRO, *ob. cit.* pp. 59 a 64; R. HARRIS, *Industrializing...*, p. 24.

<sup>198</sup> L. GOWER, *ob. cit.* p. 20; R. HARRIS, *The English...*, p. 222.

<sup>199</sup> Rondo CAMERON, *Historia económica mundial. Desde el paleolítico hasta el presente*. Madrid (1994), [*A Concise Economic History of the World: From Paleolithic Times to the Present*, Oxford, 1989], p. 155.

<sup>200</sup> D. KEHL, *ob. cit.* p. 38.

<sup>201</sup> L. GOWER, *ob. cit.* p. 21.

<sup>202</sup> J. MICKLETHWAIT y A. WOOLDRIDGE, *ob. cit.*, p. 31, R. HARRIS, *The English...*, p. 233.

<sup>203</sup> L. GOWER, *ob. cit.* p. 22; R. HARRIS, *The English...*, p. 233.

El capital general llegó a 740.000 libras en 1682 y a 1.488.000 en 1693<sup>204</sup>. Sin embargo, la integración dará lugar a la aparición de un nuevo problema cual es el de la diferenciación entre la inversión inicial y los beneficios de la explotación. A partir de aquí, la gestión de la empresa deberá partir del principio de la conservación de un capital, en la idea de que éste debe permitir la generación sostenida y constante de un flujo de beneficios<sup>205</sup>. No obstante, en estos primeros tiempo no eran desconocidas las atribuciones patrimoniales a los socios con cargo al capital, sin sujeción a requisito legal alguno, y las técnicas de determinación del resultado resultaban rudimentarias. En la mayoría de los casos se limitaban a deducir de los ingresos brutos los gastos incurridos en el periodo de referencia. La periodificación de ingresos y gastos, los ajustes por deterioro o la dotación de reservas tenían un marcado carácter excepcional<sup>206</sup>.

La sujeción de cada entidad a un régimen particular llevaba aparejado un elevado grado de incertidumbre, tanto en relación a la exacta naturaleza de estas entidades como en lo que se refiere a los derechos y obligaciones de sus miembros. Así, en un primer momento, no se contempla un régimen especial en relación a las deudas de la compañía. Quizá porque para las primitivas corporaciones no era una cuestión relevante, dado que su patrimonio estaba compuesto casi exclusivamente por inmuebles y que sólo de forma esporádica contraían obligaciones. El problema de la limitación de la responsabilidad de los socios sólo se planteará con la aparición de entidades de naturaleza corporativa y finalidad comercial<sup>207</sup>. En una primera época no eran desconocidas las aportaciones adicionales para hacer frente a las pérdidas la compañía que, en ocasiones, venían impuestas por una decisión judicial (y como ejemplo suele citarse la dictada en el caso *Salmon v. Hamborough Company* en 1671)<sup>208</sup>. No obstante, algún tipo de limitación de responsabilidad debía haberse ya reconocido en la práctica, puesto que los socios sólo venían obligados a cubrir las pérdidas cuando la Carta fundacional otorgaba expresamente a la compañía la facultad de exigir aportaciones adicionales. Así sucedía en la *Hamborough Company*<sup>209</sup>.

---

<sup>204</sup> J. MICKLETHWAIT y A. WOOLDRIDGE *ob. cit.*, pp. 30 y 31; R. HARRIS, *The English...*, p. 234.

<sup>205</sup> Según cita D. KEHL, *ob. cit.* pp. 38 y 39, la primera referencia al concepto de "dividendo" aparece en la carta de la *Society of the Mines Royal*, concedida en 1568, si bien la exigencia de que los dividendos sean satisfechos con cargo a beneficios no aparece hasta el año 1600 en la carta fundacional de la *New River Company*.

<sup>206</sup> D. KEHL, *ob. cit.* p. 40.

<sup>207</sup> R. HARRIS, *Industrializing...*, p. 127.

<sup>208</sup> B. CARRUTHERS, *ob. cit.*, p. 133; Carole SHAMMAS, *The 'Invisible Merchant' and Property Rights. The Misadventures of an Elizabethan Joint Stock Company*, *Business History*, nº 17 (1975), pp. 104 y 105; Stefania GIALDRONI, *Per una storia giuridica della East India Company. Responsabilità limitata e principio maggioritario nel XVII secolo*, Tesis doctoral, Milan-Bicocca (2008), pp. 133 y ss.

<sup>209</sup> R. HARRIS, *Industrializing...*, pp. 128 y 129.

Tampoco aparece claramente establecido en las compañías privilegiadas inglesas el principio de libre transmisibilidad de las acciones. La posición del socio presentaba todavía caracteres difusos, a medio camino entre la figura del accionista-inversor y la condición de miembro de una corporación mercantil<sup>210</sup>. A pesar de la existencia de un incipiente mercado de acciones<sup>211</sup>, éstas no se incorporan a títulos valores, sino que el soporte de la titularidad derivaba de las anotaciones practicadas en los registros de la compañía<sup>212</sup>. La *joint stock company* nace y se desarrolla, por tanto, como una respuesta pragmática a las exigencias del tráfico comercial de la época. Es una figura singular que va encontrando poco a poco su encaje en el sistema legal. Con todas las restricciones que hemos examinado, lo cierto es que a lo largo del siglo XVII se perfila en Inglaterra un tipo de organización que permitía integrar un fondo de explotación diferenciado, distribuir regularmente los beneficios obtenidos y, bajo ciertas condiciones, la negociación en el mercado –y, por tanto, al margen de la compañía- de las cuotas o participaciones de los socios.<sup>213</sup>

## 2.2.2. La Compañía Holandesa de las Indias Orientales

En Holanda, la Compañía Unida de las Indias Orientales (*Verenigde Oost-Indische Compagnie*, en anagrama, VOC) presenta, desde su constitución en 1602, dos diferencias significativas con respecto a sus competidoras inglesas de la época<sup>214</sup>. En primer lugar, la carta fundacional sancionaba expresamente la limitación de responsabilidad de los accionistas, al establecer que únicamente quedaban obligados al desembolso de las acciones suscritas (epígrafe VIII de la carta de 1602)<sup>215</sup>. En segundo término, la compañía se dota

---

<sup>210</sup> Los vínculos personales y la adscripción política jugaron un papel destacado en el origen de las compañías inglesas, y no era infrecuente que grupos o facciones enfrentadas promovieran la creación de compañías rivales. Al respecto, véase, B. CARRUTHERS, *ob. cit.* pp. 132 y 137 y ss. y R. HARRIS, *Industrializing...*, pp. 47 y ss.

<sup>211</sup> Hasta bien entrado el siglo XVIII la negociación en el *London Stock Exchange* se concentraba fundamentalmente en títulos de deuda pública. Salvo en lo que se refiere a las tres grandes compañías –la EIC y, posteriormente, el Banco de Inglaterra y la Compañía de los Mares del Sur- la presencia de valores privados era marginal: R. HARRIS, *Industrializing...*, pp. 118 a 127.

<sup>212</sup> B. CARRUTHERS, *ob. cit.*, p. 133.

<sup>213</sup> R. HARRIS, *Industrializing...*, pp. 128 y 129.

<sup>214</sup> J. MICKLETHWAIT y A. WOOLDRIDGE *ob. cit.*, p. 28; Ella GEPKEN-JAGER, *The Dutch East India Company*, en *VOC 1602-2002 .....*, pp. 44 y 58; Niall FERGUSON, *The Ascent of Money. A Financial History of the World*, Londres (2008), p. 128. La creación de la VOC es el resultado de la decisión política de integrar diversas compañías preexistentes. La división del capital y de los puestos en la junta directiva, en proporciones fijas, entre las seis Cámaras de Comercio de Ámsterdam, Rotterdam, Delf, Enkhuizen, Hoorn y Middelburg (epígrafe 25 de la carta fundacional) sugiere que, en un primer momento, la organización de la compañía respondía más a la idea de una asociación entre diversas empresas marítimas que a la de una corporación independiente en el sentido moderno del término. Al respecto, véase, S. HIERRO ANIBARRO, *ob. cit.* pp. 70 y 71, y la bibliografía allí citada.

<sup>215</sup> Las referencias que aquí se hacen a la Carta fundacional (*Octroy opte vereeninge der compagnieën*, Decreto de integración de compañías, de 20 de marzo de 1602) han sido tomadas de la versión en lengua inglesa recogida en *VOC 1602-2002 .....*, pp. 29 a 38.

originariamente de un fondo de capital estable, constituido por un periodo de veintidós años (epígrafe VII, primer inciso). Es decir, la duración del monopolio que se le reconocía sobre las operaciones comerciales que se desarrollarían al este del Cabo de Buena Esperanza y al oeste del Estrecho de Magallanes (epígrafe XXXIV). La participación en la empresa estaba abierta a todos los habitantes de las Provincias Unidas, a los que se permitía participar con la cantidad que cada uno tuviera por conveniente. En el caso de que las peticiones excedieran de las necesidades de financiación de los viajes en curso, quienes hubieran realizado una inversión superior a 30.000 florines debían soportar proporcionalmente una reducción de su participación (epígrafe X). Transcurridos diez años, se formaría un balance general y los partícipes podrían solicitar la restitución de las aportaciones realizadas (epígrafe VII, segundo inciso).

La carta fundacional no determinaba formalmente una cifra de capital. Las estipulaciones originarias configuran una suerte de capital variable, que respondía a la idea de que las aportaciones y -sobre todo- la recuperación de la inversión debían canalizarse a través de la propia compañía. Bien a los diez años, en la primera liquidación general, bien a los veintidós al extinguirse el monopolio<sup>216</sup>. Sin embargo, los acontecimientos seguirían un curso muy diferente. El capital emitido en 1602 alcanzó la suma de 6.424.588 florines y sólo fue aumentado en 1638 en la modesta cantidad de 25.000 florines<sup>217</sup>. El desembolso debía realizarse por terceras partes, en los periodos anunciados al efecto por los directores, con vistas a financiar las expediciones de los años 1603, 1604 y 1605 (epígrafe XI de la Carta fundacional). El capital quedaba dividido en múltiples “*partijen*” o “*actien*”, cuya titularidad se hacía constar en los registros de la compañía. Aun cuando los suscriptores recibían resguardos acreditativos de su inversión, no tenían originariamente el carácter de títulos transmisibles<sup>218</sup>.

En 1612 los Estados Generales dejaron sin efecto las previsiones relativas a la duración de la compañía y a la restitución del capital. La VOC había invertido la mayor parte de sus recursos en buques e instalaciones y el mantenimiento del derecho de separación de los accionistas hubiera conducido a su liquidación (y a la frustración del objetivo perseguido por el poder público: asegurar un tráfico mercantil regular y sostenido con ultramar)<sup>219</sup>. A partir de este momento, los

---

<sup>216</sup> Larry NEAL, *Venture Shares of the Dutch East India Company*, en William N. GOETZMANN y K. GEERT ROUWENHORST, *The Origins of Value. The Financial Innovations that Created Modern Capital Markets*, Yale (2005), p. 169.

<sup>217</sup> E. GEPKEN-JAGER, *ob. cit.*, pp. 58 y 59; A. FERRER, *ob. cit.*, p. 226. Durante los dos siglos de vida de la VOC el capital se mantuvo, por tanto, en 6,45 millones de florines, que equivalían a entre diez y doce veces el fondo de explotación inicial de la EIC de 68.000 libras, según han calculado L. NEAL, *ob. cit.*, p. 168 y N. FERGUSON, *ob. cit.*, p. 129.

<sup>218</sup> E. GEPKEN-JAGER, *ob. cit.*, p. 63; L. NEAL, *ob. cit.*, p. 167; N. FERGUSON, *ob. cit.*, p. 129.

<sup>219</sup> E. GEPKEN-JAGER, *ob. cit.*, p. 62; R. CAMERON, *ob. cit.*, p.155; N. FERGUSON, *ob. cit.*, p. 131. En su apogeo a finales del siglo XVII la VOC tenía 30 establecimientos en Oriente, una flota de más de 100 barcos y cerca de 15.000 funcionarios y soldados, A. FERRER, *ob. cit.*, p. 226.

participes en la compañía sólo podrían recuperar su inversión a través de la venta de las acciones que pasaron a constituir el principal objeto de negociación en el Mercado de Valores de Ámsterdam, creado en 1611<sup>220</sup>. El cambio con respecto al planteamiento original tendrá una extraordinaria significación en la futura evolución de las sociedades anónimas. La idea de que la compañía no está obligada a dar contrapartida cuando alguno de sus accionistas desee abandonar la entidad supone atribuir carácter irrevocable a las aportaciones y desembocará, en definitiva, al modelo del capital fijo que, con distintas variantes, ha llegado a ser dominante en nuestros días.

Al haber excluido voluntariamente la vía de la ampliación de capital, la VOC acudía regularmente al mercado de crédito para atender sus necesidades de financiación<sup>221</sup>. La deuda de la compañía fue aumentando gradualmente durante el siglo XVII, hasta estabilizarse en una relación de dos a uno con relación al capital<sup>222</sup>. No obstante, falta en la carta de 1602 cualquier tipo de previsión encaminada a regular el conflicto entre accionistas y tenedores de bonos equiparable al futuro régimen del capital social. Por una parte, la VOC nunca permitió a sus accionistas -menos aún a sus acreedores- el acceso a sus libros y estados contables. El balance general previsto para el décimo año de actividad no llegó a realizarse<sup>223</sup>. Por otro lado, la carta fundacional imponía la distribución de dividendos tan pronto como se hubiera procedido a la venta del 5% de las mercancías que los buques de la compañía hubieran transportado en el viaje de regreso de Asia (epígrafe XVII). Esta previsión impedía la constitución de cualquier tipo de reservas. Las vicisitudes de la negociación de las acciones estimularon, además, una generosa política de distribución de dividendos, frecuentemente utilizada como un mecanismo de defensa frente a movimientos especulativos<sup>224</sup>. Este estado de cosas ha sido considerado como una de las principales causas de la crónica debilidad

---

<sup>220</sup> J. MICKLETHWAIT y A. WOOLDRIDGE *ob. cit.*, p. 28; J. De VRIES y A. Van der WOUDE, *The First Modern Economy. Success, Failure and Perseverance of the Dutch Economy, 1500-1815*, Cambridge (1997), p. 385; E. GEPKEN-JAGER, *ob. cit.*, pp. 68 a 73; L. NEAL, *ob. cit.*, p. 169. La sofisticación de este mercado aparece reflejada con detalle en el primer tratado sobre negociación bursátil, debido a Joseph PENSO de la VEGA. La obra data de 1688 y, en razón del origen sefardí del autor, fue originariamente escrita en español. El título completo es extraordinariamente descriptivo: *Confusión de confusiones. Diálogos curiosos entre un filósofo agudo, un mercader discreto y un accionista erudito describiendo el negocio de las acciones, su origen, su etimología, su realidad, su juego y su enredo*.

<sup>221</sup> E. GEPKEN-JAGER, *ob. cit.*, p. 59.

<sup>222</sup> A mediados del siglo XVII la ratio deuda/capital llegó a ser de cuatro a uno, y de dieciocho a uno en los años inmediatamente anteriores a la liquidación de la compañía. Analiza el tema con detalle L. NEAL, *ob. cit.*, p. 171 a 173.

<sup>223</sup> L. NEAL, *ob. cit.*, p. 171; N. FERGUSON, *ob. cit.*, p. 131,

<sup>224</sup> L. NEAL, *ob. cit.*, p. 171; N. FERGUSON, *ob. cit.*, p. 132, 133 y 136. Este último apunta que en 1650 los dividendos distribuidos ascendían a ocho veces el valor de la inversión inicial, lo que suponía un retorno del 27% anual.

financiera de la compañía, que, en último término, condujo a su liquidación forzosa en 1800<sup>225</sup>.

## 2.2.2. La Compañía Francesa de las Indias Orientales

La VOC fue el modelo que tomaron como referencia las compañías coloniales que se constituyen durante el siglo XVII. En particular, es destacable su influencia en la Compañía Francesa de las Indias Orientales, constituida en 1664<sup>226</sup>. De vida más corta y con una proyección claramente inferior a la de sus equivalentes inglesa y holandesa, estuvo presidida en todo momento por el control absoluto del estado. La Casa Real había asumido la quinta parte de las acciones y hay constancia de presiones ejercidas sobre muy diversos sectores sociales con el fin de asegurar la colocación del resto<sup>227</sup>. Asimismo, con el fin de facilitar la suscripción, se permitió que el desembolso pudiera realizarse de forma fraccionada, en tres pagos, el último de los cuales debía abonarse en diciembre de 1666. Las dificultades de los promotores explican que la Carta fundacional estableciera (en su artículo primero) una prohibición de recompra de las acciones. De esta forma, el capital inicial, fijado en 15 millones de libras, no podría ser reducido<sup>228</sup>.

Ninguna otra medida de protección del capital fue establecida. El pago de dividendos fue irregular, pero se llevó a cabo a pesar de inexistencia de beneficios o de la necesidad recurrente de exigir nuevas aportaciones a los accionistas. Así sucedió en 1684, 1701 y 1705, bajo la amenaza de la pérdida de los derechos en la compañía, en abierta violación de lo estipulado en la carta fundacional, con arreglo a la cual aquellos no quedarían obligados, “*bajo ninguna causa ni pretexto*”, a realizar más aportaciones que aquellas a las que se hubieran comprometido<sup>229</sup>.

## 1.2. La organización del comercio colonial en España: el asiento de avería

La opinión tradicional había venido considerando que las compañías coloniales constituyeron en nuestro país un fenómeno tardío, al haber asumido

---

<sup>225</sup> J. de VRIES y A. Van der WOUDE, *ob. cit.*, pp. 449 a 455; E. GEPKEN-JAGER, *ob. cit.*, pp. 77 y 78.

<sup>226</sup> Pierre-Henri CONAC, *The French and Dutch East India Companies in comparative legal perspective*, en *VOC 1602-2002 .....*, p. 133. Véase también, Henri LEVY-BRUHL, *Histoire juridique des sociétés de commerce en France aux XVIIe et XVIIIe siècles*, París (1938), pp. 42 y ss y G. RIPERT, *ob. cit.*, pp. 212 y ss. [*Traité Élémentaire de Droit Commercial*, París, 1952]

<sup>227</sup> J. RUBIO, *ob. cit.* p. 21; J. HILAIRE, *ob. cit.* p. 201; P. CONAC, *ob. cit.* p. 139.

<sup>228</sup> P. CONAC, *ob. cit.* pp. 138 y 139.

<sup>229</sup> P. CONAC, *ob. cit.* pp. 139 y 140; J. HILAIRE, *ob. cit.* p. 201.

originariamente la corona la organización directa del comercio con las Indias<sup>230</sup>. Los primeros ejemplos, equiparables a los de otras naciones europeas, no habían aparecido hasta bien entrado el siglo XVIII. Es el caso de la Real Compañía Guipuzcoana de Caracas (1728), la Real Compañía de Tabacos de La Habana (1740), la Real Compañía de Barcelona (1755), o la Real Compañía de Filipinas (1785)<sup>231</sup>. Sin embargo, estudios recientes han ofrecido una nueva perspectiva del tema, al destacar la existencia en época temprana de un complejo sistema de colaboración entre el poder público y las corporaciones mercantiles, con características muy similares a las de las compañías privilegiadas de la época<sup>232</sup>. Los sujetos de esta colaboración fueron la Casa de la Contratación, por el lado estatal, y el Consulado de Cargadores a Indias, por el lado de los particulares. El instrumento de esa colaboración era el llamado “asiento de avería”, cuya evolución paulatina acabaría conduciendo a la compañía de comercio<sup>233</sup>.

El término “avería” no guarda aquí ninguna relación con el correlativo del moderno Derecho marítimo. Hace referencia, por el contrario, a una figura de origen gremial que englobaba cualquier clase de aportación monetaria hecha por los comerciantes a sus consulados para la financiación de las actividades comunes. Se trataba de un fondo que se reunía cobrando un tanto por ciento sobre el valor de las mercancías con las que traficaban los miembros de la corporación. A su vez, bajo el nombre de “asiento” se conocía una variada gama de contratos celebrados entre el Estado y los particulares, en cuya virtud estos últimos adelantaban dinero a la Corona a cambio del derecho a recaudar impuestos o explotar una determinada actividad que se consideraba de interés general. El asiento de avería era un contrato celebrado, bajo la forma de capitulaciones, entre la Casa de la Contratación y un grupo numeroso de particulares, denominados asentistas, que se obligaban a la organización y protección de las flotas de Indias, bajo las condiciones estipuladas.

---

<sup>230</sup> J. GARRIGUES, *Curso...*, Tomo I, p. 410; J. RUBIO, *ob. cit.* pp. 22 y 24. La ausencia de compañías coloniales en España (al igual que en Portugal) en las primeras etapas de desarrollo del comercio transatlántico constituye, en todo caso, una opinión muy difundida, así, Joyce APPLEBY, *The Relentless Revolution: a History of Capitalism*, Nueva York – Londres (2010), p. 47.

<sup>231</sup> Sobre las compañías constituidas en el siglo XVIII véase, María Jesús MATILLA QUIZA, *Las compañías privilegiadas en la España del Antiguo Régimen*, en Miguel ARTOLA (Dir), *La economía española al final del Antiguo Régimen*, Tomo IV, Madrid (1982); José Miguel DELGADO BARRADO, *Reformismo borbónico y compañías privilegiadas para el comercio americano (1700-1756)*, en Agustín Guimerá (Dir) *El reformismo borbónico: una visión interdisciplinar*, Madrid (1996); Margarita Eva RODRÍGUEZ GARCÍA, *Compañías privilegiadas de comercio con América y cambio político (1706-1965)*, Estudios de Historia Económica, nº 46 (2005).

<sup>232</sup> En particular, el documentado trabajo de HIERRO ANIBARRO. En éste se apunta, como probable origen de la arraigada tesis de la aparición tardía de la sociedad anónima en España, el hecho de que los especialistas en Derecho de sociedades orientaron la búsqueda hacia figuras jurídicas próximas a las societarias, y no hacia otras instituciones que también implicaban aportaciones comunes de capital, *ob. cit.* p. 91.

<sup>233</sup> S. HIERRO ANIBARRO, *ob. cit.*, pp. 90 y 91.

La novedad del asiento de avería radica en que, a diferencia de las capitulaciones u otros asientos, no se limitaba a establecer un conjunto de relaciones obligatorias. Incluía, además, cláusulas relativas a la organización interna de los asentistas, a los que se reconocía una personalidad jurídica propia e independiente y se contemplaba la existencia de un órgano de administración elegido por aquellos. De esta forma se hacía posible la gran aportación fondos que exigía la Carrera de Indias, y que no podían ser asumidos por las pequeñas compañías generales o por los comerciantes individuales. Los asientos regulaban cuidadosamente el régimen de una aportaciones, que se situaban habitualmente entre los 1.000 y 2.000 ducados por partícipe, sobre un montante total de entre 270.000 y 300.000 ducados. Es decir, una participación muy fragmentada de un elevado número de partícipes<sup>234</sup>.

Las capitulaciones atribuían a los asentistas un conjunto de derechos de contenido económico y político. Los primeros comprendían la participación en los beneficios de la empresa de manera proporcional a la aportación de capital, así como la limitación de la responsabilidad a la suma aportada, que aparece estipulada de forma clara y precisa (lo que, como hemos visto, no resultaba habitual en la primeras compañías de comercio). La estructura del asiento de avería sería el modelo que tomarían en consideración la Junta de Comercio (creada en 1622) y, posteriormente el Proyecto de Olivares en orden a la configuración del “capital” o “caudal” de las compañías cuya creación se proponía. La primera de éstas, la Compañía del Almirantazgo, constituida en Sevilla en 1624 no era más que un asiento de avería para organizar un sistema de flotas entre España y el norte de Europa. A su vez, la constitución de nuevas compañías privilegiadas en el siglo XVIII no debería valorarse como una ruptura con el sistema anterior, sino como la natural evolución de instituciones y proyectos que tienen su origen en la centuria precedente<sup>235</sup>.

### 1.3. La evolución y el final del modelo

Las compañías privilegiadas cumplieron un importante papel al servicio de la política expansionista que las naciones europeas desarrollan a partir del siglo XVI. En cambio, desde un estricto punto de vista económico y financiero es mucho más comprometido valorar las bondades o defectos del sistema de intercambios comerciales al que estuvieron vinculadas. En todo caso, la aportación mas duradera de las compañías coloniales fue –sin duda- el desarrollo de un modelo de organización empresarial basado en la existencia de un capital social dividido en cuotas negociables. A lo largo del siglo XVIII se agota el ciclo histórico de los antiguos monopolios comerciales, pero el modelo

---

<sup>234</sup> S. HIERRO ANIBARRO, *ob. cit.* pp. 93, 99, 101 y 102.

<sup>235</sup> S. HIERRO ANIBARRO, *ob. cit.* pp. 108, 191 y 241 y ss. Se ha constatado además, la influencia que la organización mercantil española ejerció sobre las compañías inglesas. El principal promotor de la primera joint-stock company, Sebastián CABOT, trabajó durante más de veinte años para la Casa de la Contratación, cuya experiencia organizativa aplicaría como director de la Compañía de Rusia. Al respecto, véase S. HIERRO ANIBARRO, *ob. cit.* p. 103, y la bibliografía allí citada.

de la sociedad por acciones se extenderá a sectores y actividades ajenas al comercio ultramarino, que en muchos casos se desarrollan al margen de privilegios o concesiones del poder público<sup>236</sup>.

Son varios los factores que contribuyen al declive de las compañías privilegiadas. En primer término, no es aventurado pensar que dos siglos de tráfico ultramarino habían transformado radicalmente la naturaleza de los intercambios comerciales y la propia estructura económica de las naciones implicadas en los mismos<sup>237</sup>. Es indudable, por otra parte, que se produce un cambio en el clima intelectual, cada vez más inclinado a ver en los monopolios una restricción anacrónica e injustificada de la libertad de comercio<sup>238</sup>. Sin embargo, el elemento decisivo será el descrédito derivado de ciertos episodios en los que las compañías por acciones resultaron ser el instrumento de un fraude a gran escala<sup>239</sup>. Los periodos de euforia financiera suelen ir acompañados de la proliferación de conductas patológicas. No obstante, en pocos momentos han llegado a alcanzar la intensidad de los protagonizados por las contemporáneas *South Seas Company* en Inglaterra y la *Compagnie des Indes* en Francia.

La carta fundacional de la Compañía de los Mares del Sur le había reconocido, en el momento de su fundación en 1711, el derecho a comerciar de forma exclusiva con las posesiones españolas en América. Se trataba de una concesión de dudoso valor, puesto que su efectividad estaba condicionada a una conclusión favorable de la Guerra de Sucesión española. El Tratado de Utrecht en 1713 sólo autorizó finalmente el viaje de un barco por año (el llamado navío de permiso), y la primera expedición no tuvo lugar hasta 1717. Las enormes –y poco fundadas- expectativas generadas por la compañía sirvieron, sin embargo, de soporte a una masiva operación de consolidación de la deuda pública<sup>240</sup>. En febrero de 1720 se anunció que la compañía se haría cargo de la totalidad de la deuda nacional británica, que a tal efecto podía ser

---

<sup>236</sup> J. GIRON, *ob. cit.* p. 8; J. RUBIO, *ob. cit.* p. 23; Luis Javier CORTES, *Funciones de la Sociedad Anónima: legislación y práctica española*, Bolonia (1985), pp. 11 y 12.

<sup>237</sup> A. FERRER, *ob. cit.*, pp. 296 y ss; R. HARRIS, *Industrializing...*, pp. 201 y ss describe con detalle la hostilidad de la emergente comunidad empresarial británica frente a las limitaciones que para el desarrollo de sus negocios imponían los antiguos monopolios.

<sup>238</sup> En Inglaterra ya en el siglo XVII se había discutido ampliamente sobre la constitucionalidad de los monopolios; al respecto, véase, Henry HORWITZ, *The East India Trade, The Politicians and the Constitution: 1689-1702*, *The Journal of British Studies*, Vol. 17, nº 2 (1978). En 1744 había circulado un panfleto anónimo que, bajo el título *Essay on the Causes of the Decline of Foreign Trade*, culpaba a los monopolios de las dificultades que experimentaba la expansión del comercio. Las críticas serán sistematizadas y desarrolladas por Adam SMITH en el Libro IV, Capítulo VII de *La riqueza de las naciones* [*An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, Londres, 1776].

<sup>239</sup> J. MICKLETHWAIT y A. WOOLDRIDGE *ob. cit.*, p. 36.

<sup>240</sup> Un relato detallado de las vicisitudes de la SSC se encuentra en Edward CHANCELLOR, *Sálvese quien pueda. Una historia de la especulación financiera*, Buenos Aires (2000) [*Devil Take the Hindmost: A History of Financial Speculation*, Londres (1999)], pp. 81 y ss. Véase también, Brian R. CHEFFINS, *Corporate Ownership and Control*, Oxford (2008), pp. 137 y ss.

canjeada por acciones de la compañía<sup>241</sup>. Con el fin de hacer atractiva la oferta de canje se ofrecieron amplias facilidades a los tenedores de títulos de deuda. Así, sólo se requería un depósito del 20 por ciento del precio de las acciones y el resto se pagaría en ocho cuotas durante los dieciséis meses siguientes. Al mismo tiempo, la compañía concedió de forma generalizada préstamos a los suscriptores con la garantía de sus propias acciones. Estas medidas provocaron un aumento incontrolado de la cotización dado que incrementaban la demanda (los especuladores podían comprar a crédito más acciones) y, al mismo tiempo, reducían la oferta (las acciones dadas en garantía eran retenidas por la compañía)<sup>242</sup>.

La *South Seas Company* y el poder público que patrocinaba la operación se beneficiaban extraordinariamente de la situación, dado que mejoraba sustancialmente en su favor los términos del canje de la deuda pública. A principios de 1720 la cotización de las acciones de la compañía se situaba en 128 libras. En la primera emisión, las acciones se ofrecieron al público a un precio de 300 libras por acción (tres veces su valor nominal; la compañía ofrecía un crédito de 250 libras por acción, con un máximo de 25.000 libras por accionista, si bien este límite también fue ignorado)<sup>243</sup>. La tercera serie, en el mes de junio alcanzó las 1000 libras por acción. Se trataba de un fenómeno puramente especulativo, alimentado por la propia compañía emisora. No había perspectivas reales de desarrollar un comercio lucrativo a gran escala con Sudamérica. El valor de las acciones dependía exclusivamente de los rendimientos de la deuda pública, pero tal y como había sido planteada la operación, las sucesivas emisiones carecían de una contrapartida real. Los fondos que obtenía la compañía revertían inmediatamente a los accionistas en forma de préstamos que muy difícilmente podían ser recuperados. En definitiva, no se habían tomado las precauciones mínimas que hubieran sido necesarias para asegurar una integración efectiva del capital social.

El colapso de la compañía resultaba inevitable, una vez agotados los recursos disponibles para seguir impulsando el precio de las acciones. El desplome se produjo tras el verano y a finales de 1720 la cotización se situaba en 125 libras, es decir, en el punto de partida. El momento de la máxima cotización de las acciones de la Compañía de los Mares del Sur coincidió con la aprobación de una disposición legal extraordinariamente restrictiva, que llegaría a ser conocida como "*Bubble Act*". Con el argumento de impedir los peligros potenciales derivados de la manipulación del mercado, se declaraba "*nula*" e "*ilegal*" la emisión y negociación de acciones por cualquier tipo de entidad cuya constitución no hubiera sido sancionada por decisión del Parlamento o

---

<sup>241</sup> El apoyo de las compañías cotizadas a las finanzas públicas tenía muchos precedentes. Lo que cambiaba ahora era la escala de la operación, puesto que el volumen de deuda a canjear ascendía a 30 millones de libras: R. HARRIS, *Industrializing...*, p. 63; E. CHANCELLOR, *ob. cit.*, p. 85; J. MICKLETHWAIT y A. WOOLDRIDGE, *ob. cit.*, p. 40.

<sup>242</sup> N. FERGUSON, *ob. cit.*, p. 156. También aparece documentada la concesión de opciones de compra a personajes clave del gobierno durante el proceso de autorización parlamentaria del canje y la subsiguiente colocación de las acciones: E. CHANCELLOR, *ob. cit.*, p. 116.

<sup>243</sup> E. CHANCELLOR, *ob. cit.*, p. 91.

concesión de la Corona. Tradicionalmente se había venido considerando como la habitual reacción legislativa, exigida por la opinión pública, tras un periodo de especulación descontrolada<sup>244</sup>. Sin embargo, el origen de la misma parece situarse en el deseo de favorecer a la Compañía de los Mares del Sur, limitando el acceso al mercado de capitales de otros proyectos empresariales en un momento en el que proliferaba la creación de nuevas compañías<sup>245</sup>.

Exactamente en la misma época, un proceso de características muy similares se desarrolló en Francia. En 1715 se había establecido la *Banque Générale* a la que se había autorizado para emitir papel moneda. La entidad operaba bajo la dirección de John Law, un financiero de origen escocés que en 1717 se hizo con el control de una nueva compañía colonial, la *Compagnie d'Occident*, a la que se había concedido el monopolio del comercio con Luisiana por un periodo de veinticinco años. A su vez, en 1718 ésta se fusionó con la Compañía Francesa de las Indias Orientales y la Compañía de China, dando lugar a una nueva entidad, la *Compagnie Perpétuelle des Indes*<sup>246</sup>. La actividad real de la compañía era insignificante, pero, al igual que en Inglaterra, las sucesivas emisiones de acciones fueron el expediente a través del que se instrumentó un canje masivo de títulos de deuda pública. La vinculación de la compañía con la *Banque Royale* (que había sucedido a la *Banque Générale*, y que operaba como un banco central) permitió mantener entre 1719 y 1720 un incremento vertiginoso del precio de las acciones<sup>247</sup>. La cotización pasó de oscilar en torno a su valor nominal de 500 libras hasta las 12.500.

Utilizando la terminología actual, en Inglaterra podría identificarse –entre otros– un problema de asistencia financiera. En Francia, en cambio, la manipulación del mercado se había realizado fundamentalmente a través de la adquisición

---

<sup>244</sup> G. MORSE, *ob. cit.*, pp. 6 y 7.

<sup>245</sup> L. GOWER, *ob. cit.*, p. 25; J. MICKLETHWAIT y A. WOOLDRIDGE, *ob. cit.*, p. 41; R. HARRIS, *Industrializing...*, pp. 73 a 78; B. R. CHEFFINS, *ob. cit.* pp. 139 y 140. La *Bubble Act* autorizaba la creación de dos compañías de seguros, en relación a las cuales se definen los dividendos como la parte proporcional de los beneficios y demás ventajas procedentes del capital (“*a proportional share of the profits and advantages attending the capital stock*”). En la práctica posterior serán cada vez más frecuente la introducción de limitaciones a la distribución de dividendos en los actos de autorización; al respecto D. KEHL, *ob. cit.*, p. 39.

<sup>246</sup> John Law había publicado en 1705 una obra teórica de cierta importancia, *El dinero y el comercio: una propuesta para proveer de dinero a la nación*, en la que defendía la conveniencia de incrementar la circulación monetaria para estimular la actividad económica. Véase al respecto, Antoin E. MURPHY, *John Law. Innovating Theorist and Policy Maker*, en W. N. GOETZMANN y K. G. ROUWENHORST, *The Origins...*, p. 230. Sobre las vicisitudes de las compañías, J. MICKLETHWAIT y A. WOOLDRIDGE, *ob. cit.*, pp. 36 a 39 y N. FERGUSON, *ob. cit.*, pp 138 a 154.

<sup>247</sup> A diferencia de lo que sucedía en Francia, la *South Seas Company* nunca llegó a actuar de forma concertada con el Banco de Inglaterra, lo que limitó considerablemente las posibilidades de manipulación del precio de las acciones. La nacionalización de la compañía llevó a la ruina a muchos inversores, pero no arrastró en su caída al resto del sistema financiero: J. MICKLETHWAIT y A. WOOLDRIDGE, *ob. cit.*, pp. 38 y 39; N. FERGUSON, *ob. cit.*, p. 155. De hecho, existía un abierto enfrentamiento entre el Banco de Inglaterra, controlado por los Whigs, y la SSC, estrechamente vinculada al partido Tory; B. CARRUTHERS, *ob. cit.*, p. 154; MICKLETHWAIT y A. WOOLDRIDGE, *ob. cit.*, p. 39.

de acciones propias. La disponibilidad de fondos había llevado a la propia *Compagnie des Indes* a garantizar un precio mínimo de 9.000 libras para sus acciones en los primeros meses de 1720<sup>248</sup>. El mecanismo se agotó cuando la emisión incontrolada de papel moneda por el Banco Real dejó de ser absorbida por la compra de acciones de la compañía<sup>249</sup>. Al hacerse evidente la ficción que sustentaba todo el sistema las cotizaciones de desplomaron. El Banco, incapaz de hacer frente a sus pagos, se vio obligado a suspender sus actividades. La Compañía Francesa de las Indias Orientales fue reorganizada como una entidad independiente en 1723, y subsistió hasta 1769.

La hostilidad del público hacia las compañías coloniales no llevó aparejada la desaparición de las sociedades por acciones. Por el contrario, el modelo se difunde durante el siglo XVIII a través de un doble proceso de generalización y privatización. El carácter intensivo en capital de determinadas actividades debió de ser, de nuevo, el motor del proceso<sup>250</sup>. Es el caso de los bancos que nacen como instrumento auxiliar de las finanzas públicas. El Banco de Inglaterra se constituye en 1694<sup>251</sup>. En España, el Banco de San Carlos, fue creado por Real Cédula de 1782<sup>252</sup>. El negocio asegurador se desarrolla originariamente a partir de estructuras de carácter mutual, pero pronto hará uso de las posibilidades que ofrecía la sociedad de capital. En 1686 se reseña el nacimiento de la *Compagnie générale des assurances et grosses aventures* en Francia<sup>253</sup>. En Inglaterra el año 1720 contempla la fundación de *The London Assurance* y *The Royal Exchange Assurance*, a las que se reconoce,

---

<sup>248</sup> A. E. MURPHY, *ob. cit.*, p. 234.

<sup>249</sup> A. FERRER, *ob. cit.*, p. 213.

<sup>250</sup> Así lo ponen de relieve las consideraciones de Adam SMITH sobre las compañías por acciones en el Libro V de *La riqueza de las naciones*. La opinión negativa sobre los monopolios se extiende, en principio, al propio modelo de la *joint-stock company*. El núcleo de la crítica se centra en lo que, con posterioridad, ha sido denominado el “problema de agencia”. Esto es, las distorsiones que inevitablemente aparecen en la gestión de intereses ajenos, como, por definición, sucede en las compañías que, en razón de su tamaño, se ven obligadas a confiar su administración a un órgano especializado. No excluye, sin embargo, que pudieran llegar a tener un cierto papel en el sistema económico: “...los únicos negocios que puede llevar a cabo con éxito una compañía por acciones, sin un privilegio exclusivo son aquellos cuyos procedimientos son susceptibles de ser reducidos a una rutina...De este tipo son, primero, la banca; segundo los seguros contra incendios, riesgos marítimos y capturas en tiempo de guerra; tercero la construcción y conservación de una acequia o canal navegable; y, cuarto, la actividad similar a la anterior, dirigida al suministro de agua a una gran ciudad...”. Para ello habrían de concurrir, además, una serie de condiciones. En primer lugar, que sea “...meridianamente evidente que la empresa es de una utilidad mayor y mas extendida que la de la mayoría de los negocios corrientes...”. En segundo término, “...que requiera mayor capital del que podría reunir fácilmente una empresa particular...”.

<sup>251</sup> B. CARRUTHERS, *ob. cit.*, pp. 139 y ss; R. HARRIS, *Industrializing...*, pp. 211 y ss. Tal como indica D. HEHL, *ob. cit.* p. 41, La carta fundacional del Banco de Inglaterra no contenía disposición alguna en relación a la distribución de dividendos, pero sí establecía, en su Sección 26, la responsabilidad personal de los socios en proporción a su participación en el capital social, en el caso de que las deudas del Banco llegaran a superar la cifra de 1.200.000 libras.

<sup>252</sup> J. RUBIO, *ob. cit.* p. 24.

<sup>253</sup> G. RIPERT, *ob. cit.* pp. 213.

originariamente, un monopolio en el ámbito de los seguros marítimos, que se extendió posteriormente a los ramos de vida e incendio<sup>254</sup>. A partir de 1760 se generaliza en el Reino Unido el esquema de la compañía por acciones para financiar la construcción de canales<sup>255</sup>, y en Francia para las sociedades mineras<sup>256</sup>.

En los ejemplos anteriores se mantenía el carácter privilegiado de las compañías. Junto a ellas aparecen otras puramente privadas que reproducen, por vía pacto, los elementos que caracterizaban el tipo de la compañía de comercio. Esto es, la existencia de un capital social permanente y, sobre todo, el desarrollo de la técnica de las acciones como soporte de la condición de socio. A este esquema se pretende añadir, a imitación de la posición de los socios comanditarios, la limitación de responsabilidad a las aportaciones realizadas. Lógicamente esta estipulación del contrato de sociedad no podía producir efectos frente a terceros, y su efectividad resultaba de vías indirectas como la de su inclusión en todos los contratos que fuera a concertar la compañía<sup>257</sup>. Está documentada la existencia en Inglaterra de “*unincorporated companies*” y en Francia de “compañías por acciones de tráfico privado”, vinculadas en ambos casos a una incipiente industrialización<sup>258</sup>.

Estas nuevas entidades viven en una situación de indefinición e inseguridad jurídica. Ni los tratadistas ni los textos normativos de la época –las Ordenanzas del Comercio (1673) y la Marina (1681) en Francia, o las Ordenanzas de Bilbao (1737) en España- contemplan la figura de la sociedad anónima, ya sea en su modalidad privilegiada o en su versión privada<sup>259</sup>. De hecho, la práctica de la época distingue entre “sociedad” y “compañía”. El término “sociedad” se refiere exclusivamente a las figuras tradicionales de naturaleza contractual. La “compañía”, integrada por un gran número de accionistas y habitualmente dotada de privilegios exclusivos, responde a un esquema corporativo que vive al margen del Derecho Común<sup>260</sup>. Sólo a partir de la Codificación las

---

<sup>254</sup> R. HARRIS, *Industrializing...*, p. 101.

<sup>255</sup> Goffrey TODD, *Some aspects of Joint Stock Companies, 1844-1900*, *Economic History Review*, IV (1932), p. 50; L GOWER, *ob. cit.* p. 28; R. HARRIS, *Industrializing...*, pp. 95 y ss.

<sup>256</sup> Jean ESCARA, Edouard ESCARA y Jean RAULT, *Traité Théorique et Pratique de Droit Commercial – Les Sociétés Commerciales*, Paris (1950), Tomo I, p. 11.

<sup>257</sup> S. HIERRO ANIBARRO, *ob. cit.*, p. 41; J. HILAIRE, *ob. cit.*, pp. 204 y 205; R. HARRIS, *Industrializing...*, p. 143.

<sup>258</sup> R. HARRIS, *Industrializing...*, pp. 137 y ss y 173 y ss; J. HILAIRE, *ob. cit.*, p. 202. J. RUBIO, *ob. cit.* p. 24, pone en duda su existencia en España.

<sup>259</sup> G. RIPERT, *ob. cit.* pp. 214; J. RUBIO, *ob. cit.*, p. 23; Carlos PETIT, *La compañía mercantil bajo el régimen de la Ordenanzas del Consulado de Bilbao*, Sevilla (1979), p. 60.

<sup>260</sup> Jean Marie PARDESSUS, *Cours de Droit Commercial*, Paris, (1815), Tomo III, p. 119; G. RIPERT, *ob. cit.* pp. 211; Carlos PETIT, *El anonimato de la sociedad mercantil y la llamada responsabilidad limitada. Apuntes para la historia de las anónimas en el Derecho español del siglo XIX*, en Francisco José LEON SANZ, Sonia RODRÍGUEZ SÁNCHEZ y Gloria PUY FERNÁNDEZ (Coords.), *Tendencias actuales en la ordenación del control y el capital en las sociedades mercantiles*, Huelva (2009), pp. 83 a 85.

sociedades por acciones se integrarán (salvo en el Reino Unido) en el sistema general de las sociedades mercantiles. A su vez, las necesidades de financiación derivadas del desarrollo de una economía industrial impulsarán la progresiva liberalización de la figura.

### 3. El capital social en los Códigos y en las legislaciones europeas del siglo XIX

#### 3.1. El Código de Comercio francés de 1807

##### 3.1.1. La sociedad anónima como una forma de sociedad mercantil

El Código de Comercio francés de 1807 equipara la sociedad anónima con las viejas formas tradicionales de la sociedad colectiva y la sociedad comanditaria (artículo 19)<sup>261</sup>. Todas ellas quedan incluidas en la categoría genérica de la “sociedad mercantil”. Es decir, en un esquema asociativo de naturaleza privada que tiene su origen en un contrato. El mismo planteamiento adoptarán a lo largo del siglo XIX los códigos españoles, así como el alemán de 1861 y los italianos de 1865 y 1882<sup>262</sup>. La sociedad anónima presenta todavía contornos muy difusos, como no podía ser de otra forma al haber quedado equiparada a figuras que provenían de una tradición completamente diferente. Por otra parte, sobre las compañías por acciones pesa todavía una fuerte desconfianza por parte del público como consecuencia de los escándalos producidos en el periodo anterior, lo que se traduce en una solución transaccional: la sociedad anónima se integra en el esquema general de las sociedades mercantiles pero se limita drásticamente la libertad de elección de tipos<sup>263</sup>.

Frente a las sociedades de personas, la anónima no aparece caracterizada –al menos, no directamente- como una sociedad de capital. El aspecto que se estima más relevante, hasta el punto de que sirve para dar nombre al tipo

---

<sup>261</sup> Las referencias al texto del Código de 1807 proceden de la edición facsímil publicada en 2006 por la Cámara de Comercio e Industria de París.

<sup>262</sup> S. HIERRO ANIBARRO, *ob. cit.*, p. 41; J. RUBIO, *ob. cit.* p. 23; L. J. CORTES, *ob. cit.*, p. 12. Además de su indiscutida influencia en las legislaciones europeas del siglo XIX, la aplicación directa del Código francés se extendió en 1808 a las regiones italianas que habían sido anexionadas al Imperio francés (Liguria, Piamonte y Tosacana) y en 1811 a Bélgica y a Holanda. Véase al respecto, Faustino ALVAREZ DEL MANZANO, *Curso de Derecho Mercantil filosófico, histórico y vigente (español y extranjero)*, Madrid (1903), volumen primero, pp. 520, 525 y 661; Antonio PADOA-SCHIOPPA, *Le società commerciali nei progetti di codificazione del regno italiano, 1806-1807*, en *La formazione storica del Diritto moderno in Europa*, Tomo III, Florencia (1977), p. 1033; Guido A. FERRARINI, *Origins of Limited Liability Companies and Company Law Modernisation in Italy: a Historical Outline*, en *VOC 1602-2002 .....*, pp. 202 y 203.

<sup>263</sup> J. ESCARA, E. ESCARA y J. RAULT, *ob. cit.*, Tomo I, pp. 13 y 14.

social, es el del anonimato de sus socios<sup>264</sup>. La sociedad “*en nombre colectivo*” es aquella que desarrolla una actividad comercial “*bajo una razón social*” (artículo 20), al igual que la sociedad comanditaria (artículo 23,II). Por el contrario, la anónima es la que no se identifica por el nombre de ninguno de sus asociados (artículo 29), sino por el género de comercio que constituye su objeto (artículo 30). Sólo los primeros comentaristas podrán de relieve que el hecho de que se llame “*anónima*” no supone que no tenga nombre por el que sea conocida o que sus operaciones deban quedar ocultas. Tal calificación deriva, por el contrario, de que se trata “*menos de una sociedad de personas que de una reunión de capitales*”, puesto que “*ninguna garantía representa el crédito o la solvencia personal de sus asociados*”<sup>265</sup>.

La incorporación de la condición de socio a un título negociable tampoco aparece como un rasgo exclusivo de la sociedad anónima. El Código francés contempla dos tipos de sociedades por acciones: la anónima (artículo 34: “*El capital de la sociedad anónima se divide en acciones o en resguardos de acciones de idéntico valor*”) y la comanditaria por acciones (artículo 38: “*El capital de las sociedades en comandita también podrá dividirse en acciones, sin ninguna otra alteración de las reglas establecidas para esta forma social*”). En todo caso, el régimen común de las acciones es extraordinariamente breve. Se limita a contemplar, de forma alternativa, su representación mediante títulos al portador, transmisibles mediante tradición (artículo 35), o la incorporación a un registro interno de la sociedad (artículo 36).

No hay más referencia al capital que la que resulta de los preceptos antes reseñados (artículos 34 y 38). Se sobreentiende que las aportaciones de los accionistas integran el “*fondo de capital*” de la sociedad<sup>266</sup>, pero éste no tiene otra significación que la puramente económica como “*capital de explotación*”<sup>267</sup>. La técnica de la división del capital en acciones se proyecta exclusivamente en el ámbito interno y organizativo de la compañía. Así, se afirma que “*la acción es una porción indivisa en la propiedad de todo aquello que compone el fondo social*”<sup>268</sup>. Es decir, que lo que los preceptos reseñados apuntan es un modelo en el que se atribuye a los accionistas el poder de decisión último en la sociedad<sup>269</sup>. En términos generales, la estructura de las dos formas de sociedades por acciones se orienta a hacer posible la integración de

---

<sup>264</sup> François MALEPEYRE y Charles JOURDAIN, *Traité des sociétés commerciales, suivi de modèles des divers genres d'actes de sociétés commerciales*, Bruselas (1836), p. 141; G. RIPERT, *ob. cit.*, pp. 214; Carlos PETIT, *El anonimato...*, p. 77.

<sup>265</sup> J. M. PARDESSUS, *ob. cit.*, p. 120. En el mismo sentido, F. MALEPEYRE y C. JOURDAIN afirman que la sociedad anónima “*no se compone más que de su objeto y su capital social*”, *ob. cit.* p. 140.

<sup>266</sup> J.M. PARDESSUS, *ob. cit.*, p. 50; F. MALEPEYRE y C. JOURDAIN, *ob. cit.*, p. 158.

<sup>267</sup> Véase, *infra*, pp. 12 a 21.

<sup>268</sup> J.M. PARDESSUS, *ob. cit.* p. 50.

<sup>269</sup> Sobre las sociedades de capital como “*investor owned companies*”, véase, *infra*, pp. 4 y 5.

aportaciones que provienen de una multiplicidad de inversores. No obstante, en la comanditaria la dirección de la empresa se atribuye a los “*asociados solidarios*” (artículo 24), mientras que en la anónima, los administradores no son sino “*mandatarios*”, “*temporales y revocables*” (artículo 31), que no asumen más responsabilidad que la relativa al mandato conferido (artículo 32).

El Código de 1807 establecía además otra diferencia significativa entre la sociedad anónima y la comanditaria por acciones. La existencia de, al menos, un socio personalmente responsable se estimaba una garantía adecuada para permitir que esta última pudiera constituirse libremente. Por el contrario, la sujeción a autorización gubernativa del acto fundacional de las sociedades anónimas (artículos 37, primer inciso, y 45) se valoraba como el necesario contrapeso de la limitación de la responsabilidad de los socios (que, de conformidad con lo previsto en el artículo 33 quedaba circunscrita al “*importe de su interés en la sociedad*”)<sup>270</sup>. La autorización debía concederse en la forma prevista para los Reglamentos de Administración pública (artículo 37, segundo inciso)<sup>271</sup>. Este expediente va a ser el cauce a través del cual se completará la insuficiente regulación del Código, que apenas dedicaba una decena de artículos a la regulación de las sociedades anónimas.

En cierto sentido el sistema remite al periodo anterior, en el que cada compañía de comercio quedaba sometida a un estatuto particular. La autorización no confiere privilegio alguno, pero los términos de la misma podían variar en atención a las circunstancias de la empresa proyectada. Sin embargo, a través de la jurisprudencia administrativa del Consejo de Estado y mediante un sistema de instrucciones y circulares, se va a ir formando un cuerpo de doctrina general relativa a las condiciones y requisitos que debían cumplir las sociedades que pretendieran constituirse bajo la forma anónima. Las reglas así establecidas llegarán a configurar, al margen de las previsiones legales, una auténtica disciplina del capital social<sup>272</sup>. La idea básica es que la sociedad anónima continúa siendo una figura excepcional y privilegiada, lo que tiene como contrapartida la imposición de una determinada organización financiera, establecida en interés de sus acreedores.

### 3.1.2. El capital social en la jurisprudencia administrativa

La doctrina del Consejo de Estado afectó a aspectos muy variados del régimen de las compañías anónimas. En relación al acto fundacional se exigirá, en primer término, que los estatutos determinaran de forma precisa e invariable el

---

<sup>270</sup> J. M. PARDESSUS, *ob. cit.*, p. 120; F. MALEPEYRE y C. JOURDAIN, *ob. cit.* p. 149; G. RIPERT, *ob. cit.* pp. 214 y 215.

<sup>271</sup> Se estimaba, no obstante, que la aprobación de los Estatutos de una Sociedad Anónima por una Ordenanza no les confería fuerza de Ley, ni alteraba su naturaleza como simple convención privada: F. MALEPEYRE y C. JOURDAIN, *ob. cit.* pp. 153 y 154.

<sup>272</sup> J. HILAIRE, *ob. cit.* p. 221; Paul DIDIER, *Le capital social et la protection des créanciers sociaux*, en *Le Code de Commerce (1807-2007). Livre du Bicentenaire*, VV.AA., Paris (2007), p. 202; José MACHADO PLAZAS, *Pérdida del capital social y responsabilidad de los administradores por las deudas sociales*, Madrid (1997), pp. 40 y 41.

importe del capital (lo que excluye su ulterior alteración por decisión de los accionistas). Asimismo, será necesario que éste haya sido íntegramente suscrito y que las acciones no hayan sido emitidas por debajo de la par. También van a establecerse ciertas cautelas respecto a la efectividad del desembolso, especialmente cuando se realiza mediante aportaciones no dinerarias. En este último supuesto las aportaciones debían ser objeto de revisión en la primera asamblea general de accionistas que se celebrara. En caso de desembolso parcial se impondrá el carácter nominativo de las acciones hasta la completa liberación de las mismas y la responsabilidad conjunta del primitivo suscriptor y de los cesionarios posteriores<sup>273</sup>.

Junto a las previsiones anteriores, que inciden sobre la realidad del capital social, pronto aparecerán una serie de consideraciones que apuntan a una nueva función de garantía<sup>274</sup>. Una Instrucción de 11 de julio de 1818 establecía la necesidad de incluir en los Estatutos sociales una cláusula relativa a la disolución de la sociedad en caso de pérdida del capital social, en la proporción o cuantía que, en cada caso, fuera apreciada por la autoridad. Más allá del problema concreto que se examina, la Instrucción contiene (en su “Segunda Cuestión”) una interesante reflexión sobre la naturaleza y la significación del capital social:

*“...El Gobierno, no habiendo autorizado la sociedad anónima sino en razón del capital que ofrece en garantía de sus operaciones, cuando este capital es destruido, la garantía no existe, y el público puede ser inducido a una confianza sin fundamento si, en este estado de cosas, la sociedad se mantiene. Es verdad que el público corre el mismo riesgo frente a las sociedades ordinarias, pero estas presentan las garantías de la responsabilidad individual, indefinida y solidaria de los socios...Por otra parte, no se trata de pedir a los particulares...dar cuenta de la situación diaria de su capital; pero siendo el capital la única garantía que presenta la sociedad anónima todo lo que a éste concierne debe ser público.....Cuando, por tanto, se constata que el fondo social se ha reducido en un tercio, un cuarto u otra proporción prevista y fijada anteriormente en el acto de asociación, cuando no se puede conciliar la seguridad de los acreedores futuros con la esperanza de reparar pérdidas con los beneficios futuros, la compañía debe ser obligada a poner fin a sus operaciones, a entrar en liquidación y disolverse, a no ser que se reconstituya por medio de un nuevo capital. Las sociedades que corren riesgos considerables, como las compañías de seguros, deben ser obligadas rigurosamente a la fijación de un mínimo de fondos necesarios para la conservación de su existencia. Para el resto esa proporción debe ser fijada según la naturaleza más o menos arriesgada de las operaciones empresariales...”<sup>275</sup>.*

---

<sup>273</sup> F. MALEPEYRE y C. JOURDAIN, *ob. cit.*, pp. 152 a 158; J. HILAIRE, *ob. cit.*, p. 223; P. DIDIER, *ob. cit.*, pp. 202 y 203.

<sup>274</sup> P. DIDIER *ob. cit.*, p. 215; J. MACHADO, *ob. cit.*, pp. 43 y 44.

<sup>275</sup> El Texto completo de la Instrucción puede consultarse en F. MALEPEYRE y C. JOURDAIN, *ob. cit.*, pp. 282 a 286.

La disolución por pérdidas no fue la única medida que se obligaba a adoptar a las sociedades anónimas. La Instrucción añadía además una serie de cautelas encaminadas a asegurar el mantenimiento del capital. En los años inmediatamente anteriores a la publicación del Código se había discutido si cabía distribuir un dividendo a los socios comanditarios durante la vida de la sociedad, o si, por el contrario, la atribución del beneficio debía esperar al momento de la liquidación de la sociedad<sup>276</sup>. La Instrucción establece al respecto una fórmula de compromiso. Por una parte, se imponía a las sociedades anónimas la obligación de destinar una parte de su beneficio anual a la dotación de una reserva, con la finalidad de “*demorar toda disminución de su fondo primitivo*”. Es decir, de evitar que en razón de pérdidas sobrevenidas la sociedad pudiera quedar sujeta a disolución obligatoria. La reserva debía ser “*proporcionada, sea a la magnitud de los beneficios, sea a los riesgos que corre la sociedad. Una compañía de seguros debe prever una reserva más elevada que una sociedad ocupada en una explotación regular*” (“Tercera Cuestión”).

Por otro lado, en caso de pérdidas, se excluía expresamente el reparto de dividendos en tanto el capital original y las reservas no se hubieran reintegrado completamente (“Cuarta Cuestión”). La prohibición afectaba exclusivamente a los accionistas y no debía impedir el pago regular de las obligaciones contraídas con terceros, puesto que la “*reserva no perjudica el pago de los intereses ordinarios*”. Finalmente, con el fin de asegurar la aplicación efectiva de todas las previsiones anteriores, los administradores debían formular cada seis meses un estado de situación que debía remitirse al Tribunal de Comercio, al Prefecto del Departamento y a la Cámara de Comercio (“Quinta Cuestión”)<sup>277</sup>.

La sociedad anónima quedaba sujeta, por tanto, a un régimen de intensa supervisión administrativa. No es de extrañar, por tanto, que durante la primera mitad del siglo XIX la forma predominante de sociedad por acciones en Francia fuera la comanditaria. Los numerosos episodios especulativos a que dio lugar la creación de este tipo de sociedades han llevado a caracterizar esta época como la de la fiebre de las comanditarias<sup>278</sup>. A partir de 1850 varios factores van a contribuir a que se produzca una alteración profunda en el modelo legal. En esta época se sitúa el despegue industrial francés, con la expansión del

---

<sup>276</sup> P. DIDIER, *ob. cit.* p. 208. El desfase temporal entre la distribución de dividendos y el pago de las obligaciones contraídas por terceros es, precisamente, uno de las cuestiones fundamentales a las que la disciplina del capital social intenta dar respuesta. Al respecto, véase, *infra*, pp. 41 a 43.

<sup>277</sup> P. DIDIER *ob. cit.*, pp. 207 y 208; J. MACHADO, *ob. cit.* pp. 45 y 46.

<sup>278</sup> Al respecto, véase Edmond-Eugène THALLER, *Traité élémentaire de Droit commercial, à l'exclusion du Droit maritime*, Paris (1904), pp. 158 y 159; G. RIPERT, *ob. cit.* p. 215; J. HILAIRE, *ob. cit.* pp. 213 y ss.; Bruno PETIT, *Les sociétés: des sociétés de commerçants aux groupes de sociétés, en 1807-2007 Bicentenaire du Code de Commerce: la transformation du Droit commercial sous l'impulsion de la jurisprudence*, Paris (2007), p. 125.

sector siderúrgico y el desarrollo de la red ferroviaria<sup>279</sup>. Las necesidades de las nuevas industrias, intensivas en capital, no quedaban cubiertas por la forma comanditaria, con su estricta limitación del poder de decisión de los socios inversores. Por otro lado, tras varias décadas de aplicación, la experiencia había puesto de manifiesto que la autorización administrativa no constituía una garantía eficaz no sólo frente a una gestión desafortunada, sino ni siquiera contra el fraude<sup>280</sup>. Finalmente, el Tratado franco-británico de Libre Comercio de 1862 permitía operar en Francia a las compañías inglesas, que desde 1844 se constituían sin autorización<sup>281</sup>.

## 3.2. Las Leyes de sociedades británicas de 1844, 1855 y 1862: un nuevo derecho de sociedades.

### 3.2.1. La constitución de las sociedades mercantiles y el papel del Registro.

El Reino Unido mantuvo durante las primeras décadas del siglo XIX una normativa muy restrictiva en orden a la constitución de compañías por acciones. Se trata de una situación un tanto paradójica, al coincidir en un periodo en el que el desarrollo de las estructuras productivas surgidas de la Revolución Industrial requería la inversión de enormes sumas de capital<sup>282</sup>. La derogación de la *Bubble Act* en 1825 supuso un primer paso hacia el cambio de orientación radical que se materializó en las Leyes de 1844 y 1855<sup>283</sup>. Hay que tener, en cuenta, no obstante que éstas se insertan en un sistema legal en el que prevalece la elaboración judicial del Derecho. La inexistencia de un proceso equiparable a la Codificación no supone una mera divergencia de

---

<sup>279</sup> Maurice NIVEAU, *Historia de los hechos económicos contemporáneos*, Barcelona (1985), pp. 54 y 66 [*Historie des faits économiques contemporains*, Paris, 1968]; J. HILAIRE, *ob. cit.* p. 223. La Exposición de Motivos del Proyecto remitido a la Asamblea Legislativa aludía a la aparición de estas nuevas estructuras productivas, fenómeno que tampoco pasó inadvertido a los primeros comentaristas de la Ley. Al respecto, véase Hippolyte Ferréol RIVIÈRE, *Commentaire de la Loi du 24 juillet 1867 sur les sociétés*, Paris (1868), pp. 9 y 427.

<sup>280</sup> J. HILAIRE, *ob. cit.* p. 229.

<sup>281</sup> J. ESCARA, E. ESCARA y J. RAULT, *ob. cit.*, Tomo I, p. 15; G. RIPERT, *ob. cit.*, pp. 215 y 216; J. HILAIRE, *ob. cit.* pp., 228 y 229.

<sup>282</sup> El término "Revolución industrial" se generaliza a partir de la obra de Arnold TOYNBEE, *Lectures on the Industrial Revolution in England*, publicada en 1884. Se trata de un concepto sumamente debatido, pero no cabe duda que el nacimiento de la industria moderna tiene lugar en Inglaterra en este periodo: Angus MADDISON, *Historia del desarrollo capitalista. Sus fuerzas dinámicas. Una visión comparada a largo plazo*, Barcelona (1991), pp. 25 y ss. [*Dynamic Forces in Capitalist Development. A Long-Run Comparative View*, Nueva York, 1991], M. NIVEAU, *ob. cit.*, pp. 25 y ss.; R. CAMERON, *ob. cit.*, pp. 195 y ss.

<sup>283</sup> La reforma de 1825 se produce en un contexto de progresiva liberalización de la economía británica tras las Guerras Napoleónicas. La génesis de la Ley de 1844 coincide con el desarrollo de la red ferroviaria británica: L. GOWER, *ob. cit.* pp. 37 y 40; R. HARRIS, *Industrializing...*, pp. 251 y 282.

técnica jurídica. Por el contrario, deriva de la preferencia por la formación de criterios generales a partir de las soluciones dadas por los Tribunales en resolución de casos concretos. Las normas legales –*statutes*- se superponen al conjunto de normas y principios que integran el *Common Law*, aplicables en defecto de una específica previsión estatutaria. Este peculiar sistema de fuentes explica la tendencia –muy perceptible en el ámbito del Derecho de sociedades- a la elaboración de textos legales muy detallados, e, incluso, prolijos, que, sin embargo, no agotan todo el contenido normativo de las figuras o instituciones a las que se refieren<sup>284</sup>.

La reforma de 1844 introdujo un cambio radical en orden a la constitución de las “*joint stock companies*”. Frente al viejo sistema de autorización o concesión, la adquisición de personalidad jurídica (“*incorporation*”) se vincula a la simple inscripción en el Registro público<sup>285</sup>. La extraordinaria simplificación del proceso fundacional no fue acompañada, en un primer momento, por la eliminación de la responsabilidad personal de los socios. Esta circunstancia se producirá unos años más tarde con la *Limited Liability Act* de 1855<sup>286</sup>. La limitación de responsabilidad estará sujeta a una serie de condiciones mínimas establecidas en interés de los acreedores<sup>287</sup>: el cumplimiento de todas las formalidades necesarias para la inscripción; la concurrencia de 25 socios; un valor nominal de 10 libras por acción; la suscripción de las tres cuartas partes del capital nominal y el desembolso del 20 por ciento del importe de las acciones suscritas; la adición del término “*limited*” a la denominación social y la designación de un auditor autorizado por Junta de Comercio (“*Board of Trade*”). La Ley sólo estuvo en vigor unos meses, pues fue sustituida por la *Joint Stock Companies Act* de 1856, y ésta, a su vez, por la *Companies Act* de 1862<sup>288</sup>.

---

<sup>284</sup> John ARMOUR, *Codification and UK Company Law*, Bicentenaire du Code de Commerce 1807-2007, Paris (2008), pp. 287 y 292. Véase también, L. GOWER, *ob. cit.* p. 49.

<sup>285</sup> La nueva regulación comprendía dos instrumentos legislativos que llevan fecha de 5 de septiembre de 1844. El título oficial del primero resume con precisión la filosofía de la nueva regulación: “*An Act for Registration, Incorporation and Regulation of Joint Stock Companies*”. El segundo se ocupaba de la liquidación de este tipo de sociedades. En relación con los antecedentes de la reforma y el significado de la inscripción, véase G. TODD, *ob. cit.* pp. 48, 50 y 51; L. GOWER, *ob. cit.* p. 39; R. HARRIS, *Industrializing...*, pp. 281 y ss.

<sup>286</sup> No fue ajeno a esta evolución el ejemplo de las sociedades comanditarias francesas, que, como hemos visto, permitían combinar el esquema de la sociedad por acciones y el beneficio de la limitación de responsabilidad: G. TODD, *ob. cit.* p. 62; L. GOWER, *ob. cit.* p. 42; R. HARRIS, *Industrializing...*, p. 273. En los debates que precedieron a la Ley de 1855, el vicepresidente del *Board of Trade* advertía que, en ausencia de un instrumento que permitiera limitar la responsabilidad, las compañías se constituían frecuentemente en París o en Estados Unidos, J. MICKLETHWAIT y A. WOOLDRIDGE, *ob. cit.*, p. 57.

<sup>287</sup> L. GOWER, *ob. cit.*, p. 45.

<sup>288</sup> El nuevo marco legal tuvo como consecuencia un notable incremento en el número de compañías registradas, que pasa de 965 en 1845 (incluyendo todas las constituidas bajo el régimen anterior) a 2.917 en 1864 (cifra que no incluye las compañías disueltas). Puede verse un análisis detallado de las estadísticas disponibles en G. TODD, *ob. cit.* pp. 53 y ss. En una valoración de conjunto sobre la expansión del modelo de la compañía por acciones, parece más relevante la simplificación de los trámites que permitía acceder a una personalidad jurídica independiente, que la limitación de responsabilidad de los socios. El principal obstáculo al que

### 3.2.2. La configuración y la integración del capital en la Ley de 1862

La mayor parte de las exigencias de la Ley de 1855, formuladas como normas de carácter imperativo, desaparecieron en las posteriores de 1856 y 1862. Esta última adoptará un enfoque completamente distinto en relación a la integración y la conservación del capital<sup>289</sup>. En el articulado de la Ley aparecen únicamente principios de carácter muy general. El punto de partida es la libre constitución de sociedades, con o sin limitación de responsabilidad, por siete o más personas mediante la suscripción de un documento fundacional (“*Memorandum of Association*”) y el cumplimiento de los requisitos exigidos para la inscripción en el Registro (sección 6). La responsabilidad de los socios podía limitarse bien al importe no desembolsado de las acciones, bien a la suma que los socios se comprometían a aportar en caso de liquidación de la sociedad (sección 7). El esquema habitual en el tráfico mercantil resultó ser el primero de ellos, al que se refiere la Ley con la terminología de “*Company limited by Shares*” (sección 8), por contraposición a la “*Company limited by Guarantee*” (sección 9). En ambos casos resultaba preceptivo añadir el término “*limited*” a la denominación de la compañía (secciones 8,1,1º y 9,1,1º). La compañía se organiza, por tanto, a partir de un capital dividido en acciones, cuyo valor nominal debía quedar determinado en el acto fundacional (Sección 8,1,5º). El concepto de capital que se toma en consideración es el del “capital registrado”. Esto es el que se corresponde con el número máximo de acciones que la compañía queda autorizada a emitir sin alterar los términos del *Memorandum* (secciones 8,1,5º, 12, 14 y 34). El capital registrado no tenía que coincidir, por tanto, con el capital emitido y efectivamente suscrito, lo que constituye una significativa diferencia con respecto a la práctica administrativa de la época en Francia<sup>290</sup>.

En relación a la suscripción se contempla un único requisito. Cada uno de los fundadores debía recibir, al menos, una acción (Sección 8,11,1º). No se prevé exigencia alguna en relación al desembolso mínimo. En cambio, se desarrolla desde diversos ángulos el principio de la responsabilidad de los socios por la parte del capital no desembolsado. En relación a las formalidades de la constitución, se exige la firma de cada suscriptor en el *Memorandum*, con

---

con anterioridad se habían enfrentado las “*unincorporated companies*” era, precisamente, la ausencia de “*legal entity*”, lo que, de acuerdo con los principios del Derecho Común llevaba aparejado la reorganización de la compañía en caso de fallecimiento o quiebra de alguno de sus miembros, la imposibilidad de litigar de forma independiente, o la inexistencia de órganos sociales: G. TODD, *ob. cit.* pp. 46, 61 y 62; R. HARRIS, *Industrializing...*, pp. 141 y ss. y J. ARMOUR, *Codification...*, p. 299.

<sup>289</sup> Las referencias que a continuación se hacen a esta última proceden de las versiones recogidas en Anthony PULBROOK, *The Companies Acts, 1862-1883*, Londres (1887) y William GODDEN y Stamford HUTTON, *The Companies Acts 1862-1900*, Londres (1901).

<sup>290</sup> La existencia de dos sistemas diferentes en relación al significado de la determinación estatutaria del capital se mantuvo en la evolución posterior del Derecho de sociedades, y acabó reflejándose en los artículos 2, letra e) de la Directiva 68/151/CEE y 2, letra c) de la Directiva 77/91/CEE. Al respecto, véase *supra*, pp. 147 y 148.

indicación del número de acciones asumidas (sección 8,II,1º). Desde un punto de vista sustantivo, se reitera la obligación de realizar el desembolso pendiente aportaciones en el caso de liquidación de la compañía (sección 38,4º). A tal efecto se realizan algunas precisiones, comunes a las dos formas societarias, que se refieren a la responsabilidad exigible a quienes hubieran perdido la condición de socio en el momento de la apertura de la liquidación (lo que, tratándose de compañías por acciones, remite al problema de la obligación de desembolsar en el caso de transmisión de acciones parcialmente liberadas). Quedaban liberados de toda aportación adicional quienes hubieran abandonado la sociedad con un año de antelación a la apertura de la liquidación (sección 38,1º), sin que tampoco se les pudiera exigir responsabilidad alguna en relación a las deudas contraídas con posterioridad a su desvinculación con la compañía (sección 38,2º). Las reglas sustantivas anteriores venían acompañadas de un mecanismo específico de publicidad. Las compañías estaban obligadas a remitir anualmente al Registro una “*relación de socios*”, que debía contener, además, una descripción actualizada del estado del capital. En este documento debía hacerse constar la cifra del capital registrado, el número de acciones efectivamente suscritas, los desembolsos realizados, así como los reclamados y no satisfechos y el número de acciones reintegradas, en razón de la falta de pago (Sección 26).

### 3.2.2. El mantenimiento y la pérdida del capital

Hasta aquí, la Ley británica de 1862 proporcionaba un material bastante escaso para la construcción de una teoría del capital. El desarrollo del concepto se producirá en el contexto general del sistema legal. La propia Ley daba entrada, por vía indirecta, a ciertas disposiciones de singular importancia. En el proceso constitutivo, junto al *Memorandum*, se contemplaba la eventual redacción de otro documento –“*Articles of Association*”- con una función equivalente a la de los estatutos en las legislaciones continentales. Los fundadores podían incorporar a este documento las disposiciones que tuvieran por conveniente en orden al funcionamiento interno de la compañía. Al respecto la Ley sancionaba en términos amplísimos la libertad de pacto (Sección 14)<sup>291</sup>. Pero si los *Articles of Association* no llegaban a elaborarse, o en la medida en que no se excluyeran o modificaran expresamente, se aplicaban con carácter subsidiario las establecidas al efecto en el Anexo A de la Ley (Sección 15 CA 1862). El modelo oficial de estatutos establecía, en primer lugar, un régimen muy detallado respecto al procedimiento para hacer efectivo el desembolso pendiente de las acciones (“*Calls on shares*”). Los administradores podían reclamar en cualquier momento la parte de capital no desembolsado, dirigiendo la oportuna comunicación a los socios con una antelación mínima de veintidós días (Tabla A, epígrafe 4). La falta de pago en la

---

<sup>291</sup> “...prescribing such Regulations for the Company as the Subscribers to the Memorandum of Association deem expedient...”. Los rotundos términos de la Ley deben tomarse con mucha cautela por los juristas de formación continental. La libertad de pacto también estaba sujeta a las reglas y principios de Derecho Común. Así, por ejemplo, no cabía liberar a los socios de la responsabilidad que pudiera corresponderles en caso de liquidación de la compañía: *National Bank of Wales, Taylor, Phillips and Rickard's cases* [1897]; citado por Stephen W. MAYSON, Derek FRENCH y Christopher L. RYAN, *Company Law*, Londres (1989), p. 553.

fecha prefijada devengaba a favor de la compañía un interés del cinco por ciento anual (epígrafe 6). Tras un requerimiento adicional, los Administradores podían acordar la recuperación de las acciones, que quedaban en beneficio de la compañía (epígrafe 19), debiendo la Junta General decidir el destino de las mismas (epígrafe 20).

La preocupación por la efectividad del desembolso, tanto en la Ley como en el modelo tipo, se explica en razón de la práctica societaria de la época. Era habitual la emisión de acciones desembolsadas en una pequeña proporción y, en muchas ocasiones, los socios no estaban en condiciones de atender a los compromisos de aportación inicialmente asumidos<sup>292</sup>. Al margen de las reglas sobre el desembolso de las acciones, a lo largo del siglo XIX, los tribunales establecerán la prohibición de emitir acciones a un tipo inferior a su valor nominal (con especial claridad en *Ooregum Gold Mining Co of India v. Roper* [1892])<sup>293</sup>. La regla que exige que la compañía reciba el íntegro valor nominal excluye también la emisión de títulos de deuda convertibles en acciones con descuento (*Mosely v. Koffyfontein Mines Ltd* [1904])<sup>294</sup>. En cambio, no se considera que se haya producido un descuento sobre el nominal cuando la compañía satisface una comisión razonable a un intermediario que facilita la colocación de acciones en el mercado (*Metropolitan Coal Consumers' Association v. Scrimgeour* [1895])<sup>295</sup>. También se rechaza la revisión en sede judicial de la valoración de aportaciones no dinerarias, al menos, cuando los administradores han actuado de buena fe. De esta forma, no se atiende la pretensión del liquidador de una compañía que alegaba la existencia de un

---

<sup>292</sup> La situación presentaba en ocasiones perfiles patológicos, cuando no fraudulentos. No era infrecuente que los administradores de las compañías anunciaran que sólo tenían intención de reclamar una porción del valor nominal de las acciones. De esta forma se favorecía la sobresuscripción, ya que, bajo este presupuesto, los inversores asumían un número de acciones muy superior al que hubieran adquirido en otro caso. No obstante, la marcha del negocio dejaba en muchos casos a la compañía sin otra opción que la de exigir los desembolsos formalmente vigentes. La situación podía llegar a ser especialmente difícil para los socios en caso de liquidación de la compañía. En este caso, de resultar necesario, debían hacer frente a la totalidad del desembolso sin posibilidad de acudir al expediente del abandono de las acciones. Esta particular manera de configurar la estructura financiera de las compañías por acciones restringía en buena medida la efectividad del principio de responsabilidad limitada, véase al respecto, G. TODD, *ob. cit.*, pp. 68 y 69. Es evidente la analogía con la extendida práctica de la compra a crédito de acciones en los Estados Unidos en el periodo inmediatamente anterior a la crisis de 1929.

<sup>293</sup> La sentencia afirma que el presupuesto de la limitación de responsabilidad es, precisamente, la confianza que los acreedores depositan en la fijación en el *Memorandum* de un valor nominal cierto y determinado para las acciones de la compañía, por lo que éstas no pueden emitirse con descuento. En el caso aparecía uno de los problemas que plantea la doctrina tradicional del capital, la imposibilidad de obtener financiación mediante la emisión de acciones cuando el precio de mercado es inferior al valor nominal de éstas. Véase, G. MORSE, *ob. cit.* pp. 185 y 186; L. GOWER, *ob. cit.*, p. 202; Joanna GREY, *Briefcase on Company Law*, Londres (1997), p. 94; Andrew McGEE, *Share Capital*, Londres-Edimburgo-Dublín (1999), p. 58; A. DIGNAM y J. LOWRY, *ob. cit.*, p. 114.

<sup>294</sup> G. MORSE, *ob. cit.* p. 192; L. GOWER, *ob. cit.* p. 377; J. GREY, *ob. cit.* p. 95; DIGNAM y J. LOWRY, *ob. cit.* p. 85.

<sup>295</sup> G. MORSE, *ob. cit.* pp. 173; S. W. MAYSON, D. FRENCH y C. L. RYAN, *ob. cit.*, p. 149.

emisión de acciones con descuento, en razón de la sobrevaloración del negocio aportado (*Re, Wragg Ltd*, [1897])<sup>296</sup>.

Como regla básica de organización financiera se establece que no se abonaría dividendo alguno a los socios, sino en razón de los beneficios generados en el curso de las operaciones de la compañía (epígrafe 73). Los administradores, con carácter previo a la distribución, quedaban facultados para detraer de los beneficios la cantidad que estimaran adecuada para la dotación de un fondo de reserva (epígrafe 74). Todas estas decisiones se adoptaban a la vista del balance del ejercicio, que debía someterse a la Junta anual (epígrafe 81). El balance debía ajustarse al formato que resultaba del modelo aprobado como anexo a la Ley, en el que se reseñaban separadamente el “*capital y las obligaciones*” y la “*propiedad y los activos*” de la compañía<sup>297</sup>. Aun cuando llegó a tomarse en consideración la medida, no se contempla todavía la publicidad del balance a través de la Oficina del Registro<sup>298</sup>. La jurisprudencia también afirmó la necesidad de existencia de beneficios distribuibles para proceder al reparto de dividendos. En base a la “doctrina del mantenimiento del capital” y de los “deberes fiduciarios” de los administradores, se llega a sancionar una obligación personal de restitución en caso de distribución irregular (*Re Exchange Banking Co, Flitcroft’s Case* [1882]; en el supuesto debatido los administradores habían permitido durante varios años el reparto de dividendos, a pesar de tener conocimiento de una serie de créditos que figuraban en el activo de la sociedad resultaban ser incobrables)<sup>299</sup>.

Finalmente, el tratamiento de dos aspectos clave de la teoría del capital va adoptar en el Reino Unido un enfoque distinto del que se generalizará en el Continente. En primer término, no se contempla la pérdida de una porción del capital como causa de disolución. El concepto que se toma como referencia es el de la “*incapacidad para atender al pago de sus obligaciones*” (Sección 79,4º), circunstancia que los tribunales podían apreciar discrecionalmente (Sección 80,4º). Las reglas sobre liquidación de sociedades desempeñan un papel singularmente relevante en el Derecho de sociedades británico. Una buena parte de las resoluciones judiciales sobre el estatuto del capital tienen su origen, precisamente, en reclamaciones formuladas por los liquidadores ante situaciones de desajuste patrimonial. En segundo lugar, será objeto de una regulación muy detallada el régimen de la reducción de capital. La Ley de 1862

---

<sup>296</sup> G. MORSE, *ob. cit.* pp. 190; S. W. MAYSON, D. FRENCH y C. L. RYAN, *ob. cit.* p.154; L. GOWER, *ob. cit.* p. 203; J. GREY, *ob. cit.* p. 97; Chris SHEPHERD, *150 Leading Cases. Company Law*, Londres (2001), pp. 157 a 159; DIGNAM y J. LOWRY, *ob. cit.* p. 115.

<sup>297</sup> No aparecen todavía reglas sobre la valoración de las partidas del balance, aunque se impone a los administradores el deber de formular unas cuentas “veraces” (epígrafe 78). Se exige una justificación adicional para la distribución de determinados gastos en varios ejercicios (epígrafe 80). A su vez, los auditores debían manifestar si, en su opinión, el balance reflejaba una imagen completa y correcta de la situación de la compañía (epígrafe 94).

<sup>298</sup> G. TODD, *ob. cit.* p. 68.

<sup>299</sup> G. MORSE, *ob. cit.* pp. 586 y 599; S. W. MAYSON, D. FRENCH y C. L. RYAN, *ob. cit.* p. 616; J. GREY, *ob. cit.* p. 96; A. DIGNAM y J. LOWRY, *ob. cit.* p. 117.

había condicionado la ampliación de capital a la existencia al respecto de una específica habilitación en los *Articles of Association* (sección 12). El modelo oficial de estatutos contemplaba expresamente esta posibilidad (epígrafes 26, 27 y 28). A su vez, cualquier aumento del capital Registrado (sección 34 CA 1862) o de la configuración de las acciones (secciones 28 y 29) debía hacerse constar en el Registro. Ninguna referencia se hacía, en cambio a la reducción de capital que, en este esquema, quedaba excluida.

El régimen de la reducción será objeto de regulación en la *Companies Act* de 1867, que modifica en algunos puntos la anterior de 1862. Como regla general, la reducción de capital acordada por la compañía no podía producir ningún efecto en tanto la resolución judicial que la autorizase no fuera inscrita en el Registro de Sociedades (sección 9 CA 1867). En el periodo de tiempo que media entre la adopción del acuerdo social y la resolución judicial la compañía debía añadir a su denominación las palabras “*and reduced*” (sección 10 CA 1867). La autorización tenía como presupuesto el pago o el consentimiento de la totalidad de los acreedores (sección 11 CA 1867), o bien la garantía de sus créditos en términos que el Tribunal considere adecuados (sección 14 CA 1867). La reducción debía ser publicada, además, en la forma que al efecto estableciera el Tribunal (sección 15,II CA 1867). Unos años después, otra modificación parcial, dispensó la aplicación de este régimen cuando la reducción del capital no implicara condonación de la obligación de desembolsar el capital o restitución de aportaciones (Sección 4 de la *Companies Act* de 1877). Tanto en sede de liquidación como de reducción de capital, no se toma como referencia la cifra formal de capital, sino un juicio acerca de la aptitud de la compañía para atender al pago de sus obligaciones.

### 3.3. La Ley de sociedades francesa de 1867: el sistema de las disposiciones normativas

#### 3.3.1. La consolidación de los criterios administrativos

Al igual que la *Companies Act* británica de 1862, la Ley francesa de 24 de julio de 1867 es el resultado final de un proceso de experimentación legislativa. Se trataba de la sexta reforma societaria en un periodo de once años, lo que da idea de las incertidumbres que acompañaron la formación del nuevo marco legal de las sociedades mercantiles<sup>300</sup>. La Ley de 1867 da paso al llamado

---

<sup>300</sup> En respuesta a los numerosos escándalos financieros se había promulgado en 1856 una Ley relativa a las sociedades comanditarias por acciones, que, a su vez, fue modificada en 1863. En 1857 se había regulado la actuación de las sociedades extranjeras en Francia. La Ley de 2 de julio de 1862 afectó a la negociación de las acciones al imponer determinadas obligaciones a los Agentes de Bolsa. Finalmente, una Ley de 23 de mayo de 1863 creó un nuevo tipo societario bajo el nombre de “sociedad de responsabilidad limitada”. Se trataba en realidad de una pequeña sociedad anónima, que no precisaba de autorización gubernativa, si bien se le imponían importantes limitaciones: el capital no podía exceder de 20 millones de francos y la vigésima parte del mismo debía quedar en manos de los administradores. La fórmula apenas tuvo aceptación, pero abrió el camino hacia el llamado “anonimato libre”. Al

sistema de las disposiciones normativas<sup>301</sup>. La sociedad anónima se libera de la tutela de la Administración (el artículo 21 de la Ley establece, a modo de declaración de principios, que “*en lo sucesivo las sociedades anónimas podrán formarse sin la autorización del gobierno*”)<sup>302</sup>. Correlativamente, queda sometida a un régimen de normas imperativas, en particular, en lo que se refiere a la constitución, al régimen del capital social y a los requisitos de publicidad<sup>303</sup>.

El contenido material de las reglas relativas al capital social no presenta novedades significativas<sup>304</sup>. En la mayor parte de los casos, la Ley se limita a atribuir rango legal a los criterios administrativos formados en el periodo precedente, o a incorporar disposiciones establecidas con anterioridad para las comanditarias por acciones<sup>305</sup>. El legislador francés presume que la opción por alguna de estas dos formas sociales responde a la necesidad de reunir un gran número de socios y un capital importante. En consecuencia el modelo que toma en consideración en orden a la constitución de la sociedad es el de la fundación sucesiva<sup>306</sup>. A la iniciativa de los promotores sigue un periodo de suscripción pública, que culmina con una primera asamblea general en la que se procede a la aprobación de los estatutos sociales y, en las sociedades anónimas, a la designación del consejo de administración<sup>307</sup>. En este proceso se incardinan una serie de medidas encaminadas a garantizar la realidad de las aportaciones y la efectiva integración del capital (comunes a la sociedad comanditaria por acciones y a la sociedad anónima, a las que se dedican, respectivamente, los Títulos I y II de la Ley).

De esta forma, se impone un valor nominal mínimo de 100 o 500 francos en las acciones, en razón de si el capital es o no superior a 200.000 francos (artículo 1,I). Las sociedades por acciones no quedan “*definitivamente constituidas*” sino tras la suscripción íntegra del capital social y el desembolso por cada accionista de, al menos, la cuarta parte del desembolso de las

---

respecto, véase: H. F. RIVIÈRE, *ob. cit.*, p. 1; G. RIPERT, *ob. cit.*, p. 215 y 216; J. HILAIRE, *ob. cit.*, pp. 226 a 229.

<sup>301</sup> J. GARRIGUES, *Curso...*, Tomo I, p. 411; J. RUBIO, *ob. cit.* p. 29; J. GIRON, *ob. cit.* p. 13.

<sup>302</sup> Las disposiciones del Código de 1807 no fueron derogadas en su totalidad. Se mantuvo expresamente la vigencia de los artículos 29, 30, 32, 33, 34 y 36 (artículo 21 de la Ley de 1867).

<sup>303</sup> Todas las referencias que a continuación se hacen a la redacción original de Ley de 1867 proceden del texto incorporado a la obra de H. F. RIVIÈRE, que sigue la técnica del comentario individualizado a cada uno de los artículos de la misma.

<sup>304</sup> J. HILAIRE, *ob. cit.* p. 229.

<sup>305</sup> J. ESCARA, E. ESCARA y J. RAULT, *ob. cit.*, Tomo I, p. 14.

<sup>306</sup> No obstante, la fundación simultánea -o instantánea- no llegó a ser desconocida en la práctica: E. E. THALLER, *ob. cit.*, pp. 271, 272, 362 y 363; RIPERT, *ob. cit.*, pp. 243 y 244.

<sup>307</sup> También debía proceder a la designación del consejo de vigilancia, en las sociedades comanditarias por acciones, y a los comisarios de cuentas en las anónimas: artículos 1, 4, 5, 21, 24 y 25 de la Ley de 1867.

acciones que hubiera suscrito (artículo 1,II, que reproduce con carácter general una exigencia ya recogida para las comanditarias por acciones en la Ley de 1856)<sup>308</sup>. Los administradores debían hacer constar en acta notarial los extremos relativos a la suscripción y el desembolso (artículo 1,III). Se prohíbe expresamente la negociación de las acciones con anterioridad a la realización del desembolso de la cuarta parte de su valor (artículo 2). La incorporación de las acciones a títulos al portador se subordina al desembolso de la mitad del nominal (artículo 3,I, que flexibiliza el criterio de la Ley de 1856, que había exigido la liberación de la totalidad)<sup>309</sup>. Además, en caso de que transmitieran las acciones antes de haberse realizado el desembolso en esta proporción, cedente y cesionario quedaban responsables del mismo durante un plazo de dos años (artículo 3,II). Las aportaciones que no consistieran en numerario debían ser objeto de valoración por la primera asamblea general (artículo 4,I), sin que la sociedad quedara “*definitivamente constituida*” hasta la aprobación de las mismas (artículo 4,II). La infracción de las reglas anteriores determinaba la nulidad de la sociedad (artículos 7 y 41).

A diferencia del Reino Unido, las sociedades francesas sujetas a la Ley de 1867 responden a una organización establecida en consideración a un “capital fijo” determinado en los estatutos<sup>310</sup>. Sin embargo, el principio básico del sistema solo aparece formulado de forma indirecta en la Ley. Por una parte, el régimen general de las sociedades por acciones se contrapone al estatuto particular de las llamadas “*sociedades de capital variable*”<sup>311</sup>. Por otro lado, las reglas relativas a la publicidad de las sociedades se proyectan sobre el capital establecido en el acto fundacional con vocación de estabilidad y permanencia. A tal efecto, la Ley contemplaba dos mecanismos complementarios de

---

<sup>308</sup> H. F. RIVIÈRE, *ob. cit.*, p. 37.

<sup>309</sup> H. F. RIVIÈRE, *ob. cit.*, p. 46.

<sup>310</sup> H. F. RIVIÈRE, *ob. cit.*, pp. 337 y 338; RIPERT, *ob. cit.*, pp. 571 y 572.

<sup>311</sup> La Ley dedicaba su Título III a las “*sociedades de capital variable*”, aunque no se trataba estrictamente de una modalidad societaria, sino de la posibilidad de incorporar una cláusula de variabilidad del capital a los Estatutos de cualquier forma de sociedad (H. F. RIVIÈRE, *ob. cit.* pp. 338 y 341; G. RIPERT, *ob. cit.*, p. 572). La finalidad de esta previsión era hacer posible la existencia de sociedades de estructura cooperativa o mutual. Por este motivo durante la tramitación parlamentaria de la Ley se había propuesto como denominación alternativa la de “*sociedades de cooperación*” (H. F. RIVIÈRE, *ob. cit.* pp. 12 y 340; E. E. THALLER, *ob. cit.*, p. 400). Se trata, por tanto, de un esquema adecuado para empresas en las que reviste mayor importancia la aportación de trabajo que la de capital, y en las que el principio rector no es el de la integración de un fondo de explotación de grandes dimensiones, sino el de la libre adhesión y pérdida de la condición de socio, al margen del mercado y a través de una negociación directa con la propia sociedad. La extraordinaria flexibilidad en cuanto a la restitución de las aportaciones (que podían llevarse a cabo en tanto el capital no quedara reducido a una cuantía inferior a la décima parte de la cifra fijada en los Estatutos: artículo 51) tenía, de nuevo, como contrapartida la limitación de los mecanismos de financiación. Estas sociedades no podían dotarse de un capital inicial superior a 200.000 francos (artículo 49), que debía estar representado por acciones o resguardos nominativos, únicamente negociables por vía de transferencia en los registros de la sociedad (artículo 50, I y II). Además, los Estatutos podían conferir, bien a la Asamblea, bien al Consejo de Administración, la facultad de oponerse a la transmisión de las acciones (artículo 50,III).

publicidad<sup>312</sup>. Los administradores debían depositar en la secretaría del Juzgado de paz y en la del Tribunal de Comercio correspondiente al domicilio social un duplicado del documento en el que se hubiera hecho constar la constitución y una copia del acta notarial relativa a la suscripción y el desembolso de las acciones (artículo 55,I y II). Las sociedades anónimas también debían acompañar la relación de suscriptores (artículo 55,III). Los documentos depositados podían ser examinados por cualquier persona (artículo 63).

Con independencia de lo anterior, un extracto de la documentación relativa a la constitución debía publicarse en un diario habilitado para la publicación de anuncios legales (artículo 56,I). El anuncio debía indicar el “importe del capital social”, así como el de los fondos aportados o comprometidos por los socios (artículo 57). Las sociedades anónimas debían detallar además la parte de capital desembolsado en numerario o con otro tipo de aportaciones (artículo 58,II). Al igual que sucede con las normas sustantivas relativas a la suscripción y el desembolso, la omisión de las formalidades relativas a la publicidad se sanciona con “pena de nulidad” (artículo 56,III, primer inciso), si bien, esta causa de nulidad no podía ser invocada frente a terceros por los socios (artículo 56,III, segundo inciso).

### 3.3.2. El mantenimiento y la pérdida del capital

En lo que se refiere al mantenimiento del capital, se recoge la ya conocida obligación de dotar un fondo de reserva. Las sociedades anónimas debían detraer anualmente, al menos, una vigésima parte de “*los beneficios netos*” en tanto el fondo no hubiera alcanzado la décima parte del capital social (artículo 36). La previsión que al respecto pudiera realizarse en el acto fundacional quedaba sujeta a un requisito específico de publicidad. El anuncio que diera cuenta de la constitución debía indicar la concreta porción de los beneficios que se destinarían a la constitución del fondo de reserva (artículo 58,II). A partir de estas disposiciones y de las reglas relativas a la formación del balance y la cuenta de pérdidas y ganancias<sup>313</sup>, la doctrina estará en condiciones de diferenciar dentro del “beneficio neto” el concepto más restringido de “beneficio repartible”.

Los preceptos legales que acabamos de reseñar tienen un significado institucional que se proyecta más allá de su finalidad inmediata, cual es la dotación de una reserva destinada a absorber unas eventuales pérdidas futuras. En ellos aparece implícita la idea de que no todo el “beneficio neto” es

---

<sup>312</sup> E. E. THALLER, *ob. cit.*, p. 208; J. ESCARA, E. ESCARA y J. RAULT, *ob. cit.*, Tomo I., p. 16; G. RIPERT, *ob. cit.*, pp. 292 y 293.

<sup>313</sup> La Ley de 1867 contemplaba la preparación, cada seis meses, de “un estado sumario de su situación activa y pasiva” (artículo 34,I), así como la formación, cada año, de un inventario, un balance y una cuenta de pérdidas y ganancias (artículo 34,II). Estos documentos debían ser sometidos a la Asamblea (artículos 34,IV y 35), junto con un informe preceptivo de los Comisarios de cuentas (artículo 32,I). La ausencia de este informe determina la nulidad del acuerdo de aprobación de las cuentas y del balance (artículo 32,II).

susceptible de reparto entre los accionistas. De esta forma, si la sociedad había incurrido previamente en pérdidas, no había duda del destino de los beneficios obtenidos con posterioridad, que debían aplicarse a la reintegración del capital y del fondo de reserva<sup>314</sup>. Por el contrario, si una vez cerrado el ejercicio los beneficios obtenidos por la compañía permitían dar cumplimiento a las exigencias legales, la atribución de un dividendo a los accionistas debía considerarse como una operación perfectamente regular. Es decir, que los socios no quedarían obligados a su restitución aun cuando en el futuro las pérdidas llegaran a consumir el fondo de reserva o el propio capital social. En estos términos sintetizaba el sistema legal uno de los comentaristas de la época: “...por otra parte, la adquisición del dividendo se realiza al margen de cualquier requisito de publicidad. Los beneficios no forman parte del capital. La garantía de las deudas de la sociedad está constituida únicamente por el capital; los beneficios son esencialmente disponibles. La sociedad realiza una liquidación anual precisamente con la finalidad de determinar la cuantía de los mismos, y el valor patrimonial que representan las ganancias corresponde a los socios, quienes lo adquieren de forma irrevocable si aquéllas llegan a ser distribuidas...”<sup>315</sup>.

Llama la atención la ausencia en la Ley de 1867 de cualquier tipo de previsión en relación a las alteraciones de la cifra de capital. No hay más referencia que la que de forma sucinta se realiza a la “*modificación de estatutos*” en el seno de la “*asamblea general extraordinaria*” (artículo 31)<sup>316</sup>. No suscitó demasiadas dificultades la admisión del aumento de capital, con sujeción a los mismos requisitos de integración de las aportaciones y publicidad establecidos en sede de constitución. La reducción, por el contrario, planteaba una más que comprensible reticencia. No se podía ignorar el hecho de que, si se reconocía a los accionistas la facultad de retirar libremente sus aportaciones, todo el sistema de garantías de la Ley desaparecía<sup>317</sup>. Finalmente prevaleció la opinión favorable a la admisión de la reducción de capital<sup>318</sup>. No obstante, se

---

<sup>314</sup> H. F. RIVIÈRE, *ob. cit.* p. 283.

<sup>315</sup> E. E. THALLER, *ob. cit.*, p. 217. El texto reseñado data de 1903 y apunta dos ideas que merecen una atención especial. En primer lugar, la correlación que establece entre la existencia de un patrimonio vinculado (capital y fondo de reserva) y los requisitos de publicidad. En segundo término, la constatación de que la determinación del beneficio sólo puede resultar de un estado contable referido a un ejercicio ya cerrado.

<sup>316</sup> La Ley de 1867 dedica unos pocos preceptos a la regulación de la Asamblea General (artículos 27 a 31). Aun cuando con criterios actuales pueda parecer una regulación insuficiente, no dejó de representar un avance considerable si se compara con la ausencia de cualquier referencia a una junta o asamblea de accionistas en el Código de 1807. La afirmación del principio mayoritario (“*En todas las asambleas generales los acuerdos se adoptan por mayoría de votos*”: artículo 28,1) constituye un hito en la evolución del Derecho de sociedades. Sin embargo, en un primer momento no queda definido con claridad el ámbito del poder atribuido a la mayoría. En el comentario de H. F. RIVIÈRE, aparecido tan sólo un año después de la promulgación de Ley, se mantiene que las modificaciones estatutarias a las que se refiere el artículo 31 no pueden incluir la alteración las “*condiciones constitutivas de la sociedad*”, *ob. cit.* p. 271.

<sup>317</sup> H. F. RIVIÈRE, *ob. cit.*, p. 349.

<sup>318</sup> E. E. THALLER, *ob. cit.*, p. 366.

entendía que el acuerdo de la asamblea no podía perjudicar a los acreedores<sup>319</sup>. Éstos quedaban facultados para exigir la revocación del acuerdo, lo que conducía a la restitución de las sumas indebidamente reembolsadas a los accionistas o a la ineficacia de la condonación de dividendos pasivos<sup>320</sup>. La jurisprudencia adoptó un criterio más restrictivo al exigir, como presupuesto de la revocación del acuerdo, la prueba de la existencia de un perjuicio efectivo para los acreedores<sup>321</sup>.

En relación a la pérdida del capital, frente a la disolución obligatoria que había configurado la jurisprudencia administrativa anterior, la Ley va a optar por un régimen de “disolución facultativa”<sup>322</sup>. Se contempla como causa de disolución la pérdida de las tres cuartas partes del capital social (artículo 37,I, primer inciso). En tal circunstancia, los administradores quedaban obligados a convocar una asamblea con el fin de deliberar acerca de la disolución o la continuidad de la sociedad (artículo 37,I, segundo inciso). La decisión de la sociedad debía hacerse pública (artículo 37,II). Esta genérica declaración se entendía referida al depósito y la publicación en los términos previstos con carácter general para otros actos sociales (el artículo 61 incluía expresamente la “continuación de la sociedad” y la “disolución” entre los que quedan sujetos “a las formalidades” y “a las sanciones” previstas en los artículos 55 y 56)<sup>323</sup>.

La decisión de la junta tenía carácter discrecional. Si se pronunciaba por la continuidad, los accionistas disidentes no podían reclamar la disolución<sup>324</sup>. Sólo en defecto de convocatoria o de válida constitución de la asamblea “*cualquier interesado*” quedaba facultado para solicitar la disolución ante los Tribunales (artículo 37,III). En este caso, el órgano jurisdiccional sustituía a la Asamblea, y debía valorar, en los mismos términos que lo hubiera hecho ésta, si a pesar de la pérdida sufrida la sociedad se encontraba en condiciones de continuar con su actividad o si, por el contrario, no existía alternativa a la liquidación<sup>325</sup>. El sistema descansa, en definitiva, en la publicidad. La continuidad de la empresa queda en manos de los accionistas, pero se les impone la carga de dar a conocer que el capital que había quedado establecido en el acto fundacional ha dejado de constituir una garantía efectiva.

### 3.3.3. Conclusión: la aparición del concepto moderno de capital social

---

<sup>319</sup> G. RIPERT, *ob. cit.*, p. 544.

<sup>320</sup> E. E. THALLER, *ob. cit.*, p. 217; Antonio PÉREZ DE LA CRUZ BLANCO, *La reducción de capital en sociedades anónimas y de responsabilidad limitada*, Bolonia (1972), p. 167

<sup>321</sup> A. PÉREZ DE LA CRUZ, *ob. cit.*, p. 168.

<sup>322</sup> H. F. RIVIÈRE, *ob. cit.*, p. 286; J. MACHADO, *ob. cit.*, p. 52.

<sup>323</sup> H. F. RIVIÈRE, *ob. cit.*, p. 287.

<sup>324</sup> G. RIPERT, *ob. cit.*, p. 553.

<sup>325</sup> H. F. RIVIÈRE, *ob. cit.*, p. 289; J. MACHADO, *ob. cit.*, pp. 53 y 54.

No cabe duda de que en la *Companies Act* de 1862 y en la Ley francesa de 1867 aparecen ya, con un importante grado de desarrollo, los elementos esenciales que integran la noción moderna del capital social. Aun con matices propios, en ambos casos se asume como principio fundamental la idea de que una porción del patrimonio social tiene carácter indisponible para los accionistas (o dicho de otra forma, que el concepto puramente “económico” o “contable” del capital social ha dado paso ya a la categoría jurídica)<sup>326</sup>. A partir de aquí, es posible identificar una serie de aspectos que se presentan como un desarrollo del principio fundamental: la equivalencia entre el valor atribuido a las aportaciones de los socios y la cifra de retención establecida en interés de los acreedores; la limitación de las cantidades susceptibles de reparto entre los accionistas al beneficio del ejercicio; la existencia de normas encaminadas a asegurar la efectividad de las aportaciones; la sujeción a un régimen de publicidad; y, finalmente –en la Ley francesa- la obligación de adoptar una serie de medidas cuando las pérdidas han consumido el capital inicial, dejando vacío de contenido el sistema de garantías establecido en la Ley.

El esquema que acabamos de describir se difundió rápidamente en la Europa continental. Con anterioridad a la Ley francesa de 1867 sólo se había admitido la libre constitución de compañías por acciones en Inglaterra (desde 1844) y, con matices, en España (en el periodo que media entre 1829 y 1848). A partir de este momento, la creación de sociedades anónimas sin necesidad de autorización gubernativa pasa a ser un principio indiscutido de política legislativa. La libertad de constitución fue proclamada definitivamente en España en 1869, en Alemania en 1870, en Bélgica en 1873 y en Italia en 1882<sup>327</sup>. La sociedad anónima deviene una figura que se desenvuelve íntegramente en el terreno del Derecho privado, si bien, mediante un sistema de normas imperativas a través del que se trata de conciliar la protección de terceros con el acceso generalizado a una forma societaria que permite el desarrollo de una actividad empresarial con el beneficio de la limitación de la responsabilidad. El estatuto del capital y la publicidad definen el modelo teórico de la sociedad anónima. La evolución legislativa y doctrinal posterior sólo tendrán por objeto su perfeccionamiento.

## 3.4. El Código italiano de 1882

### 3.4.1. El desarrollo del modelo

El Código de Comercio italiano que lleva fecha de 31 de octubre de 1882 refleja ya la progresiva complejidad que va adoptando el modelo legal de la sociedad

---

<sup>326</sup> Véase, *infra*, pp. 13 y 14.

<sup>327</sup> G. RIPERT, *ob. cit.*, p. 217.

anónima<sup>328</sup>. En relación al estatuto del capital, aparecen algunas disposiciones de interés, en particular las que se refieren a la publicidad, la adquisición de acciones propias y el balance<sup>329</sup>. La sociedad anónima se define como *aquella “...en la cual las obligaciones sociales están garantizadas sólo limitadamente a un determinado capital y cada socio no está obligado más que por su cuota y su acción”* (artículo 79-3º). El acto constitutivo o los estatutos de la sociedad deben determinar *“el monto del capital suscrito y del capital desembolsado”* (artículo 89,3º), *“el valor de los créditos y otros bienes aportados”* (artículo 89,5º), y *“las normas con las cuales deben ser formados los balances y las utilidades calculadas y repartidas”* (artículo 85,6º).

Las reglas sustantivas sobre la integración del capital y las aportaciones responden al esquema habitual en las legislaciones de la época. Tanto en la fundación por convenio (artículo 128), como en la constitución *“por suscripción pública”* (artículo 129) el capital debía quedar suscrito en su totalidad (artículo 131,I, primer inciso). En caso de aportaciones dinerarias debía quedar además, desembolsado, al menos, en las tres décimas partes del nominal correspondiente a las acciones de cada suscriptor (artículo 131,I, segundo inciso). El desembolso de las aportaciones en numerario debía realizarse *“en la Caja de depósitos y préstamos o en un instituto de emisión legalmente constituido”* (artículo 133.1). De este depósito sólo podían disponer los administradores, una vez inscrita la sociedad, o los suscriptores, si se acreditaba la no inscripción (artículo 133.2). No cabía emitir nuevas acciones mientras las anteriores no estuvieran íntegramente desembolsadas (artículo 131,II), y se prohibía expresamente la emisión por una suma inferior a la de su valor nominal (artículo 131,III).

El acto fundacional de las sociedades anónimas quedaba sujeto a diversos requisitos de publicidad. El notario que hubiera intervenido en la constitución de una sociedad mercantil quedaba responsable de su depósito en la secretaría del tribunal civil en cuya jurisdicción se hubiera establecido la sede de la sociedad (artículo 94). El acto constitutivo de las sociedades anónimas y comanditarias por acciones debían ser publicados, además, *“...por extenso y con los documentos anexos, en el Boletín Oficial de las sociedades por acciones”*. La reglas y condiciones de la publicación se remitían a un futuro desarrollo reglamentario (artículo 95). En caso de fundación sucesiva, la conclusión del periodo de suscripción y el término fijado por los administradores para realizar el desembolso debía anunciarse en la Gaceta Oficial del Reino y en el diario de anuncios judiciales del lugar del domicilio social (artículo 132). Con independencia de lo anterior, *“en todo contrato estipulado en nombre de la sociedad y en toda acta, carta, publicación o anuncio”* que se refiriera a la misma era preciso identificar la especie y la sede de la sociedad. Si se trataba de una sociedad anónima o comanditaria por acciones también era preciso

---

<sup>328</sup> Sobre los antecedentes y el contexto en que se elabora el Código, G. A. FERRARINI, *ob. cit.*, pp. 204 a 206, y F. ALVAREZ DEL MANZANO, *ob. cit.* pp. 793 a 796.

<sup>329</sup> Las referencias a los artículos del Código proceden de la edición a cargo de Iolanda PEPE, *Codice Civile (1865) – Codice di Commercio (1882) del regno d'Italia*, Nápoles (2008). Puede consultarse una traducción al español en el comentario dirigido por León BOLAFFIO, Alfredo ROCCO y César VIVANTE, *Derecho Comercial*, Buenos Aires (1950), Tomo 6, Volumen I [// *Codice di Commercio Commentato*, Torino, 1935]

reflejar en todos estos actos “*el capital social...según la suma efectivamente desembolsada y como resulta existente del último balance aprobado*” (artículo 104). A la vista de este precepto se entendía que la referencia al capital “existente” llevaba aparejada la obligación de indicar las pérdidas en tanto no se hubiera procedido a la reducción del capital<sup>330</sup>.

El Código asume el carácter irrevocable de las aportaciones. La protección de los acreedores en caso de reducción de capital se articulaba a través de la publicación de “...*la declaración o deliberación de la sociedad...en el Diario de los anuncios judiciales, con la expresa advertencia de que cualquiera que tenga interés en ello puede hacer oposición*” en un plazo de tres meses. La reducción no podía ejecutarse en tanto no transcurriera dicho plazo. Si se formulaba oposición, también quedaba en suspenso la reducción de capital en tanto no fuera retirada o rechazada por sentencia firme (artículo 101). El precepto era susceptible de interpretaciones contradictorias. La atribución de la facultad de formular oposición a cualquier interesado podía entenderse en un sentido amplio, en el que quedaría incluido cualquier acreedor, e incluso los socios<sup>331</sup>, o limitado a aquellos acreedores que acreditaran la menor seguridad del patrimonio social para la satisfacción de sus créditos<sup>332</sup>. También se discutía si la oposición procedía en todo supuesto de reducción de capital o si, por el contrario, debían quedar excluidos los supuestos de reducción por pérdidas<sup>333</sup>. La Ley de 23 de mayo de 1933 limitó el ejercicio de esta facultad a los acreedores de la sociedad y únicamente en el caso de que la reducción se llevara a cabo mediante restitución total o parcial de las aportaciones o bien mediante la liberación de la obligación de realizar ulteriores desembolsos.

### 3.4.2. La función del balance

La detallada regulación del balance representaba un avance sustancial frente al inventario exigido al empresario individual, que no tenía otra finalidad que la puramente instrumental, como mecanismo de comprobación<sup>334</sup>. En el ámbito

---

<sup>330</sup> Alfredo DE GREGORIO, en L. BOLAFFIO, A. ROCCO y C. VIVANTE, *ob. cit.*, pp. 244 y 245, quien destaca, no obstante, que faltaba una observancia rigurosa de la norma, especialmente en el caso de pequeñas pérdidas.

<sup>331</sup> Ulisse MANARA, *Della società e delle associazioni commerciali*, Volumen II, Sección 3ª, Turín (1905), pp. 133 y 147.

<sup>332</sup> A. DE GREGORIO, *ob. cit.*, pp. 229 y 230. En todo caso, el precepto se refería al concepto técnico-jurídico de reducción de capital y no a otros supuestos que pudieran conducir a la disminución del patrimonio social, como el reparto de una reserva facultativa o de la prima de emisión.

<sup>333</sup> A. PÉREZ DE LA CRUZ, *ob. cit.*, p. 171.

<sup>334</sup> A. DE GREGORIO, *ob. cit.*, pp. 70 y 71, que recoge una doctrina muy elaborada. Véase al respecto Alfredo DE GREGORIO, *I bilanci delle società anonime*, Milán (1909), y también *Il significato delle parole inventario e bilancio nel Codice de Commercio*, RDC (1911); Gino ZAPPA, *Le valutazioni di bilancio, con particolare riguardo ai bilanci delle società per azioni*, Milán (1910) y *Bilanci di imprese commerciali. Note e commenti*, Milán (1923); Pietro ONIDA, *Il bilancio delle aziende commerciali. La determinazione del capitale nel bilancio*, Milán (1935).

de la sociedad anónima, por el contrario, pasa a desempeñar funciones de índole sustantiva. En primer término, era el cauce a través del cual se hacía efectiva la rendición de cuentas a los accionistas. Los administradores debían presentar a los síndicos, con un mes de antelación al día fijado para la asamblea, *“el balance del ejercicio anterior con los documentos justificativos”* (artículo 176,I, primer inciso). Los síndicos debían presentar sus *“observaciones y propuestas”* (artículo 178)<sup>335</sup>, que, junto a una copia del balance debían ser depositados, a disposición de los socios, *“durante los quince días anteriores a la celebración de la asamblea general, y hasta que sea aprobado”* (artículo 179). En segundo lugar, la formación del balance anual, constituía una cautela necesaria en relación a la integridad del capital. En el balance se debía hacer constar, *“separadamente”, “1º El capital social realmente existente; 2º La suma de los desembolsos efectuados y de aquellos retrasados”* (artículo 176,I, segundo inciso). A su vez, el balance debía mostrar *“con evidencia y verdad las utilidades realmente conseguidas y las pérdidas sufridas”* (artículo 176,II)<sup>336</sup>. A partir de aquí se establece la regla básica, con arreglo a la cual *“no pueden ser pagados los dividendos a los socios sino por utilidades realmente conseguidas según el balance aprobado”* (artículo 181,I)<sup>337</sup>. Finalmente, también constituía un instrumento de información de terceros. Una vez aprobado debía quedar depositado en la secretaría del tribunal de comercio, ser objeto de anotación en el Registro de sociedades y publicado en el Boletín Oficial de las sociedades por acciones (artículo 180).

### 3.4.3. El mantenimiento del capital: la regulación de la autocartera

La disciplina sobre el mantenimiento del capital se completa con el tratamiento de la adquisición por la sociedad de sus propias acciones. El punto de partida era una norma prohibitiva, según la cual, *“los administradores no pueden adquirir las acciones de la sociedad por cuenta de ésta”* (artículo 144, primer inciso). La dispensa quedaba subordinada a un triple requisito: *“...que la adquisición sea autorizada por la asamblea general, y siempre que se haga con sumas tomadas de las utilidades regularmente comprobadas y las acciones sean enteramente liberadas...”* (artículo 144, segundo inciso). La intervención de la asamblea se explicaba en razón de ser éste el órgano social llamado a

---

<sup>335</sup> El establecimiento de un órgano de verificación contable, según el modelo inglés, se consideraba como una de las piezas básicas que justificaban la supresión del régimen de supervisión administrativa, G. A. FERRARINI, *ob. cit.*, p. 205, con cita de Paolo Emilio BENZA, *I sindaci della società per azioni, cenni storici e comparativi* (1883).

<sup>336</sup> Las reglas anteriores implicaban que la partida del capital social en el pasivo no debía ser objeto de modificación en tanto no fuera aumentado o reducido, con arreglo a los procedimientos legalmente establecidos. Las utilidades o las pérdidas no podían ser acreditadas o adeudadas en la cuenta del capital social como sucedía con frecuencia en la contabilidad de los empresarios individuales, A. DE GREGORIO, *ob. cit.*, p. 74.

<sup>337</sup> También debía detraerse anualmente al menos una vigésima parte de las *“utilidades netas”* con la finalidad de constituir un fondo de reserva, *“hasta que éste haya alcanzado al menos un quinto del capital”* (artículo 182).

decidir sobre el destino de las utilidades<sup>338</sup>. Mayor dificultad entrañaba la exigencia de que los fondos para la adquisición procedieran de “*utilidades regularmente comprobadas*”. En principio sólo podían tener esta consideración las que resultaran de un balance regularmente aprobado<sup>339</sup>. En todo caso, no podía dedicarse a la adquisición de acciones propias una porción del patrimonio social superior a la que hubiera podido distribuirse en concepto de dividendo. Además, en el régimen legal estaría implícita la idea de que las acciones así adquiridas no podían integrar los activos de la compañía que debían servir de cobertura al capital social. De esta forma, si la adquisición de acciones propias no iba acompañada de la reducción de capital, la efectividad de aquella hacía preciso dotar en el pasivo del balance un fondo equivalente al valor nominal de las acciones adquiridas<sup>340</sup>. El sistema se completaba con la previsión de que “*en ningún caso*” podrían los administradores “*conceder sobre dichas acciones ningún anticipo*” (artículo 144, inciso final). Tal previsión no se entendía referida a un eventual pago a cuenta de los dividendos o la cuota de liquidación, sino a la prohibición de dar créditos a los socios con la garantía de las propias acciones<sup>341</sup>.

#### 3.4.4. La pérdida del capital

La “*perdida total del capital*” constituía una causa de disolución común a todas las sociedades mercantiles. En relación a las sociedades anónimas y comanditarias por acciones se contempla, específicamente, “*la pérdida parcial...si los socios no acuerdan reintegrarlo o reducirlo*” (artículo 189,5º). La pérdida de un tercio del capital obligaba a los administradores a convocar a los socios con el fin de determinar si deseaban “*reintegrar el capital o limitarlo a la suma remanente o disolver la sociedad*” (artículo 146,I). Estas medidas tenían carácter potestativo para la sociedad<sup>342</sup>. En cambio, si la pérdida alcanzaba las dos terceras partes del capital, la disolución tenía lugar “*de derecho si los socios reunidos en asamblea no acuerdan reintegrarlo o limitarlo a la suma remanente*” (artículo 146,II). Según la opinión común, la disolución se producía de forma automática y cualquier accionista podía solicitar del juez la declaración de la disolución no realizada por la junta<sup>343</sup>. La norma legal no aludía a la forma en que debían ponerse de manifiesto las pérdidas,

---

<sup>338</sup> A. DE GREGORIO, *ob. cit.*, p. 438, estimaba que, salvo previsión en contrario de los Estatutos, era necesaria una autorización específica de la asamblea, a la vista del balance anual, y con cuantificación del fondo de reserva que quedaba a disposición del consejo para la adquisición de las acciones. Por el contrario, Cesare VIVANTE, *Trattato di Diritto commerciale*, Milán (1907-1909), Vol. II, p. 596, entendía que era posible una autorización genérica.

<sup>339</sup> A. DE GREGORIO, *ob. cit.*, pp. 439 y 440.

<sup>340</sup> A. DE GREGORIO, *ob. cit.*, pp. 441 y 444.

<sup>341</sup> A. DE GREGORIO, *ob. cit.*, pp. 457 y 458. De hecho, puede considerarse un antecedente de la prohibición de asistencia financiera para la adquisición de las propias acciones que establecerán, de forma detallada, las leyes británicas de 1929 y 1948.

<sup>342</sup> J. MACHADO, *ob. cit.*, p. 62.

<sup>343</sup> C. VIVANTE, *ob. cit.*, p. 331,

discutiéndose si éstas debían resultar o no de un balance<sup>344</sup>. La pérdida del capital implicaba la exclusión de la compañía del tráfico mercantil. Los administradores no podían realizar nuevas operaciones, respondiendo personal y solidariamente de los negocios emprendidos (artículo 192).

### 3.5. La sociedad anónima en España: del Código de 1829 al de 1885

#### 3.5.1. El Código de Comercio de 1829

El primer Código de Comercio español -promulgado en 30 de mayo de 1829- fue el resultado de la sanción real del proyecto elaborado el año anterior por el jurista gaditano Pedro Sainz de Andino<sup>345</sup>. Al igual que el Código francés de 1807, distingue tres especies de “*compañías de comercio*”: la “*regular colectiva*” (artículo 265-1º), la “*compañía en comandita*” (artículo 265-2º), y “*la que lleva el nombre de anónima*”, que se caracteriza por la creación de “*un fondo por acciones determinadas para girarlo sobre uno o muchos objetos que den nombre a la empresa social*” (artículo 265-3º)<sup>346</sup>. La compañía colectiva debía “*girar bajo el nombre de todos o alguno de los socios*” (artículo 266). Por el contrario, “*las compañías anónimas no tienen razón social, ni se designan por el nombre de sus socios, sino por el objeto u objetos para que se hubieren formado*” (artículo 276)<sup>347</sup>.

El Código español de 1829 reserva el término “capital” para hacer referencia, genéricamente, a las aportaciones de los socios en cualquier tipo de “compañía de comercio” (artículos 286,III, 300, 301, 302, 303, 326,4º, 329,2º, 348 y 349). Se trata, por tanto, de un concepto más evolucionado que el correlativo del Código francés, puesto que ya no se identifica con la totalidad del patrimonio social. A este último se refiere el Código español con una terminología

---

<sup>344</sup> En opinión de A. DE GREGORIO, *ob. cit.*, pp. 467, a pesar del silencio de la Ley, de no concurrir circunstancias extraordinarias que hicieran posible una valoración inmediata por los administradores del deterioro patrimonial, las pérdidas sólo podían resultar de un balance regularmente aprobado. En contra, C. VIVANTE, *ob. cit.*, p. 332.

<sup>345</sup> F. ALVAREZ DEL MANZANO, *ob. cit.* pp. 659 a 664; Jesús RUBIO, *Sainz de Andino y la Codificación Mercantil*, Madrid, 1950, pp. 46 a 50; Alfonso GARCÍA GALLO, *Manual de Historia del Derecho Español*, Madrid (1979), p. 484; Luis Antonio VELASCO SAN PEDRO, presentación del *Código de Comercio de 1829*, Valladolid (2004), pp. 3 y 4.

<sup>346</sup> Las referencias al articulado del Código de 1829 proceden de la edición preparada por el profesor VELASCO SAN PEDRO a que se hace referencia en la nota anterior.

<sup>347</sup> “*Las acciones de los socios*” en las compañías anónimas podían “*representarse para la circulación en el comercio por cédulas de crédito reconocido*” (artículo 280). En el caso de que éstas no se hubieran emitido, “*la propiedad*” de las acciones debía resultar de “*su inscripción en los libros de la compañía*” (artículo 282). Dado que también se contemplaba la posible división en acciones del “*capital de las compañías en comandita*” (artículo 275), el Código se refiere en ocasiones a ambas formas sociales como compañías “*constituidas*” o “*establecidas por acciones*” (artículos 298 y 310,II).

diferenciada y muy variada, pues se habla tanto de *“masa social”* (artículos 279, 296, 327 y 347), *“masa común”* (artículo 300), de los *“fondos”* de la compañía (artículo 312), del *“acervo común”* (artículo 317), el *“caudal común”* (artículo 339), e, incluso el *“caudal social”* (artículo 351). En particular, en relación a la sociedad anónima, aparece una interesante disposición que distingue en la *“masa social”* entre el *“fondo de capital”* y *“los beneficios acumulados a él”* (artículo 279, primer inciso)<sup>348</sup>. La distinción se formula con ocasión de la determinación del régimen de responsabilidad por las deudas sociales. Tras establecer que en *“la compañía anónima”* la responsabilidad de los socios no alcanzaba *“sino hasta la cantidad del interés que tengan en ella”* (artículo 278), el Código matiza que la masa social *“es solamente responsable en las compañías anónimas de las obligaciones contraídas en su manejo y administración por persona legítima y bajo la forma prescrita en sus reglamentos”* (artículo 279, segundo inciso).

Muy poco se dice sobre el estatuto del fondo de capital, si bien el concepto moderno apunta en algunas disposiciones aisladas. En primer lugar, las que exigían el íntegro desembolso de las acciones (artículo 281: *“estas cédulas no podrán emitirse por valores prometidos, sino por los que se hayan hecho efectivos en la caja social antes de su emisión...”*); el mismo principio aplicaba a un supuesto particular el artículo 302: *“entregando un socio a la compañía algunos créditos en descargo del capital que debiese poner en ella, no se le abonarán en cuenta hasta que se hayan cobrado...”*<sup>349</sup>. El Código contemplaba, como causa de disolución común a todas las compañías de comercio, *“la pérdida entera del capital”* (artículo 329,2º). No se trata de una previsión relativa a la organización financiera de las sociedades, sino de una regla que enlaza con el principio general de Derecho común que excluye la subsistencia del contrato cuando desaparece su objeto<sup>350</sup>. En cambio, la comparación entre los preceptos que se refieren a la distribución de las ganancias y a la liquidación de las compañías refleja, siquiera en forma embrionaria, la idea del carácter irrevocable de las aportaciones realizadas a título de capital.

Durante la vida de la sociedad los socios podían disponer libremente de las ganancias (artículo 318) y, eventualmente, de las cantidades que en las sociedades colectivas o en comandita se hubiese reservado cada uno de ellos para sus gastos particulares (artículo 317, segundo inciso). Fuera de estos supuestos, *“ningún socio puede segregar ni distraer del acervo común.....”* (artículo 317, primer inciso). Sólo cuando hubiera concluido el proceso de liquidación, una vez *“extinguidos todos los créditos pasivos de la compañía”*, el socio puede *“exigir la entrega del haber que le toque en la división de la masa social”* (artículo 347). Excepcionalmente, los socios comanditarios quedaban

---

<sup>348</sup> J. RUBIO, *Curso...*, p. 25.

<sup>349</sup> A pesar de la claridad de los preceptos anteriores, lo cierto es que durante la vigencia del Código de 1829 no fue desconocida en la práctica la emisión de acciones desembolsadas únicamente en cuanto a una fracción de su valor. Como veremos a continuación, una de las medidas que va a introducir la Ley de 1848 es, precisamente, la exigencia de un desembolso mínimo en el acto fundacional.

<sup>350</sup> Véase al respecto, J. MACHADO, *ob. cit.*, pp. 70 y 71.

facultados, desde el momento mismo en el que diera comienzo la liquidación, para retirar “*el importe del capital que pusieron en la sociedad, siempre que resulte por el balance caudal suficiente después de deducido dicho capital para satisfacer las obligaciones de la compañía*” (artículo 349). Se trata de una disposición extraordinariamente interesante, puesto que anticipa la idea de un “test de solvencia”. La atribución a los socios se realiza a partir de un balance, pero éste no tiene por objeto acreditar la retención de las aportaciones en el patrimonio social (puesto que, por definición, el capital se reintegra), sino poner de manifiesto la razonable previsión de que las obligaciones de la compañía podrán ser satisfechas. En razón de la estructura de la sociedad en comandita, en el caso de resultar equivocada la apreciación anterior, los socios colectivos quedarían responsables del pago (artículo 270), una vez hecha excusión de los bienes sociales (artículo 352).

Sin duda, la característica más destacada del Código de 1829, y el punto en el que se separa abiertamente del modelo francés, es el de la ausencia de autorización gubernativa para la constitución de las sociedades anónimas. Sólo resultaba precisa la aprobación real cuando la compañía hubiera de disfrutar de algún privilegio (artículo 294). En los demás casos, bastaban con que se sujetaran “*al examen del Tribunal de comercio*” las “*escrituras de su establecimiento*” y “*los reglamentos que han de regir para su administración y manejo directivo y económico*” (artículo 293). Al igual que en el Código francés, la fundación de cada compañía se considera un acontecimiento particular, en el que se determina de forma completa e individualizada el régimen de funcionamiento de la misma<sup>351</sup>. No obstante, el proceso constitutivo sólo quedaba sujeto a un examen técnico vinculado, en la práctica, a la inscripción en el Registro Público de Comercio (artículos 22 y 25 del Código)<sup>352</sup>. El propio Sainz de Andino reconocía la excepcionalidad de esta solución, que únicamente se justificaba por razones de oportunidad. La libre constitución de compañías por acciones se consideró un expediente adecuado para favorecer el desarrollo de grandes empresas comerciales e industriales y atraer capitales extranjeros a un país aquejado de gravísimos problemas económicos, derivados de la inestabilidad política y la pérdida de los mercados americanos<sup>353</sup>.

---

<sup>351</sup> José GIRÓN TENA, *Las sociedades mercantiles en el Código de Comercio*, en *Centenario del Código de Comercio*, Volumen I, Madrid (1986), pp. 189 y 190. A título de ejemplo, el Código no hace referencia a la junta general de accionistas, ni en el mismo aparece una formulación del principio mayoritario, sino que estos extremos debía resultar, en cada caso, del estatuto privativo de cada compañía.

<sup>352</sup> J. RUBIO, *Sainz de Andino...*, p. 159; Aurelio MENÉNDEZ MENÉNDEZ, *El Registro Mercantil español (formación y desarrollo)*, Madrid (1991), p. 62.

<sup>353</sup> En estos términos se expresaba el artífice del Código en un discurso pronunciado en el Senado el 22 de diciembre de 1847: “...las sociedades anónimas tienen un sistema constitutivo excepcional, que, no guardando conformidad con las disposiciones generales del derecho común, equivale a un privilegio...no son establecimientos de mero interés particular que puedan abandonarse al libre arbitrio de los contrayentes...Si su sistema de constitución constituye un privilegio, y su organización está enlazada con el orden social, claro es que estas sociedades no deben constituirse sino con la autorización del Gobierno, y que este debe ejercer una inspección directa y constante sobre su organización...”. No obstante, “...cuando se formó el Código de Comercio, se encontraba nuestro tráfico mercantil en una postración y languidez

Los buenos propósitos del legislador apenas llegaron a hacerse realidad. La primera mitad del siglo XIX está presidida en nuestro país por la ausencia de capitales disponibles para el desarrollo de proyectos productivos<sup>354</sup>. La negociación en Bolsa de Madrid –creada en 1831- se concentraba, casi exclusivamente, en valores y efectos públicos en un contexto de desconfianza hacia las sociedades por acciones<sup>355</sup>. Los modestos inicios de la industrialización en España se articulan en torno a pequeñas y medianas empresas, cuyo desarrollo se basa en el recurso a la autofinanciación, y, eventualmente, en el esquema de la sociedad comanditaria<sup>356</sup>. Sólo a partir de 1840 se detecta un incremento significativo en la creación de sociedades anónimas<sup>357</sup>, favorecido por la buena acogida que los inversores dispensaron a las sucesivas emisiones y la rápida revalorización del precio de las acciones. El proceso termina abruptamente a finales de 1846 con el inicio de una profunda crisis financiera de ámbito internacional. En España los episodios especulativos se relacionaron con el sistema de libre constitución de las sociedades por acciones<sup>358</sup>. Estos son los antecedentes inmediatos de la Ley de sociedades mercantiles por acciones de 28 de enero de 1848, y su Reglamento aprobado por Real Decreto de 17 de febrero del mismo año, que introducen en nuestro

---

lamentables...El espíritu mercantil, podía decirse con razón, que estaba muerto entre nosotros, y de aquí la necesidad de adoptar cuantos medios pudieran contribuir a despertar entre los españoles la afición a las grandes empresas mercantiles e industriales que rápidamente se formaban en otros países...”, recogido por J. RUBIO, *Sainz de Andino...*, pp. 224 y 225.

<sup>354</sup> Gabriel TORTELLA CASARES, *Los orígenes del capitalismo en España*, Madrid (1973), pp. 11 a 15 y 166; Pere PASCUAL y Carles SUDRIÀ, *El difícil arranque de la industrialización (1840-1880)*, en Francisco COMIN, Mauro HERNÁNDEZ y Enrique LLOPIS (Dir.), *Historia Económica de España. Siglos X-XX*, Barcelona (2010), pp. 220 a 222.

<sup>355</sup> Jordi NADAL, *El fracaso de la revolución industrial en España, 1814-1913*, Barcelona (1975), p. 28.

<sup>356</sup> María Jesús MATILLA QUIZA, *Debates parlamentarios y Leyes sobre asociación de capitales (1810- 1874)*, *Revista de Estudios Políticos*, nº 93 (1996), pp. 381 y 382

<sup>357</sup> Pablo MARTÍN ACEÑA, *La creación de Sociedades en Madrid (1830-1848). Un análisis del primer Registro Mercantil* (1993), pp. 11 y 12, reseña la constitución de 121 sociedades anónimas en el periodo de referencia, de las cuales 56 se constituyeron en 1846. La evolución de los capitales nominales y desembolsados correspondientes a las sociedades constituidas en Madrid proporcionan una idea bastante clara de la intensidad del periodo expansivo y de la posterior contracción del mercado de capitales. En 1835 se habían emitido acciones por importe de 1.000 (miles) de reales de vellón, de los cuales se habían desembolsado 333 (miles). En 1846, el importe de los capitales nominales y desembolsados fue, respectivamente, de 5.035.900 (miles) y 1,847.316 (miles). En 1847, se emitieron acciones por un importe nominal de 959.700 (miles), de los que tan sólo se desembolsaron 320 (miles). En 1848 no aparecen consignadas nuevas emisiones (Anexo, Cuadro nº 5).

<sup>358</sup> J. GIRÓN, *Las sociedades...*, pp. 193 y 194; A. MENÉNDEZ, *ob. cit.* p. 63; M. J. MATILLA, *Debates...*, p. 382; Fernando SÁNCHEZ CALERO, *La sociedad cotizada en bolsa en la evolución del Derecho de sociedades*, discurso de ingreso en la Real Academia de Jurisprudencia y Legislación, Madrid (2001), p. 43; Mercedes BERNAL LLORÉNS, *La regulación de las sociedades anónimas y la información contable publicada en la Gaceta de Madrid a mediados del Siglo XIX*, *Revista española de financiación y contabilidad*, nº 120 (enero-marzo 2004), p. 70.

país un sistema de autorización gubernativa similar al que había establecido treinta años antes del Código francés<sup>359</sup>.

### 3.5.2. La Ley de 1848

La Ley de 1848 se aplica a las compañías mercantiles “*cuyo capital se divida en todo o en parte en acciones*” (artículo 1), es decir, a las sociedades anónimas y comanditarias por acciones. El modelo de la sociedad de capitales se vincula con un determinado tipo de empresa: aquella que por desarrollar actividades de utilidad pública y precisar de importantes recursos económicos para su funcionamiento acude directamente al ahorro público. Por el contrario, la actividad comercial e industrial ordinaria debía quedar reservada a los empresarios individuales y a las sociedades colectivas y comanditarias simples<sup>360</sup>. Aun cuando se trataba de una normativa de aplicación general, no por ello se dejaban de tomar en consideración sectores concretos de actividad económica. Las compañías que tuvieran por objeto “*el establecimiento de bancos de emisión y cajas subalternas de estos o la construcción de carreteras generales, canales de navegación y caminos de hierro*”, así como la de “*cualquier empresa que siendo de interés público pida algún privilegio exclusivo*”, debían constituirse por Ley (artículo 2). Las demás sociedades precisaban de “*la autorización del Gobierno, expedida en forma de Real Decreto*”, que sólo podía concederse “*a las compañías cuyo objeto sea de utilidad pública*” (artículo 4)<sup>361</sup>. Al mismo tiempo, la Ley presume que las acciones de las compañías establecidas con arreglo a la misma, por su propia naturaleza, estaban siempre destinadas a la negociación pública<sup>362</sup>. Por este motivo dispone que las acciones “*se cotizarán como valores comunes de comercio y conforme a las disposiciones prescritas en la Ley de Bolsa*” (artículo 14).

Junto a la autorización gubernativa, el riguroso régimen del capital social constituía, sin duda, el aspecto más destacado de la nueva regulación. El legislador debió considerar que la combinación de ambos elementos permitiría

---

<sup>359</sup> Puede consultarse una versión facsímil del texto de la Ley y del Reglamento publicados en la Gaceta de Madrid en: <http://www.mcu.es/archivos/lhe/servlets/VisorServlet.jsp?cod=051329>.

<sup>360</sup> F. SÁNCHEZ CALERO, *ob. cit.*, p. 44; véase también, A. MENÉNDEZ, *ob. cit.*, p. 63 y M. J. MATILLA, *Debates...*, pp. 382 y 389.

<sup>361</sup> Hay motivos para pensar que la aplicación efectiva de la Ley de 1848 pudo de ser bastante limitada, atendida la circunstancia de que fue seguida de una normativa especial, de aplicación preferente a una buena parte de las sociedades anónimas. La Ley de ferrocarriles de 3 de junio de 1855, la Ley de bancos de emisión y sociedades de crédito de 28 de enero de 1856 y la Ley de sociedades mineras de 1 de octubre de 1859 suavizaron, en términos generales, el rigor y las exigencias de la Ley de 1848. En particular, la exigencia de creación “por Ley” de las sociedades por acciones. Al respecto, véase, G. TORTELLA, *ob. cit.*, pp. 50 y 51; J. GIRÓN, *Las sociedades...*, p. 193; M. J. MATILLA, *Debates...*, pp. 394 a 396; M. BERNAL, *ob. cit.*, pp. 78 a 81.

<sup>362</sup> Sobre la equiparación entre “sociedad por acciones” y “sociedad cotizada” en la Ley de 1848, F. SÁNCHEZ CALERO, *ob. cit.*, p.48.

superar el descrédito en que habían caído las sociedades anónimas. Las compañías por acciones debían constituirse *“para objetos determinados y con un capital proporcionado al fin de su establecimiento”* (artículo 5 de la Ley; el artículo 13,3º del Reglamento enumeraba entre las circunstancias que la autoridad gubernativa debía tomar en consideración para la concesión de la autorización *“si el capital prefijado en los Estatutos puede graduarse suficiente para el objeto de la empresa”* y *“si está suficientemente asegurada su recaudación”*). La solicitud de autorización de *“la escritura social, y los estatutos y reglamentos”* debía indicar *“la parte del capital que la compañía haya de hacer efectiva antes de obtener el Real Decreto de autorización”* (artículo 9,I), si bien, el Gobierno no podía *“por razón de esta parte exigir en ningún caso más de un 25 por 100”* (artículo 9,II). Además, siguiendo el modelo de la Instrucción francesa de 1818, el Reglamento exigía que en las escrituras de fundación de compañías por acciones se determinara *“el capital social”* (artículo 1, número 6º), *“el número de acciones nominativas en que ha de dividirse el capital y cuota de cada una”* (número 7º), *“la formación del fondo de reserva con la parte que anualmente ha de separarse de los beneficios de la compañía hasta que componga un 10 por 100 a lo menos del capital social”* (número 12º), y *“la porción del capital cuya pérdida ha de inducir la disolución necesaria de la sociedad”* (número 13º)<sup>363</sup>.

La Ley de 1848 estableció, además, un régimen general de supervisión administrativa. El Gobierno, *“sin gravar los fondos ni entorpecer las operaciones de las compañías”* debía ejercer *“la inspección que conceptúe necesaria para afianzar la observancia estricta y constante de la presente Ley”* (artículo 17). En caso de incumplimiento de los administradores de las obligaciones derivadas de la Ley, el *“jefe político”* de cada provincia estaba facultado para convocar la junta de accionistas que se reuniría *“bajo su presidencia”* (artículo 40 del Reglamento). El régimen de autorización y control gubernativo ha de situarse en un contexto económico en el que las sociedades anónimas son entidades potencialmente privilegiadas, y cuya actividad se concentraba en sectores económicos muy concretos. En particular, la banca, los seguros, la minería, las obras públicas y los ferrocarriles, con escasa presencia del sector industrial<sup>364</sup>. En el ámbito financiero falta todavía cualquier vestigio de los órganos especializados de supervisión que se irán apareciendo en la legislación posterior. A su vez, el desarrollo de los ferrocarriles estuvo condicionado por las cuantiosas subvenciones y ayudas recibidas del Estado. Se hacía necesario, en consecuencia, articular algún tipo de mecanismo que permitiera realizar un seguimiento del destino que habían recibido los fondos públicos comprometidos en empresas privadas<sup>365</sup>. Esta situación explica

---

<sup>363</sup> Véase J. MACHADO, *ob. cit.* pp. 74 y 75.

<sup>364</sup> Así lo pone de relieve un comentarista de la época, Joaquín ESCRICHE, *Diccionario razonado de Legislación y Jurisprudencia*, Madrid (1847), p. 854. En todo caso, es significativa la referencia a actividades concretas en el artículo 2 de la Ley.

<sup>365</sup> Estas consideraciones estuvieron presentes en la discusión parlamentaria de la Ley. Al respecto, véase M. J. MATILLA, *Debates...*, p. 383 y M. BERNAL, *ob. cit.*, p. 76. La importancia de los incentivos públicos en el desarrollo de la red ferroviaria en España se analiza con detalle en G. TORTELLA, *ob. cit.*, pp. 168 y ss. y J. NADAL, *ob. cit.*, pp. 42 y ss.

también el origen de las disposiciones que prohibían destinar los recursos las compañías a “*negociaciones extrañas al objeto de su creación*” (artículo 16,II de la Ley y 31 del Reglamento; este último permitía únicamente destinar los fondos sobrantes a préstamos con duración no superior a noventa días, y “*en garantía papel de la deuda consolidada*”).

La pieza clave del sistema era el “*balance general*” de la compañía, en el que se debían incluir “*todas las operaciones practicadas en el año, sus resultados y el estado de su activo y pasivo*”. El balance debía prepararse anualmente, “*bajo la responsabilidad directa y personal de los administradores*” y quedaba sujeto a la aprobación de la junta general de accionistas (artículo 34, primer inciso del Reglamento). La distribución de dividendos sólo podía ser acordada, a la vista del mismo “*y no podrán verificarse sino de los beneficios líquidos y recaudados del mismo balance, previa deducción de la parte que haya de aplicarse al fondo de reserva*” (artículo 35). En el caso de que se apreciara una disminución del fondo de reserva, “*se aplicará para completarlo toda la parte de beneficios que fuera necesaria, reduciéndose la parte de beneficio para los accionistas a la que hubiera sobrante*” (artículo 36). Una vez concluido el procedimiento de aprobación interno, el balance debía remitirse al “*jefe político de la provincia*” quien debía proceder a “*su comprobación*” (artículo 34 del Reglamento, segundo inciso). Asimismo, quedaba obligado a dar cuenta al Gobierno del “*estado de cada compañía por acciones que hubiera en su territorio*” (artículo 37).

La intervención administrativa en la vida de las sociedades por acciones se complementaba con la difusión pública de la información contable. En el caso de que el jefe político encontrara los balances “*exactos y conformes con los libros de la compañía*”, “*se imprimirán y publicarán en el Boletín Oficial de la Provincia, comunicándose asimismo al Tribunal de Comercio del territorio*” (artículo 34, último inciso del Reglamento). Se trataba de una alteración sustancial del planteamiento que había adoptado el Código de 1829. Este último partía del carácter interno de los registros y asientos contables, hasta el punto de que prohibía a tribunales y autoridades “*hacer pesquisa de oficio*” sobre la llevanza de la contabilidad (artículo 49)<sup>366</sup>. Por el contrario, en el nuevo régimen legal, la publicidad contable se integra en el conjunto de medidas encaminadas a asegurar la conservación del capital. La medida gozará de un cierto éxito<sup>367</sup> y se mantendrá en el periodo posterior, a pesar del cambio radical que van a sufrir los principios inspiradores de nuestra legislación mercantil.

### 3.5.3. La Ley de 1869 y el Código de Comercio de 1885

---

<sup>366</sup> El Código contemplaba tres casos en los que se podía decretar el reconocimiento general: los juicios de sucesión universal, liquidación de compañía o quiebra (artículo 50). Al margen de estos supuestos, la exhibición de los libros sólo podía decretarse cuando la persona a la que pertenecieran tuviera interés en la causa (artículo 51). En las sociedades colectivas los socios estaban facultados para “*examinar el estado de la administración y la contabilidad*” (artículo 308). En las sociedades por acciones, los accionistas sólo podía examinar el balance en los términos prescritos en sus estatutos o reglamentos (artículo 310,II).

<sup>367</sup> Acerca de la efectividad de la medida y del grado variable de cumplimiento de la Ley en este punto, M. BERNAL, *ob. cit.*, pp. 42 y ss.

El sistema de autorización gubernativa desaparece con la Ley general de Sociedades de 19 de octubre de 1869. En palabras de la Exposición de Motivos del Código de Comercio de 1885, esta última se había inspirado “...en el respeto más absoluto a la libertad de asociación, sin trabas ni fiscalizaciones de ninguna especie, estableciendo como única garantía, para los derechos de tercero, la publicidad...”. Los mismos criterios de política legislativa -nos dice a continuación- asume el Código cuya publicación se ordena por Real Decreto de 22 de Agosto de 1885. Esto es: “...libertad amplia en los asociados para constituirse como tengan por conveniente; ausencia completa de la intervención gubernativa en la vida interior de estas personas jurídicas; publicidad de los actos sociales que puedan interesar a tercero...”. En consecuencia, se establece que “...las compañías mercantiles se regirán por las cláusulas y condiciones de sus contratos”, y, sólo “en cuanto en ellas no esté determinado y prescrito, por las disposiciones de este Código...” (artículo 121)<sup>368</sup>. El principio dispositivo rige, por regla general, para todas las sociedades mercantiles. Por este motivo, las compañías anónimas constituidas con anterioridad a la entrada en vigor del Código podían optar entre continuar “rigiéndose por sus reglamentos y estatutos” o “someterse a las prescripciones del Código” (artículo 159)<sup>369</sup>.

En el Código de Comercio de 1885 la sociedad anónima, en cuanto “sociedad”, se caracteriza por su finalidad lucrativa (artículo 116,1), y no por el desarrollo de una actividad de utilidad pública<sup>370</sup>. Frente a los otros dos tipos sociales, su nota distintiva deriva de la división del “fondo común” en “partes o porciones ciertas” (artículo 122,3º), “representadas por acciones u otros títulos equivalentes” (artículo 160). Junto al concepto genérico de “fondo común” (propio de toda compañía mercantil: artículos 116,1 y 122), el Código también utiliza el término “capital”. En principio, con una mera significación contable. Así, todo comerciante quedaba obligado a llevar un Libro de inventarios y balances, que debía formar “al tiempo de dar principio a sus operaciones” (artículos 33,1º y 37). Este libro debía contener una relación detallada de los

---

<sup>368</sup> La Ley de 1869 ha sido considerada expresión de un “liberalismo radical”, F. SÁNCHEZ CALERO, *ob. cit.*, p. 55. En términos similares, L. J. CORTES, *ob. cit.*, pp. 35 y 36. En cuanto a los presupuestos ideológicos que presiden el proceso codificador, véase Aurelio MENÉNDEZ MENÉNDEZ, *Autonomía económica liberal y codificación mercantil española*, en *Centenario del Código...*, pp. 45 y ss.

<sup>369</sup> La proclamada “libertad de asociación” se proyecta sobre la propia configuración de los tipos sociales. El Código contempla las tres figuras clásicas: la sociedad regular colectiva, la comanditaria -simple y por acciones- y la anónima (artículo 122). Sin embargo, no se trata tanto de una enumeración taxativa (como la del artículo 265 del Código de 1829), como de la mera indicación de las formas que “por regla general” debían adoptar las “compañías mercantiles”

<sup>370</sup> También desaparece todo vestigio del antiguo carácter privilegiado de las compañías por acciones, todavía presente en el Código de 1829 y en la Ley de 1848. En el modelo económico asumido por el legislador de finales del siglo XIX la libertad de asociación es sólo una parte de un esquema más amplio que exige el acceso al mercado por cualquier empresario en condiciones de igualdad. Véase al respecto, A. MENÉNDEZ, *Autonomía...*, pp. 71 y 76 y J. DUQUE, *El Código de Comercio y la Codificación de su época*, en *Centenario del Código...*, pp. 99 a 101.

bienes y deudas del negocio, fijando, además, *“la diferencia exacta entre el activo y el pasivo, que será el capital con que comience sus operaciones”* (artículo 37,3º). En relación a las sociedades colectivas y comanditarias, el capital hace referencia a la aportación inicial de los socios (artículos 125,IV, 164, 170 y 171). En la sociedad anónima aparece designado, además, como *“fondo capital”* o *“capital social”* (artículos 151,IV, V y VI; 154, 160, 166 y 168).

La atribución al “capital social” de una función adicional, como cifra de retención, no encuentra -en principio- fácil encaje en el sistema general del Código<sup>371</sup>. Llevados hasta sus últimas consecuencias, los principios proclamados en la Exposición de Motivos imposibilitarían la existencia de una disciplina efectiva del capital social. El régimen del capital -en cuanto concepto jurídico- se encamina, precisamente, a restringir la libertad de los socios en orden a la disposición de los activos de la compañía, lo que, a su vez, exige un marco legal imperativo<sup>372</sup>. A pesar de ello, en el Código de 1885 encontramos una serie de normas que apuntan en esta dirección. El estatuto del capital aparece incompleto en algunos puntos esenciales<sup>373</sup>, pero está claramente más desarrollado que en el Código de 1829. Se trata de una de las pocas materias en las que el legislador, excepcionalmente, se separa del principio dispositivo. En ocasiones expresamente (artículos 164,II y 165); en otras de forma tácita (así, en los artículos 157, 166, 167 y 168, que aparecen formulados inequívocamente con la estructura de una norma de derecho necesario).

En la *“escritura social”* de las sociedades anónimas era preciso determinar *“el capital social, con expresión del valor que se haya dado a los bienes aportados que no sean metálico”*, con indicación *“del número de acciones en que el capital social estuviere dividido y representado”*, y *“el plazo o plazos en que habría de realizarse la parte de capital no desembolsada al constituirse la compañía”* (artículo 151, IV, V y VI; todas estas circunstancias debían reseñarse en la primera inscripción de la compañía, de conformidad con el artículo 122,7º, 8º y 9º del Reglamento del Registro Mercantil de 1919)<sup>374</sup>. No se establece, en cambio, disposición general alguna acerca de la porción del

---

<sup>371</sup> Este planteamiento, muy alejado del de la Ley Francesa de 1867, no dejaba de presentar una “cierta originalidad” entre las legislaciones europeas de la época, J. GIRÓN, *Las sociedades....*, pp. 203 y 204.

<sup>372</sup> Véase, *infra*, pp. 18 y 19.

<sup>373</sup> La insuficiente regulación fue el principal motivo de crítica al Código; el tratamiento de la sociedad anónima, limitada a veinticuatro artículos, fue considerado inadecuado ya en el momento mismo de su promulgación: J. GARRIGUES, *Curso...*(1936), p. 229 y (1976), Tomo I, p. 413; J. GIRÓN, *Las sociedades....*, p. 207; R. URÍA, *ob. cit.* p. 179.

<sup>374</sup> Dos meses después de la publicación del Código el Real Decreto de 21 de diciembre de 1885 aprueba un primer Reglamento “interino” para la organización y régimen del Registro Mercantil, pero no aparece un tratamiento detallado de la proyección registral de las sociedades mercantiles hasta el aprobado por Real Decreto de 20 de septiembre de 1919. En texto completo de ambos aparece recogido en *Leyes Hipotecarias y Registrales de España*, Madrid (1991), Tomo V, volumen I.

capital que debía quedar inicialmente suscrita o desembolsada<sup>375</sup>. De aquí que la práctica se decantara hacia un sistema equivalente al del derecho inglés. El capital fijado en la escritura social venía a ser un “*capital estatutario*”, que podía estar suscrito o en cartera (y así lo vino a sancionar el artículo 122,9º RRM de 1919, al establecer que en la inscripción debía indicarse “*quienes quedan autorizados para determinar el tiempo y modo en que hayan de satisfacerse los dividendos pasivos, o ponerse en circulación las acciones que quedasen en cartera*”)<sup>376</sup>. Este esquema tiene la evidente ventaja de la flexibilidad. La sociedad podía emitir con suma facilidad nuevas acciones en el momento en el que tuviera necesidad de nuevos recursos financieros. Pero presentaba también un serio inconveniente, derivado “...quizá de la costumbre de llevar al pasivo del balance la totalidad del capital escriturado, para dar más sensación de poderío económico, aunque ese capital no esté suscrito, llevando al pasivo la contrapartida de las acciones en cartera, las cuales se manejan como si realmente constituyeran un activo real...”<sup>377</sup>.

El Código contenía una serie de reglas encaminadas a asegurar la efectividad del desembolso de las acciones suscritas. A tal efecto, se exigía la indicación del capital desembolsado en los títulos de las acciones (artículo 164,I); la necesidad de que éstas revistieran carácter nominativo hasta el desembolso del 50 por 100 del valor nominal (artículo 164,V); la responsabilidad solidaria del primer suscriptor y los cesionarios sucesivos en relación al pago de la parte no desembolsada de las acciones nominativas, sin que pudiera “*establecerse pacto alguno que la suprima*” (artículo 164,II) y la posibilidad de acordar la anulación de las acciones al portador que hubieran dejado de satisfacer los dividendos pasivos (artículo 164,III). Al mismo tiempo se subordinaba la emisión de nuevas acciones al íntegro desembolso de las anteriores, siendo “*nulo y de ningún valor*” cualquier pacto en contrario “*contenido en la escritura de constitución de sociedad, en los estatutos o reglamentos o cualquier acuerdo tomado en junta general de socios*” (artículo 165, que contiene una regla equivalente a la del artículo 131 del Código Italiano de 1882). Esta restricción se entendía referida tanto a colocación de las acciones en cartera como a las procedentes de una ampliación de capital (artículo 128 RRM de 1919).

En principio, parece razonable pensar que si la sociedad puede obtener nuevos fondos mediante la reclamación de los dividendos pasivos pendientes, carece de sentido una emisión adicional de acciones. No obstante, dado que todo aumento de capital redundaba en beneficio (al menos potencial) de los acreedores, no se acaba de comprender por qué la Ley debe poner obstáculos

---

<sup>375</sup> Como regla especial, el artículo 185,II del Código exigía la íntegra suscripción y el desembolso de al menos el 25 por ciento del capital de las compañías de ferrocarriles y demás obras públicas. Unos años más tarde, el artículo 7 de La Ley de 14 de mayo de 1908, reguladora del Registro e Inspección de las entidades de seguros, también exigirá el desembolso del 25% del capital de las aseguradoras que se constituyeran bajo la forma de sociedad anónima.

<sup>376</sup> J. GARRIGUES, *Curso...*(1936), p. 257; J. GIRÓN, *Derecho...*, p. 53.

<sup>377</sup> Tal como señalaba la Exposición de Motivos de la Ley de Sociedades Anónimas de 17 de julio de 1951, epígrafe I, primer párrafo.

a la ampliación de la cifra de garantía. Cabe deducir que el legislador había considerado conveniente asegurar la correspondencia entre la cifra formal de capital y el patrimonio efectivo de la compañía<sup>378</sup>. Junto a esta explicación aparece otro motivo sólo indirectamente relacionado con el estatuto del capital. A través de una norma imperativa (y, por tanto, excepcional en el sistema del Código de 1885) se pretendía eliminar una práctica irregular. En ausencia de un régimen legal imperativo sobre el derecho de suscripción preferente, era habitual la atribución convencional de un derecho de preferencia a fundadores, administradores o a determinadas categorías de accionistas. Esta situación propiciaba nuevas emisiones de acciones que no tenían por objeto el incremento de los recursos de la compañía sino, exclusivamente, materializar el contenido económico de estos derechos de preferencia<sup>379</sup>.

Al margen de las reglas anteriores, la limitación de la acción ejecutiva de los acreedores al patrimonio social (artículos 153 y 154) proporcionaba un punto de partida razonable para articular un concepto técnico del capital social como cifra de retención. Diversos preceptos apuntaban la idea del carácter permanente de las aportaciones. Al igual que en el Código Italiano de 1882, sólo se permitía la adquisición de las propias acciones “*con los beneficios del capital social*”, es decir, con el patrimonio libre (artículo 166,I)<sup>380</sup>. De la misma forma, la reducción de capital quedaba sometida a un procedimiento complejo, en el que resulta evidente la influencia de la *Companies Act* británica de 1867. El acuerdo de reducción debía ser adoptado en junta general, con la doble concurrencia de, al menos, las dos terceras partes del número de socios y del capital social (artículo 168,I a IV)<sup>381</sup>. Los administradores sólo podían dar cumplimiento al “*acuerdo de reducción tomado legalmente por la Junta general, si el capital efectivo restante, después de hecha, excediere en un 75 por 100 del importe de las deudas y obligaciones de la compañía*” (artículo 168,V). A tal efecto debían presentar “*al juez o tribunal*” un inventario “*en el que se apreciarán los valores en cartera al tipo medio de cotización del último trimestre y los inmuebles por la capitalización de sus productos según el interés legal del dinero*” (artículo 168,VII). La inscripción de la reducción sólo podía practicarse si se acreditaba el cumplimiento de los requisitos anteriores (artículo 130 RRM de 1919). De no existir este excedente patrimonial, la reducción no podía llevarse a cabo en tanto no fueran satisfechas todas las deudas de la compañía o ésta obtuviera el consentimiento previo de sus acreedores (artículo 168,VI).

---

<sup>378</sup> J. GARRIGUES, *Curso...*(1936), p. 257 y (1976), Tomo I, p. 442; R. URÍA, *ob. cit.*, p. 293.

<sup>379</sup> Apunta esta idea J. GARRIGUES, *Curso...*(1936), p. 257, que desarrolla Aníbal SÁNCHEZ ANDRÉS, *El derecho de suscripción preferente del accionista*, Madrid (1973), pp. 24 y 25.

<sup>380</sup> A diferencia del Código italiano no se establece ningún otro requisito, pero se cualifica la finalidad de la adquisición “...a los solos efectos de amortizarlas” (artículo 166,I, último inciso). Se excluye, en principio, la posibilidad de mantener las acciones en autocartera.

<sup>381</sup> La Ley de 24 de julio de 1911 modificó el régimen de adopción del acuerdo social en el sentido de exigir únicamente la concurrencia de las dos terceras partes del capital cuando las acciones fueran al portador.

La reducción del capital no se condicionaba, por tanto, a la retención en el patrimonio social de un determinado volumen de activos, en los términos que pudiera poner de manifiesto un balance. Por el contrario, la restitución de las aportaciones se vinculaba (a pesar de la escasa precisión del término “capital efectivo”) a la existencia de una determinada proporción entre recursos propios y ajenos. Es decir, al cumplimiento de un test de solvencia, con intervención judicial. La precisión de los criterios de valoración con los que debía formarse el inventario contrasta con la inexistencia de reglas específicas al efecto sobre el balance<sup>382</sup>. Quizá por este último motivo, no hay en el Código ninguna cautela encaminada a impedir que, por la vía del abono de dividendos, pudiera reducirse el patrimonio cubierto por la cifra de capital<sup>383</sup>. La disolución de las sociedades tampoco se vincula directamente con el estatuto del capital. Al igual que en el Código de 1829, se contempla como causa genérica de disolución, para todas las sociedades mercantiles, “*la pérdida entera del capital*” (artículo 221-2º). En sede de liquidación se mantiene la regla que excluye la entrega del haber que corresponda a cada socio “*mientras no se hallen extinguidas todas las deudas y obligaciones de la compañía*” (artículo 235).

Finalmente, como ya dijimos, el Código mantuvo la obligación de dar publicidad a ciertos estados contables. Las compañías anónimas debían “*publicar mensualmente en la Gaceta el balance detallado de sus operaciones, expresando el tipo a que calculen sus existencias en valores y toda clase de efectos cotizables*” (artículo 157)<sup>384</sup>. A la vista de la Exposición de Motivos del Código, no cabe duda de que el legislador de finales del siglo XIX había visto en la publicación regular de los balances de las sociedades anónimas una de las contrapartidas más importantes que debían asumir las compañías que se beneficiaban del régimen de limitación de responsabilidad. Responde, en definitiva, al mismo principio que la publicidad de la pérdida del capital en la Ley francesa de 1867. En el Código español aparece más desarrollado, en la medida en que se exige una información continuada de las vicisitudes del negocio que pueden afectar a la integridad del capital. A diferencia de lo que sucedía bajo el régimen de la Ley de 1848, la difusión del balance no formaba parte de un régimen general de supervisión, por lo que el cumplimiento de la norma –para la que no se preveía una sanción específica- quedaba en manos de las propias sociedades obligadas. Quizá por este motivo el Reglamento de

---

<sup>382</sup> El Código aludía genéricamente al criterio del “valor real” (artículo 37, aplicable a cualquier empresarios). Como veremos a continuación, al regular la publicación del balance en la Gaceta se exigirá una referencia expresa al criterio acogido en la estimación de determinados bienes (artículo 157), lo que parece presuponer un régimen de absoluta libertad en orden a valoración de los elementos del activo. Al respecto, véase J. GARRIGUES – R. URÍA, *Comentario...*, Tomo II, p. 375.

<sup>383</sup> No obstante, J. GARRIGUES, *Curso...*(1936), p. 233, da por supuesta la prohibición “del reparto de beneficios ficticios”. La situación contrasta desfavorablemente con la detallada regulación del balance y de la distribución de dividendos en el coetáneo Código italiano de 1882.

<sup>384</sup> Este precepto fue modificado por la Ley de 25 de junio de 1908 en un doble sentido: la periodicidad de la publicación pasaba a tener carácter anual y la referencia al “*balance detallado de sus operaciones*” se sustituía por la del “*balance detallado de su situación económica*”.

1919 completó la publicidad de hecho con un mecanismo de publicidad registral. Las *“sociedades inscritas en el Registro Mercantil”* debían presentar *“en los seis primeros meses de cada año, para su inscripción en este Registro, el balance general de sus negocios del año anterior”* (artículo 113,I RRM de 1919). En caso de incumplimiento, los Registradores debían suspender la inscripción de cualquier otro documento (artículo 113,II).

La flexibilidad del Código creó las condiciones necesarias para la difusión del modelo organizativo de las sociedades de capital. Es cierto que el régimen de las *“compañías anónimas”* aparece orientado hacia el esquema de la sociedad abierta, que atiende a sus necesidades de financiación mediante la emisión de *“acciones, cédulas y obligaciones”* (artículo 37,10º en relación con los artículos 160 a 169, 186 y 187). De la misma forma, la previsión relativa a la publicación de los balances en un periódico oficial también parece una norma propia de sociedades que acuden directamente al mercado de capitales. No obstante, los demás aspectos de su regulación hacían posible la adaptación de la sociedad anónima a situaciones muy variadas. Así sucedía con los sencillos trámites de constitución: al igual que las demás sociedades mercantiles, sólo requería la concurrencia de *“dos”* personas (artículo 116,I) frente a los siete fundadores exigidos en la Ley británica de 1862 y la francesa de 1867). Lo mismo puede decirse de la inexistencia de un capital mínimo<sup>385</sup>, la ausencia de controles externos durante la vida de la sociedad, o las amplísimas posibilidades ofrecía la Ley para adecuar el funcionamiento de la compañía a las circunstancias particulares de los socios, mediante la inclusión en la escritura social o en los estatutos de *“los pactos lícitos y condiciones especiales que los socios juzguen conveniente establecer”* (artículo 151,XII). El esquema se completará con la aparición en la segunda década del siglo XX de otra forma de sociedad de capitales, la sociedad de responsabilidad limitada<sup>386</sup>. Con ello, el concepto y el estatuto del capital social pasará a ser uno de los temas centrales del Derecho de sociedades.

## 4. Las legislaciones europeas en la primera mitad del siglo XX

### 4.1. El movimiento de reforma de la sociedad anónima

---

<sup>385</sup> Salvo para las compañías de ferrocarriles y demás obras públicas. De acuerdo con el artículo 185,I, en este tipo de compañías *“el capital social...unido a la subvención, si la hubiere, representará por lo menos la mitad del importe del presupuesto total de la obra”*.

<sup>386</sup> J. GIRÓN, *Las sociedades....*, p. 209, recoge una serie de datos obtenidos a partir del Registro Mercantil, relativos al periodo que media entre 1901 y 1925. De 1901 a 1905, las anónimas representaban el 16,4% del total de las sociedades mercantiles constituidas en nuestro país; de 1906 a 1910, el 16,63%; de 1911 a 1915, el 21,8%; de 1916 a 1920, el 27,9% y de 1921 a 1925 el 29,7%. La tendencia coincide con el resultado de nuestra propia investigación, que sitúa en un 30% el porcentaje de anónimas constituidas en 1925. Es de destacar que en este año las sociedades limitadas ya representaban el 21%, de modo que en aquél momento la sociedad de capitales ya había devenido, numéricamente, mayoritaria en nuestro país.

El problema que preside la regulación de los códigos y las leyes de sociedades del siglo XIX es el de la constitución de la sociedad anónima. Al sancionar la libre creación de compañías por acciones, la norma legal daba respuesta a una de las exigencias fundamentales del modelo económico de la época. De la misma forma que en el siglo XVII éstas habían sido el instrumento que hizo posible la acumulación de capitales necesaria para el desarrollo de las empresas coloniales, en el siglo XIX la sociedad anónima privatizada será la estructura jurídica clave en el proceso de industrialización. La contrapartida de la limitación de responsabilidad se buscará en el régimen de publicidad y en unas pocas normas coactivas si bien, de hecho, éstas se circunscribían a la integración y el mantenimiento del capital. El régimen de funcionamiento interno se abandona prácticamente a lo que los fundadores hubieran podido establecer en los estatutos sociales, en un marco general presidido por el principio de libertad de pactos (y este enfoque se veía reforzado en la Europa continental por la asimilación de la compañía por acciones a la categoría general del contrato de sociedad). El progresivo incremento de la complejidad de la vida mercantil pondrá de manifiesto las limitaciones de este planteamiento y conducirá a un auténtico divorcio entre el “*derecho legislado*” y el “*derecho vivo*” de las sociedades anónimas<sup>387</sup>.

Al mismo tiempo, los primeros años del siglo XX contemplan un cambio radical en el panorama político y social. Los códigos del siglo XIX se habían aplicado en un entorno de crecimiento económico, incremento de los intercambios comerciales y, sobre todo, estabilidad financiera. El libre comercio y el patrón oro que, en las décadas anteriores, habían hecho posible el desarrollo de una economía globalizada, desaparecerán en los años inmediatamente posteriores a la Primera Guerra Mundial<sup>388</sup>. El creciente intervencionismo del Estado en la vida económica no será incompatible con la existencia de grandes corporaciones, en las que aparece con especial intensidad el fenómeno de la separación entre propiedad y control<sup>389</sup>. Todos estos fenómenos debían proyectarse necesariamente sobre el Derecho de sociedades. En la primera mitad del siglo XX se produce en las legislaciones europeas un auténtico

---

<sup>387</sup> Joaquín GARRIGUES analizaba con detalle esta situación, haciéndose eco de la idea expuesta en la segunda década del siglo XX por el político y financiero alemán Walter RATHENAU, que contraponía el derecho y la realidad de las sociedades por acciones. Véase, *Nuevos hechos, nuevo derecho de sociedades anónimas*, Madrid (1933), pp. 27 y ss.

<sup>388</sup> Entre los trabajos recientes en relación al desarrollo y la transformación del sistema económico anterior a 1914 puede verse Derek H. ALDCROFT, *The European Economy 1914-2000*, Nueva York (2001), pp. 4 y ss. y 30 y ss.; A. G. KENWOOD y A. L. LOUGHEED, *The growth of the international economy, 1820-2000*, Londres-Nueva York (1999), pp.104 y 165 y ss.; Jeffrey A. FRIEDEN, *Capitalismo global. El trasfondo económico de la historia del siglo XX*, Barcelona (2007), pp. 31 y ss y 171 y ss [*Global Capitalism. Its Fall and Rise in the Twentieth Century*, Nueva York-Londres (2006)].

<sup>389</sup> Este es un tema recurrente desde la aparición de la obra de Adolf A. BERLE y Gardiner C. MEANS, *The Modern Corporation and Private Property*, Nueva York (1932). Véase, en particular, pp. 47 y ss. En nuestra doctrina encontramos una referencia temprana a este fenómeno en Joaquín GARRIGUES, *Nuevos hechos...*, pp. 37 y 82 y ss y J. GIRON, *ob. cit.* pp. 28 a 30. Sobre la aparición de las grandes compañías y las implicaciones del proceso de concentración de capital véase J. APPLEBY, *ob. cit.* pp. 200 y ss.

movimiento de reforma de la sociedad anónima<sup>390</sup>. Los nuevos textos legales contendrán una regulación mucho más detallada de la organización y funcionamiento de este tipo de sociedades, que se hace efectiva a través de normas de carácter imperativo. En términos generales, se produce un claro reforzamiento del aspecto corporativo de las sociedades anónimas y un alejamiento del esquema contractual propio de las restantes formas societarias<sup>391</sup>. Esta tendencia se combina con el reconocimiento de una forma simplificada de sociedad de capitales, cuyo origen se sitúa en la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada alemana de 1892 y en la “*private company*” en la Ley británica de 1908<sup>392</sup>.

En relación al capital social prevalece, sin embargo, una línea de continuidad. No faltan novedades en este periodo siendo, probablemente, la más destacada la aparición de la técnica del “capital mínimo”. Sin embargo, en la mayor parte de los casos se trata del desarrollo de normas y principios establecidos con anterioridad o de mejoras técnicas que no implican una alteración sustancial del modelo. Sí que es posible detectar, sin embargo, una evolución relevante en el plano doctrinal. El estatuto del capital ha estado siempre integrado por un conjunto de disposiciones, dispersas en los textos legales, aun cuando respondieran a un principio común. En las primeras décadas de siglo XX puede situarse la consolidación de un concepto teórico unitario del como mecanismo de protección de terceros<sup>393</sup>. Las reformas legislativas se producirán, prácticamente, en todas las naciones europeas, al margen de las condiciones políticas imperantes en cada una de ellas. Así como en el siglo XIX el modelo para las restantes legislaciones había sido la Ley francesa de 1867, ahora el punto de referencia estará constituido por las Leyes alemanas de 1937 y 1965. En todo caso, al iniciarse el proceso de integración europea, ya habían quedado configurados en las diversas legislaciones nacionales los aspectos esenciales de la teoría del capital. Esta será la base de la Segunda Directiva en el año 1976. En la segunda mitad del Siglo XX, el estatuto del capital, como una buena parte del Derecho de las sociedades mercantiles, pasará a estar definido en sus líneas básicas por la normativa comunitaria.

---

<sup>390</sup> J. GARRIGUES, *Curso...*(1976), p. 413; J. GIRON, *ob. cit.*, pp 25 y ss.; J. RUBIO, *ob. cit.*, p. 44.

<sup>391</sup> J. GIRON, *ob. cit.* pp 23 y 24; J. RUBIO, *ob. cit.* p. 31.

<sup>392</sup> En el Capítulo V de esta obra se analizan con detalle las peculiaridades del capital social en la sociedad de responsabilidad limitada.

<sup>393</sup> M. LUTTER, *ob. cit.*, p. 3, sitúa en torno a 1930 la formación de la doctrina moderna del capital. En nuestro país, la comparación entre la primera y la séptima edición la obra clásica de Joaquín GARRIGUES muestra una curiosa coincidencia. La descripción del concepto y la función del capital son prácticamente idénticas en la edición de 1936 del *Curso de Derecho Mercantil* (pp. 232 y ss) y en la de 1976 (Tomo I, pp. 346 y ss), y ello con independencia de que la primera se refería al régimen del Código de Comercio de 1885 y en la segunda se exponía el de la Ley de Sociedades Anónimas de 1951. La destacada participación del autor en la génesis de este último cuerpo legal explica, en parte, tal circunstancia. Pero lo que también se pone de manifiesto es que en los primeros años del siglo XX ya se había desarrollado un concepto técnico del capital social, al que la doctrina trataba de reconducir las previsiones de la norma positiva.

## 4.2 Las Leyes alemanas de 1937 y 1965

### 4.2.1. La orientación de la nueva legislación

La evolución del Derecho alemán de sociedades por acciones durante el siglo XIX discurre por unos cauces similares a los seguidos por las demás naciones europeas. El Código de 1861 había mantenido el régimen de autorización administrativa que desaparece en 1870. Una segunda reforma en 1884 introdujo una regulación detallada de sociedades anónimas y comanditarias por acciones, que apenas sufrió modificaciones en el Código de 1897<sup>394</sup>. La falta de adecuación de esta normativa a las circunstancias imperantes tras la Primera Guerra Mundial impulsó un proceso de reforma en profundidad. Esta no se concretaría, sin embargo, hasta la Ley de 30 de enero de 1937<sup>395</sup>. Son muchas y variadas las novedades que introduce este cuerpo legal. En lo que aquí interesa, contiene un tratamiento muy detallado de los diversos aspectos que integran el estatuto del capital, que se mantendrá, en lo sustancial, en la posterior Ley de 6 de septiembre de 1965. El “capital social” aparece ya como una técnica de organización financiera, propia de las empresas de gran dimensión, que se inserta en un esquema legal orientado a asegurar la continuidad y el desarrollo del negocio.

A diferencia de los Códigos 1861 y 1897, la Ley de 1937 partía de una definición de la sociedad anónima. Esta es “una sociedad que goza de personalidad jurídica y cuyos miembros forman, con sus aportaciones, el capital social que se divide en acciones, sin ser personalmente responsables de las obligaciones de la sociedad” (parágrafo 1 AktG 1937; a los mismos elementos alude el parágrafo 1 AktG 1965)<sup>396</sup>. La forma anónima se considera

---

<sup>394</sup> F. KÜBLER, *ob. cit.*, pp. 38 y ss.; Julian FRANKS, Colin MAYER, Hannes F. WAGNER, *The Origin of the German Corporation – Finance, Ownership and Control*, Oxford (2005), pp. 3 a 6; Günther HENN VON MÜLLER, *Handbuch des Aktienrechts*, Heidelberg (2008), pp. 2 y 3. Sobre la evolución general del Derecho alemán de sociedades anónimas, véase Mathias HABERSACK y Walter BAYER VON MOHR SIEBECK, *Aktienrecht im Wandel: 1807-2007*, Tübinga (2007)

<sup>395</sup> En relación al laborioso proceso de elaboración de preparación de la Ley alemana de 1937 y los paralelismo con la reforma británica de 1929, véase, Richard ROSENDORFF, *The New German Company Law and the English Company Act, 1929*, en *Journal of Comparative Legislation and International Law*, Vol. 14 (1932). El autor, de nacionalidad alemana, se hace eco de los trabajos preparatorios, que arrancan de un Congreso celebrado en Colonia en 1926 (en el que se debatía una eventual aproximación al modelo vigente en el Reino Unido y los Estados Unidos), seguido de varios expedientes de información pública y dos borradores en los años 1930 y 1931 (pp. 94 y 95). Respecto al contenido material del derecho alemán en este periodo, véase *Begründet Von W. GADOW y E. HEINICHEN, Grosskommentar zum Aktiengesetz*, Berlín (1939). También la detallada reseña de F. DE SOLA CAÑIZARES, *ob. cit.*, Tomo I, pp. 1 a 59.

<sup>396</sup> Una traducción española de la Ley de 1937 fue publicada en la revista *Información Jurídica*, números 82 a 87 y 89, correspondientes al año 1950. A su vez, están disponibles dos versiones en español de la Ley de 1965 ambas preparadas por José Miguel EMBID IRUJO y precedidas de un Estudio preliminar. La primera en *Documentación Jurídica*, nº 55 (1987), Centro de publicaciones del Ministerio de Justicia; la segunda bajo el título *Ley Alemana de Sociedades Anónimas de 6 de septiembre de 1965, en su versión última llevada a cabo por el*

una figura excepcional que debía quedar reservada, exclusivamente, para las grandes empresas. Esta orientación de política legislativa debe situarse en un contexto de fuertes reticencias hacia el “anonimato” de las compañías, en el que se veía una de las manifestaciones del “capitalismo financiero” que había conducido a la gran depresión de los años 30 del siglo pasado<sup>397</sup>. En particular, en la tendencia a la concentración del poder de decisión de las compañías en unas pocas manos, en detrimento de la posición de los pequeños accionistas. Entre otros motivos, este fenómeno derivaba de prácticas permitidas por la legislación anterior, como las acciones de voto plural o la ausencia de reglas sobre representación en las Juntas, que permitían a los Bancos ejercitar los derechos políticos correspondientes a las acciones que tenían depositadas<sup>398</sup>.

La nueva orientación que estos textos legales imprimen a la vieja figura de la sociedad anónima ha permitido afirmar que la “*aktiengesellschaft*” responde a un modelo distinto e, incluso, contrapuesto, al de la sociedad anónima de los países latinos y anglosajones<sup>399</sup>. Aun cuando la categoría del capital social ocupa un lugar destacado en la Ley de 1937, el modelo legal se aleja de la clásica configuración de las sociedades de capital como “*investor owned companies*”. Así lo ponía de manifiesto la cláusula que imponía al Consejo de Administración la obligación de dirigir la compañía de acuerdo con “*el bien de la empresa y de su personal y el interés común del pueblo y del Estado*” (parágrafo 70 AtkG 1937), omitiendo toda referencia a los accionistas<sup>400</sup>. La

---

artículo 1 de la Ley de 31 de julio de 2009, Barcelona (2010). El texto vigente en alemán está disponible en [www.bundesrecht.juris.de](http://www.bundesrecht.juris.de).

<sup>397</sup> F. KÜBLER, *ob. cit.*, p. 289; William Conrad KESSLER, *The German Corporation Law of 1937*, en *The American Economic Review*, Vol. 28, nº 4 (1938), p. 654.

<sup>398</sup> R. ROSENDORFF, *ob. cit.*, p. 95; F. KÜBLER, *ob. cit.*, pp. 45 y 289; J. FRANKS, C. MAYER, H. F. WAGNER, *ob. cit.*, p. 2. En este último trabajo se analiza además otro fenómeno cual es el del grado de concentración del accionariado en las compañías alemanas. Según una opinión generalmente aceptada, ésta alcanzaba una intensidad superior a la que podía detectarse en otros países. Las conclusiones de estos autores introducen serios matices en esta idea, pero, en todo caso, no cabe duda de que en Alemania se había desarrollado un modelo alejado del accionariado disperso que caracteriza a las compañías británicas y norteamericanas. En buena medida esta situación tiene su origen en la inversión directa de otras compañías. En fecha reciente (1998) F. KÜBLER, *ob. cit.*, p. 278, recoge una estimación según la cual el 70% de las sociedades anónimas alemanas serían sociedades dependientes.

<sup>399</sup> Angel ROJO FERNÁNDEZ-RIO, *La sociedad anónima como problema*, en Aurelio MENÉNDEZ MENÉNDEZ (Dir), *¿Sociedad anónima o sociedad de responsabilidad limitada? La cuestión tipológica*, Madrid (1992), pp. 80 y ss; J. M. EMBID IRUJO, *Estudio....*, pp. 15 y 19.

<sup>400</sup> W. C. KESSLER, *ob. cit.*, pp. 658 y 660; F. KÜBLER, *ob. cit.*, pp. 46; F. DE SOLA CAÑIZARES, *ob. cit.*, Tomo I, p. 39. Es discutible la exacta significación de esta cláusula y la medida en que responde a la ideología del régimen nacionalsocialista. La idea de que las empresas de cierta dimensión deben atender a ciertos intereses y necesidades colectivas no está demasiado alejada de concepciones hoy ampliamente aceptadas sobre la llamada “responsabilidad social corporativa”. Por otra parte, se trata de una idea que ya había apuntado Walter RATHENAU en su trabajo “*Vom Aktienwesen*” (citado por J. FRANKS, C. MAYER, H. F. WAGNER, p. 6). Mucho mayor recelo debió despertar en la época la posibilidad de que el Ministerio de Economía del Reich pudiera solicitar de los Tribunales la disolución de aquellas compañías cuya actividad “*pusiera en peligro el bienestar general*” o cuya actividad fuera contraria a los principios de una “administración responsable” (parágrafos 288 a 293 AtkG 1937; citado por W. C. KESSLER, p. 661).

Ley de 1965 no contiene una disposición equivalente, pero refuerza el carácter imperativo de sus disposiciones al establecer que los estatutos sólo pueden separarse de lo previsto en la misma cuando la propia norma legal lo autorice expresamente (parágrafo 23.5)<sup>401</sup>.

La drástica limitación de la autonomía de la voluntad se hace patente, en particular, en la configuración de los órganos sociales. Las reformas legislativas de 1870 y 1884 ya habían contemplado un sistema de administración integrada por dos órganos: la dirección –“*Vorstand*”- y el consejo de vigilancia –“*Aufsichtsrat*”-. La Ley de 1937 va a suprimir la posibilidad de regular estatutariamente la distribución de competencias entre los órganos sociales, que pasarán a estar determinadas legalmente<sup>402</sup>. En el nuevo esquema, la Dirección ejercerá sus competencias con autoridad propia y no como un órgano delegado de la junta. El nombramiento y la revocación de los miembros del consejo de vigilancia correspondía, originariamente, a la Junta o, en caso de que así lo previeran los estatutos, a accionistas titulares de un determinado porcentaje de acciones (parágrafo 87 AtkG 1937). A partir de 1951 se incorporarán a este órgano representantes de los trabajadores, llegándose tras la Ley de 4 de mayo de 1976 a una situación de paridad en algunas empresas, que ha configurado un auténtico régimen de cogestión<sup>403</sup>.

#### 4.2.2. El capital mínimo y la integración del capital

La propia complejidad de la nueva Ley constituía por sí sola un importante elemento disuasorio para las explotaciones de reducido tamaño. Pero el objetivo perseguido por el legislador se hará efectivo, sobre todo, a través de una nueva técnica: la exigencia de un capital social mínimo<sup>404</sup>. A partir de la entrada en vigor de la Ley la constitución de una sociedad anónima requería un capital de 500.000 reichmarks (parágrafo 7 AktG 1937). No obstante, se permitió la subsistencia de las ya constituidas con un capital superior a 100.000 reichmarks. Se trataba de una suma considerable, que se ha estimado equivalente a 1,9 millones de euros actuales<sup>405</sup>. Esta previsión obligó a la

---

<sup>401</sup> Con ello se incorporaba al texto legal la solución doctrinal precedente: F. KÜBLER, *ob. cit.*, pp. 463 y ss.; A. ROJO, *La sociedad...*, p. 82.

<sup>402</sup> F. KÜBLER, *ob. cit.*, p. 287; con gran detalle, Gaudencio ESTEBAN VELASCO, *El poder de decisión en las sociedades anónimas. Derecho europeo y reforma del Derecho español*, Madrid (1982), pp. 105 y ss

<sup>403</sup> F. KÜBLER, *ob. cit.*, pp. 659 y ss.; F. DE SOLA CAÑIZARES, *ob. cit.*, Tomo I, pp. 35 y ss.; Angel CRISTÓBAL MONTES, *La administración delegada de la sociedad anónima*, Pamplona (1977), pp. 89 y ss; G. ESTEBAN VELASCO, *ob. cit.*, pp. 185 y ss; J. M. EMBID, *ob. cit.*, pp. 590 y 591.

<sup>404</sup> La exigencia de un capital mínimo había sido acogida también en el Código de las Obligaciones suizo de 1936, con arreglo al cual las sociedades anónimas requerían un capital mínimo de 50.000 francos, de los cuales debían quedar desembolsados, al menos, 20.000. Véase, F. DE SOLA CAÑIZARES, *ob. cit.*, Tomo II, p. 430.

<sup>405</sup> G. HENN VON MÜLLER, *ob. cit.*, p. 3.

transformación de un gran número de sociedades<sup>406</sup>, y limitó drásticamente el nacimiento de nuevas compañías por acciones en el futuro<sup>407</sup>. Mucho más modesta resultaría la cifra de 100.000 marcos fijada por la Ley de 21 de agosto de 1949, tras la introducción de la nueva divisa<sup>408</sup>. La Ley de 1965 mantendría en este nivel la exigencia mínima de capital (parágrafo 7, bajo la rúbrica “*valor nominal mínimo del capital social*”), ordenándose la disolución de aquellas compañías que no cumplieran con este requisito<sup>409</sup>. Al mismo tiempo, Ley de 1937 había prohibido la emisión de acciones con un valor nominal inferior a 1.000 reichmarks (parágrafos 6 y 8). Con esta medida se pretendía evitar la especulación, excluyendo la adquisición de acciones por el pequeño inversor. La reducción a 50 marcos en 1965 (parágrafo 8.1) y, posteriormente, a 5 marcos pretendía, por el contrario, que pueda acceder a la titularidad de acciones el mayor número de personas<sup>410</sup>

La constitución de la sociedad anónima era el resultado de un complejo procedimiento, rodeado de diversas garantías encaminadas a asegurar la realidad e integridad del capital. El importe de éste y el valor nominal de las acciones debía quedar determinado en los estatutos (parágrafos 16-3º y 4º AtkG 1937 y 23.3-3º y 4º AtkG 1965). No cabe la emisión de acciones por un precio inferior a su valor nominal (parágrafos 9 AtkG 1937 y 9 AtkG 1965). La sociedad se considera constituida con la suscripción de la totalidad de las acciones por los fundadores (parágrafos 22 AtkG 1937 y 29 AtkG 1965). En el caso de aportaciones dinerarias, las acciones debían desembolsarse al menos en un veinticinco por ciento. A tal efecto, resultaba necesario acreditar que las sumas aportadas han quedado a disposición de la dirección, mediante una certificación de la entidad de crédito si el importe ha sido abonado en una cuenta de la sociedad (parágrafos 28 y 49 AtkG 1937 y 36 y 37 AtkG 1965). El abono de los desembolsos pendientes debía hacerse en la forma prevista en los estatutos (parágrafo 57 AtkG 1937; el parágrafo 63 AtkG 1965 remite, por el contrario, a una decisión de la dirección). En caso de incumplimiento, el

---

<sup>406</sup> La tendencia se había iniciado con la Ley de Transformaciones (UmwG) de 1934, con la que se pretendió fomentar la conversión de las sociedades de capital en sociedades personalistas o empresarios individuales, F. KÜBLER, *ob. cit.*, p. 46.

<sup>407</sup> W. C. KESSLER proporciona los siguientes datos a partir de las estadísticas alemanas oficiales de la época: las 7.439 sociedades anónimas existentes a finales de 1936 quedaron reducidas a 6.094 al terminar el año 1937 (frente a 30.454 sociedades limitadas). Esto supone una disminución del 18%, en el número de sociedades, aunque las que desaparecieron sólo representaban el 3% de la capitalización. Por otra parte, 2418 compañías, equivalentes a un 33% del total, tenían un capital situado entre los 100.000 y los 500.000 marcos, *ob. cit.*, pp. 653, 655, 661 y 662.

<sup>408</sup> El “*Deutsche Mark*” fue introducido en 1948. El grado de depreciación de la moneda había llegado hasta el punto de que para los activos financieros el tipo de cambio fue 10 RM = 1 DM.

<sup>409</sup> Así lo establecía la “Ley de Introducción” (artículo 2). La gravedad de la sanción se compensaba con el reconocimiento de un plazo muy amplio para proceder a la adaptación. La disolución sólo había de producirse el día 16 de diciembre de 1981 si en esta fecha no se había adoptado el acuerdo de ampliar el capital o inscrito en el Registro la transformación.

<sup>410</sup> F. KÜBLER, *ob. cit.*, p. 270. Desde 1998 se admite la posibilidad de emitir acciones sin valor nominal, véase J. M. EMBID IRUJO, *Estudio....*, p. 21.

accionista debe pagar intereses desde el vencimiento del plazo y puede llegar a ser privado de sus acciones (parágrafos 58 y 59 AtkG 1937 y 63 a 66 AtkG 1965).

Las acciones emitidas en contrapartida de aportaciones no dinerarias debían desembolsarse íntegramente. Tanto el desembolso de las aportaciones no dinerarias como el de las “*adquisiciones programadas en el acto constitutivo*” quedaban sometidos a una serie sucesiva de mecanismos de comprobación. Los fundadores debían elaborar un informe sobre la constitución, indicando con detalle los criterios de valoración adoptados. El consejo de vigilancia y la dirección se pronunciaban por escrito acerca del informe de los administradores. En determinadas circunstancias resultaba necesario, además, un examen adicional a cargo de los llamados “*revisores de la constitución*” (parágrafos 24 a 26 AtkG 1937 y parágrafos 33 a 35 AtkG 1965). La discrepancia entre todos estos informes puede ser apreciada por el Tribunal para denegar la inscripción de la sociedad (parágrafos 31 AtkG 1937 y 38 AtkG 1965). La adquisición de elementos patrimoniales por un importe superior a la décima parte del capital social, dentro de los dos años siguientes a la inscripción de la sociedad requiere autorización de la junta, y la elaboración de un informe escrito por parte del consejo de vigilancia (parágrafos 45 AtkG 1937 y 52 AtkG 1965)<sup>411</sup>. Además, los estatutos debían determinar las ventajas particulares reconocidas a los accionistas o el importe de los gastos a rembolsar como retribución de los trabajos de preparación o constitución de la sociedad (artículos 19 y 20 AtkG 1937 y 26 AtkG 1965)<sup>412</sup>.

#### 4.2.3. El aumento y la reducción del capital

En el esquema legal la junta pasa de ser el órgano soberano a un órgano con competencias específicas. Entre éstas se mantienen, no obstante, las relativas a la modificación de los estatutos sociales y a la alteración de la cifra de capital (parágrafos 103 AtkG 1937 y 119 AtkG 1965). El capital social no podía aumentarse en tanto no se hubieran desembolsado íntegramente las aportaciones pendientes (parágrafos 149 AtkG 1937 y 182.4 AtkG 1965). Curiosamente, en principio, no se exigían para las aportaciones no dinerarias realizadas en contrapartida de una ampliación de capital garantías equivalentes a las establecidas en sede de constitución (parágrafo 150 AtkG 1937; la omisión ha sido subsanada en el parágrafo 183 AtkG 1965)<sup>413</sup>. La figura del “*capital autorizado*” –*Genehmigtes Kapital*– permitía a la dirección ampliar el capital dentro de unos límites cuantitativos y temporales (cinco años y por

---

<sup>411</sup> El Derecho alemán se refiere a esta figura con el término “*Nachgründung*”, que ha sido traducido como constitución subsecuente (F. DE SOLA CAÑIZARES, *ob. cit.*, Tomo I, pp. 14) y como fundación retardada (J. M. EMBID IRUJO, *Ley Alemana...*, pp. 52).

<sup>412</sup> La compleja regulación del proceso constitutivo responde, sin duda, a una práctica mercantil en la que la constitución de la sociedad anónima no es el punto de partida del desarrollo de una empresa, sino que, por el contrario, aquella se produce como resultado de la transformación de otra forma societaria o a través de la aportación de un negocio en funcionamiento. En este sentido, A. ROJO, *La sociedad...*, p. 83.

<sup>413</sup> F. KÜBLER, *ob. cit.*, p. 364; F. DE SOLA CAÑIZARES, *ob. cit.*, Tomo I, p. 28.

importe no superior a la mitad del capital social existente en la fecha de la autorización: parágrafos 169 AtkG 1937 y 202 AtkG 1965). De esta forma se evitaba el más dilatado procedimiento de modificación de estatutos y se ponía a disposición de las sociedades por acciones una vía que permitía atender a necesidades urgentes de financiación o aprovechar las condiciones favorables del mercado de capitales<sup>414</sup>. También se contempla la ampliación con cargo a “reservas de capital” y “reservas de beneficios” (parágrafo 208 AtkG 1965).

La doctrina del mantenimiento del capital recibe una formulación expresa. Se establece como principio general la prohibición de la devolución a los accionistas de sus aportaciones, sin que se considere como tal el pago del precio de adquisición en el caso de adquisición lícita de acciones propias (parágrafos 52 AktG 1937 y 57.1 AtkG 1965). En consecuencia, en la llamada “reducción de capital ordinaria” el pago a los accionistas se condiciona al transcurso de desde la publicación de la inscripción del acuerdo. Durante este plazo los titulares de créditos anteriores pueden solicitar la constitución de una garantía idónea, siempre que no puedan ser satisfechos de otra forma. Carecen de esta facultad los acreedores que, en caso de quiebra, tuvieran la consideración de acreedores privilegiados (parágrafos 178 AtkG 1937 y 225 AtkG 1965)<sup>415</sup>. Junto a la anterior la Ley regula la “reducción de capital simplificada”, que es la que tiene por objeto “compensar pérdidas de valor, cubrir otras pérdidas o asignar cantidades a reservas de capital”. También aquí se contemplan mecanismos de protección a los acreedores. Además de excluir cualquier tipo de reintegro a los accionistas, se prohíbe la distribución de beneficios en tanto la reserva legal no alcance el diez por ciento del capital y el pago de un dividendo superior al cuatro por ciento hasta que pueda realizarse con cargo a un ejercicio que de comienzo después de haber transcurrido dos años desde el acuerdo de reducción de capital (parágrafos 187 AtkG 1937 y 229, 230 y 233 AtkG 1965)<sup>416</sup>.

Con el fin de evitar una restitución de aportaciones encubierta se introduce una regulación de los negocios sobre las propias acciones. Por regla general, la sociedad sólo podía adquirir sus propias acciones para evitar un perjuicio grave y con el límite del diez por ciento del capital. Se tipifican, no obstante, algunos supuestos de libre adquisición: en ejecución de un acuerdo de reducción de capital, si se adquirían a título gratuito estando completamente desembolsadas, o como resultado de una ejecución forzosa (parágrafos 65 AtkG 1937 y 71

---

<sup>414</sup> Al mismo tiempo, con la figura del capital autorizado se excluía una práctica anterior que cumplía una función equivalente, la de las llamadas “acciones de protección”, *Vorratsaktien*. Con el fin de evitar la rigidez que imponen los principios de íntegra suscripción y determinación estatutaria del capital, se acudía al expediente de un aumento ordinario, procediendo a la suscripción de las acciones un banco o un sindicato, con la intención de colocar efectivamente las acciones en el mercado en el momento adecuado. Dado que los suscriptores actuaban, en realidad, por cuenta o como fiduciarios de la entidad emisora, se trataba de “una participación cuestionable de la sociedad en su propio capital”, F. KÜBLER, *ob. cit.*, p. 366. También F. DE SOLA CAÑIZARES, *ob. cit.*, Tomo I, p. 29.

<sup>415</sup> Obsérvese que el Derecho alemán presupone la inscripción separada de los acuerdos de aumento o reducción de capital y de su ejecución.

<sup>416</sup> F. KÜBLER, *ob. cit.*, pp. 369 a 371; A. PÉREZ DE LA CRUZ, *ob. cit.*, pp. 174-175 y 256-257.

AtkG 1965)<sup>417</sup>. Las atribuciones patrimoniales a los socios quedaban también limitadas en razón de la prohibición de abonar un interés fijo a las acciones (parágrafos 54 AtkG 1937 y 57.2 AtkG 1965), pero, sobre todo, en razón de las importantes restricciones que se establecen en orden a la aplicación del excedente del ejercicio.

#### 4.2.4. Las cuentas anuales y la aplicación del resultado

La Ley alemana de 1937 se ocupaba detalladamente de los diversos aspectos relacionados con las cuentas anuales de las sociedades anónimas, con un enfoque que se ha calificado de “ordenancista”<sup>418</sup>. La Ley no sólo imponía unos esquemas formales de balance y cuenta de pérdidas y ganancias, sino que establecía con carácter imperativo los criterios de valoración que los administradores debían utilizar en la confección de estos documentos. El punto de partida es la exigencia de que las cuentas anuales se formulen de forma “clara y nítida”, con el fin de reflejar una “visión lo más segura posible de la situación de la sociedad” (parágrafos 129,I AtkG 1937 y 149 AtkG 1965). No obstante, el principio preponderante de forma absoluta era el de prudencia<sup>419</sup>. En consecuencia, el criterio del coste de adquisición o producción constituía la regla fundamental en orden a contabilización de los activos fijos. Asimismo, se regulan las correcciones valorativas que resultaba necesario reflejar en caso de depreciación de los elementos que integraban el patrimonio de la sociedad (parágrafos 131 a 133 AtkG 1937 y 152 a 157 AtkG 1965). De esta forma, la Ley favorecía la constitución de reservas ocultas, bien mediante la infravaloración de activos o la estimación exagerada de los pasivos. La “imagen segura” que se proclamaba como principio general llegó a entenderse en el sentido de que la lectura de los documentos contables no debía conducir a una sobrevaloración de resultados de la explotación o el patrimonio de la compañía<sup>420</sup>.

---

<sup>417</sup> La regulación vigente contempla un catálogo mucho más amplio de supuestos en los que una sociedad anónima puede adquirir sus propias acciones, junto con una reglamentación detallada de la figura en los artículos 70 a 71e, al respecto, véase J. M. EMBID IRUJO, *Ley Alemana.....*, pp. 61 a 64.

<sup>418</sup> José M<sup>a</sup> GONDRA ROMERO, *Significado y función del principio de “Imagen Fiel” (“True and fair view”) en el sistema del nuevo Derecho de Balances*, en VV.AA., *Derecho Mercantil de la Comunidad Económica Europea – Estudios en homenaje a José Girón Tena*, Madrid (1991), p. 558, y la bibliografía allí citada.

<sup>419</sup> J. M. GONDRA, *Significado.....*, p. 559.

<sup>420</sup> Véase, E. KOSIOL, *Bases of Valuation in German Corporate Balance Sheets*, *The Accounting Review*, Vol. 12, nº 4 (1937), pp. 355 y ss.; J. M. GONDRA, *Significado.....*, p. 560 y la bibliografía alemana allí citada. A su vez, Mark SPOERER, *Window-dressing in German Inter-War Balance Sheets*, *Accounting Business and Financial History* (1998), pp. 351 y ss., ha puesto de relieve como la actualización del valor de los activos según el criterio de las propias compañías, había permitido a las sociedades por acciones alemanas aflorar beneficios ficticios en los años 20. Por el contrario, la Ley de 1937, que se había limitado a incorporar una serie de disposiciones adoptadas como medidas de emergencia en 1931, estimuló la aparición de reservas ocultas y la sobredotación de provisiones. El hecho de que los accionistas admitieran un nivel de distribución de dividendos muy inferior al que hubiera sido posible se relaciona, de nuevo, con la estructura concentrada del capital propia de las sociedades anónimas alemanas.

Una vez determinado el excedente del ejercicio, con arreglo a los criterios anteriores, la Ley obligaba a destinar la vigésima parte del mismo a la dotación de una reserva legal, hasta alcanzar la décima parte del capital social o la porción superior que determinen los Estatutos (parágrafos 130 AtkG 1937 y 150 AtkG 1965). De acuerdo con la distribución de competencias entre los órganos sociales, el balance y la cuenta de pérdidas y ganancias quedan aprobados si el consejo de vigilancia sanciona la propuesta de la dirección. La dirección y el consejo de vigilancia pueden destinar una porción no superior a la mitad del excedente a la dotación de reservas (e, incluso, en una cuantía superior, si así lo prevén los Estatutos). La decisión de la junta general sobre la aplicación del resultado se proyecta exclusivamente sobre el remanente. La Junta todavía quedaba facultada para destinar una parte de estas ganancias a la integración de las reservas voluntarias (parágrafos 125 y 126 AtkG 1937 y 58 y 172 a 174 AtkG 1965). Se ha adoptado, por tanto, un esquema que estimula de forma muy enérgica la autofinanciación de las sociedades anónimas<sup>421</sup>.

#### 4.2.5. La pérdida del capital

Finalmente, el tratamiento de la pérdida del capital se realiza, al margen de las causas de disolución de la sociedad, como uno de los deberes de información que incumben a la dirección. Ésta debe convocar a la junta general siempre que un balance refleje o pueda presumirse de otra forma la pérdida de la mitad del capital (parágrafos 80 AtkG 1937 y 92 AtkG 1965). Se trata de un disposición establecida en interés de los accionistas, a través de la que se trata de garantizar el inmediato conocimiento de la situación de desequilibrio patrimonial<sup>422</sup>. La tutela de los acreedores se remite a lo que pueda resultar de la aplicación del régimen concursal, puesto que la dirección debía solicitar la suspensión de pagos o la quiebra de la sociedad en caso de insolvencia o sobreendeudamiento<sup>423</sup>.

### 4.3. Las restantes legislaciones europeas

#### 4.3.1. El Código Italiano de 1942

---

<sup>421</sup> W. C. KESSLER, *ob. cit.*, p. 659; F. KÜBLER, *ob. cit.*, pp. 354 y 355.

<sup>422</sup> Una de las líneas fundamentales de la Ley de 1937 es, precisamente, el fortalecimiento del derecho de información del accionista. La crisis de los años 30 del siglo pasado había provocado la quiebra de algunas compañías aparentemente sólidas, como la empresa textil *Nordwolle* o *Danatbank*, la tercera entidad bancaria del país. Estos episodios pusieron de relieve la deficiente información que los accionistas recibían sobre la situación y el desarrollo de la actividad de las sociedades anónimas, F. KÜBLER, *ob. cit.*, p. 46.

<sup>423</sup> J. MACHADO, *ob. cit.* pp. 116 y ss.

El Código Italiano aprobado por Decreto de 16 de marzo de 1942 mantiene los aspectos esenciales del régimen anterior en relación a la integración y la defensa del capital social<sup>424</sup>. La novedad más destacada era la exigencia de un capital mínimo de un millón de liras para la constitución de una sociedad anónima (artículo 2327)<sup>425</sup>. En el caso de aportaciones dinerarias, se mantiene la regla anterior que exigía acreditar el depósito en una entidad de crédito de, al menos, las tres décimas partes del capital social (artículo 2329). Las aportaciones no dinerarias pasan a estar sometidas a un doble mecanismo de comprobación. En primer término, un experto designado por el presidente del tribunal elaboraba un informe indicando los criterios de valoración seguidos, en el que debía incluir además la manifestación de que el valor atribuido no resultaba inferior al nominal de las acciones emitidas. Además, dentro de los seis meses siguientes los administradores y los síndicos debían proceder a una revisión de las estimaciones (artículo 2343)<sup>426</sup>.

El régimen de protección de acreedores en caso de reducción de capital sigue el mismo esquema que en el Código de 1882, manteniéndose en sede judicial el ejercicio del derecho de oposición. La restitución de aportaciones se tipifica como un supuesto de “*reducción del capital excesivo*” (“*riduzione del capitale exuberante*” según la rúbrica del artículo 2445). La terminología utilizada por el legislador suscitaba el problema de si el acuerdo de reducción había quedado sometido a un requisito sustantivo adicional. El de que, objetivamente, se hubiera producido un desfase entre el patrimonio de la sociedad y el efectivamente necesario para el desarrollo de la actividad empresarial<sup>427</sup>. En relación a las acciones propias, se mantienen los mismos requisitos del Derecho anterior: autorización por la asamblea, adquisición con cargo a beneficios “*regularmente acreditados*” e íntegro desembolso de las acciones. Se introduce, no obstante, una matización en cuanto que se atribuye la facultad de adquirir las acciones a la sociedad y no a los administradores<sup>428</sup>. Además, se incorpora una previsión que opera en el ámbito interno de la sociedad, cual es la suspensión del derecho de voto de las acciones en autocartera (artículo

---

<sup>424</sup> En relación al Derecho italiano de sociedades en este periodo, véase, Antonio BRUNETTI, *Trattato del diritto delle società*, IV, *Società per azioni*, Milán (1948); Lorenzo MOSSA, *Trattato del nuovo diritto commerciale*, IV, *Società per azioni*, Padua (1957), y, en nuestra doctrina, F. DE SOLA CAÑIZARES, *ob. cit.*, Tomo II, pp. 189 a 221.

<sup>425</sup> La depreciación monetaria posterior eliminó prácticamente la trascendencia práctica de esta exigencia, pero, originariamente, al igual que en la Ley Alemana de 1937 se trataba de un requisito relevante. Se ha estimado que en 1942 menos del veinte por ciento de las sociedades anónimas italianas tenían un capital superior al millón de liras, J. RUBIO, *ob. cit.* p. 38.

<sup>426</sup> Las referencias que se hacen a las disposiciones del Código proceden de la redacción original reseñada en la edición preparada por Adolfo DI MAJO, *Codice Civile*, Milán (1990). Hay una traducción al español de los artículos del Código italiano de 1942 relativos a la sociedad anónima a cargo de Jesús BLANCO CAMPAÑA, en Documentación Jurídica, nº 55 (1987), Centro de publicaciones del Ministerio de Justicia.

<sup>427</sup> En este sentido, A. BRUNETTI, *ob. cit.*, II, p. 172, aunque acabó prevaleciendo la opinión contraria, A. PÉREZ DE LA CRUZ, *ob. cit.*, p. 172.

<sup>428</sup> Giulio PARTESOTTI, Le operazioni sulle azioni, en G. E. COLOMBO y G. B. PORTALE, *Trattato delle Società per azioni*, Tomo 2 (1) *Azioni- Gruppi*, Torino (1991), p. 380.

2357). La ya conocida prohibición de conceder anticipos sobre las propias acciones se amplía al otorgamiento de “*prestamos a terceros para su adquisición*” (artículo 2358). Se excluye, expresamente, la posibilidad de invertir “*el propio capital*” en acciones de la sociedad dominante (artículo 2359).

En materia de cuentas anuales se produce un avance significativa frente al Código anterior, al establecerse reglas precisas y detalladas sobre el contenido del balance, mencionado las partidas que deben figurar en el activo y en el pasivo (artículo 2424), y sobre la valoración de los elementos del activo (artículo 2425)<sup>429</sup>. Se introduce una regla específica sobre el fondo de comercio (“*avviamento*”). Este puede “*ser inscrito*” en el activo del balance cuando haya sido satisfecha una suma por tal concepto en la adquisición del establecimiento al cual se refiere, y por un importe no superior al precio pagado. Esta partida debía ser amortizada en los ejercicios siguientes según el “*prudente criterio*” de síndicos y administradores (artículo 2427). La reserva legal se fija en la quinta parte del capital social (artículo 2428), en tanto no se alcanzara esta cuantía no podían distribuirse las sumas percibidas por la sociedad en concepto de primas de emisión de acciones (artículo 2430). Asimismo, se prevé la dotación de un fondo “*para indemnizaciones de ancianidad o de servicios*” a los empleados (artículo 2429). La distribución de dividendos sólo podía llevarse a cabo a partir de “*beneficios realmente obtenidos*” según un “*balance regularmente aprobado*” (artículo 2433)<sup>430</sup>. La pérdida del capital puede conducir de forma indirecta a la disolución de la sociedad. La reducción de capital tiene carácter obligatorio en caso de pérdida de un tercio del capital (artículo 2446). Si como consecuencia de la reducción el capital llega a quedar fijado en una cuantía inferior al mínimo legal se impone la recapitalización o la transformación de la sociedad (artículo 2447)<sup>431</sup>.

### 4.3.2. La Ley británica de 1948

La evolución del Derecho de sociedades en el Reino Unido en la primera mitad del siglo XX se produce a impulso de los trabajos de comisiones especializadas, cuyas recomendaciones constituyen el punto de partida de las sucesivas reformas legislativas. Esta práctica dio lugar a nuevos textos consolidados de la *Companies Act* en 1908 (basada en el “*Informe Lorenburn*”), 1929 (a partir del “*Informe Greene*”) y 1948 (en ejecución del “*Informe Cohen*”) <sup>432</sup>. La reforma de 1908 introduce el concepto de “*private company*” como una figura de carácter excepcional en el sistema general de la Ley. Estas

---

<sup>429</sup> Giovanni E. COLOMBO, *Il Bilancio D'Esercizio*, en G. E. COLOMBO y G. B. PORTALE, *ob. cit.*, Tomo 7 (1) *Bilancio d'esercizio e consolidato*, p. 21.

<sup>430</sup> Las reglas anteriores amortización y dotaciones tienen un componente fundamentalmente técnico puesto que, en definitiva, se orientan a cuantificar con un mayor grado de precisión el valor de los activos y la cuantía de las responsabilidades asumidas por la sociedad, pero en su momento fueron valorados como el resultado de una opción de política legislativa encaminada a limitar la distribución de dividendos, G. RIPERT, *ob. cit.*, p. 224.

<sup>431</sup> J. MACHADO, *ob. cit.* pp. 164 y 165.

<sup>432</sup> G. MORSE, *ob. cit.* p. 9; L. GOWER, *ob. cit.* pp. 49, 487 y 488.

se definen como aquellas en cuyos estatutos se restringe la transmisión de sus acciones, se limita a 50 el número de socios (sin incluir entre éstos a los empleados de la compañía) y se excluye cualquier tipo de apelación al público en orden a la suscripción de acciones o títulos de deuda (Sección 121 CA 1908). En contrapartida, quedaban dispensadas de determinados requisitos y, en particular, de la obligación de someter a autoría y hacer públicos sus balances y cuentas de pérdidas y ganancias<sup>433</sup>.

Las Leyes de 1929 y 1948 introdujeron un desarrollo de la doctrina del mantenimiento del capital que dará lugar a serias dificultades de interpretación y aplicación en el futuro<sup>434</sup>. El principio de la conservación del capital ya había quedado bien establecido, como principio de Derecho común, en relación con la adquisición por la sociedad de sus propias acciones (en el caso *Trevor v. Whitworth* [1887])<sup>435</sup>. La nueva Ley da un paso más y reglamenta en términos muy restrictivos las condiciones en las que, en caso de oferta pública, cabía abonar una comisión al agente encargado de la colocación de las acciones (Sección 53 CA 1948). A continuación, como un supuesto diferenciado, establece la prohibición de proporcionar asistencia financiera a un tercero con la finalidad de adquirir las acciones (Sección 54 CA 1948). La regla se formula en términos muy amplios. Las compañías no podían “...proporcionar, directa o indirectamente, a título de préstamo, garantía, fianza o a través de cualquier otra fórmula análoga, asistencia financiera...”, con el propósito o en relación a la compra o suscripción, ya efectuada o a realizar en el futuro, por cualquier persona, sobre las acciones de la propia compañía o de su compañía matriz. Se exceptuaban de la prohibición las operaciones comprendidas dentro del tráfico habitual de la compañía y las que tuvieran por objeto facilitar la adquisición de acciones por parte de empleados y directivos de la compañía<sup>436</sup>.

La Ley de 1948 incrementó las exigencias de transparencia y rigor en las cuentas anuales, y asimiló la prima de emisión al estatuto del capital<sup>437</sup>, sin perjuicio de lo cual el sistema contable británico mantuvo unos planteamientos

---

<sup>433</sup> G. MORSE, *ob. cit.* pp. 9 y 49; L. GOWER, *ob. cit.* pp. 12 y 13.

<sup>434</sup> El texto de las Leyes de sociedades de 1908 y 1948 está disponible en [www.opsi.gov.uk](http://www.opsi.gov.uk).

<sup>435</sup> En el caso debatido, los herederos de un socio fallecido reclamaban de una sociedad en liquidación el pago del precio pendiente en la compra realizada por esta última de sus propias acciones. El liquidador se opone a la pretensión y la *House of Lords* ratifica la nulidad de la transacción, si bien a través de dos líneas de argumentación diferentes. La primera, que los *Articles of Association* no autorizaba a la sociedad para recomprar sus propias acciones, por lo que la adquisición había sido realizada *ultra vires*. En segundo término –y es aquí donde aparece la doctrina del mantenimiento del capital– porque los acreedores tienen derecho a esperar que los fondos aportados en primer término por los socios permanezcan en el patrimonio social, carecería de sentido el riguroso régimen de la reducción de capital si las compañías pudieran eludirlo a través del simple expediente de la recompra de sus acciones. Véase, G. MORSE, *ob. cit.*, p. 216; J. GREY, *ob. cit.*, p. 97; A. McGEE, *ob. cit.* p. 2; A. DIGNAM y J. LOWRY, *ob. cit.*, p. 124.

<sup>436</sup> Sobre el origen y la formación del concepto de “asistencia financiera”, Catherine ROBERTS, *Financial Assistance for the acquisition of shares*, Oxford (2005), pp. 7 y ss.

<sup>437</sup> L. GOWER, *ob. cit.*, p. 489.

bastante alejados de los habituales en las legislaciones continentales. Las compañías disponían de una amplia libertad en la presentación de las cuentas anuales, con tal de que éste reflejaran, al cierre del ejercicio una marcha verdadera y correcta (*"true and fair view"*) del desarrollo de los negocios (Sección 149 CA 1948). Los requerimientos legales se conciben como *standards* mínimos que se conectan con específicos deberes de publicidad, por ejemplo, la exigencia de información en relación a los criterios de valoración de los activos adoptados. El principio de imagen fiel no responde a una exigencia de veracidad intrínseca, sino que constituye un criterio para valorar, en su caso, si la información suministrada ha cubierto adecuadamente las expectativas razonables de socios, inversores y acreedores<sup>438</sup>. Se trata, en definitiva, de un sistema en el que interactúan diversas piezas y, en particular, la práctica profesional de contables y auditores y la responsabilidad de los administradores.

### 4.3.3. La Ley francesa de 1966

La Ley francesa de 1867 fue objeto de numerosas modificaciones parciales antes de su derogación en 1966. En relación al capital social, el Decreto Ley de 31 de agosto de 1937 estableció un mecanismo de control de las aportaciones dinerarias similar al previsto en el Código italiano de 1882. El desembolso debía realizarse en la Caja de depósitos y consignaciones o en el estudio de un Notario, y los recibos de depósito debían presentarse al notario ante el que se realizara la declaración relativa a la suscripción del capital. La Ley de 19 de agosto de 1893 había exigido el íntegro desembolso de las acciones emitidas en contrapartida de una aportación no dineraria y prohibió su negociación durante los dos años siguientes a la suscripción. Los Decretos Leyes de 8 de agosto de 1935 y 31 de agosto de 1937 añadieron un régimen de incapacidades e incompatibilidades para los socios que debían actuar como *"comisarios"*, de cara a la revisión de las aportaciones no dinerarias por la asamblea general. El Decreto de 4 agosto de 1949 elevó a 10.000 francos el valor nominal mínimo de las acciones (si bien, con un complejo régimen transitorio). Con ello se mantiene el criterio de la Ley de 1867, que había visto en la exigencia de un elevado nominal un remedio contra la especulación de los títulos, si bien actualizando las cuantías que habían quedado desfasadas. En sede de publicidad, la Ley de 9 de abril de 1949 contempló la publicación de un extracto de los actos inscribibles en el Boletín Oficial del Registro de Comercio. Por lo que se refiere a las cuentas anuales, el Decreto Ley de 1935 impuso a los administradores la obligación de establecer cada año *"en la misma forma que en el anterior"* el balance y la cuanta de pérdidas y ganancias, así como la de seguir *"los mismos métodos de valuación"*<sup>439</sup>.

---

<sup>438</sup> Véase, J. M. GONDRA ROMERO, *Principio....*, pp. 564 a 567 y la bibliografía allí citada.

<sup>439</sup> En relación a las modificaciones anteriores y el contenido material del Derecho de sociedades en Francia en este periodo, véase G. RIPERT, *ob. cit.*, pp. 217 a 220, 269, 276, 279, 293, 401, 495 y F. DE SOLA CAÑIZARES, *ob. cit.*, Tomo II, pp. 491 a 517.

La Ley de 24 de julio de 1966 sobre las sociedades comerciales comprendía 509 artículos<sup>440</sup>. Es un claro ejemplo de la tendencia hacia una regulación cada vez más minuciosa y de carácter imperativo<sup>441</sup>. La sociedad por acciones se define como aquella que es designada por “*una denominación social que debe ser precedida o seguida de la mención de la forma de sociedad y de la cuantía del capital social*” (artículo 70). Junto a este mecanismo adicional de publicidad se acoge la exigencia de un capital mínimo, fijado originariamente en 500.000 francos, si la sociedad acudía al ahorro público, y en 100.000 francos en caso contrario (artículo 71). Por lo demás, el estatuto del capital presenta pocas novedades. En caso de aportación dineraria, era preciso el desembolso de, al menos, una cuarta parte del valor nominal de las acciones, y ahora se limita a cinco años el plazo para hacer efectivo la parte de capital no desembolsado. Las acciones liberadas con cargo a aportaciones no dinerarias, al igual que en el Derecho anterior, debían quedar completamente desembolsadas desde el momento de su emisión (artículo 75). El régimen de verificación de las aportaciones tampoco sufre alteración (artículos 78 y 85 para las dinerarias y 80 y 86 para las no dinerarias).

En sede de reducción de capital, se reconoce un derecho de oposición a los acreedores, salvo en el caso de reducción por pérdidas. La oposición debía ejercitarse en vía judicial. El tribunal podía rechazarla, ordenar que fuera satisfecho el crédito o la constitución de una garantía “*si la sociedad la había ofrecido y ésta se considera suficiente*” (artículo 216). Se prohíbe la compra de acciones propias, salvo en ejecución de un acuerdo de reducción de capital (artículo 217)<sup>442</sup>. La regla que exigía la continuidad de los criterios de valoración contables podía salvarse en el caso de que la modificación fuera aprobada expresamente por la asamblea general, a la vista de los informes justificativos emitidos por los administradores, la dirección y los comisarios de cuentas (artículo 341). La Ley imponía la dotación de un reserva legal, que debía alcanzar un décima parte del capital social (artículo 345) y esta previsión iba seguida de una serie de reglas encaminadas evitar la distribución de “*dividendos ficticios*” (artículos 344, 346 y 347).

El tratamiento de la pérdida del capital va a sufrir un cambio de orientación radical con respecto a la Ley de 1867. Esta última había adoptado un sistema de disolución facultativa. Los administradores debían convocar la Junta en caso de pérdida de las tres cuartas partes del capital, si bien ésta podía decidir discrecionalmente acerca de la disolución anticipada o la continuidad de la compañía. Por el contrario, ahora, dentro de los cuatro meses siguientes a la aprobación de unas cuentas anuales que reflejen la pérdida de las tres cuartas partes del capital, resultaba preceptiva la convocatoria de una junta general. La

---

<sup>440</sup> El texto original de la Ley está disponible en [www.legifrance.gouv.fr](http://www.legifrance.gouv.fr) además puede consultarse una versión en español, a cargo de Jesús BLANCO CAMPANA, en Documentación Jurídica, nº 55 (1987), Centro de publicaciones del Ministerio de Justicia.

<sup>441</sup> Philippe MERLES – Anne FAUCHON, *Droit comercial. Sociétés commerciales*, Paris (2008), p. 28.

<sup>442</sup> A. PÉREZ DE LA CRUZ, *ob. cit.*, p. 169; Michel DE JUGLRAT – Benjamín IPPOLITO, *Cours de Droit Comercial*, Paris (1968), p. 502; P. MERLES – A. FAUCHON, *ob. cit.*, pp. 697 y 698.

Junta debía deliberar sobre la eventual “disolución anticipada” de la sociedad o la reducción de capital. En ambos casos, la decisión de la junta debía ser objeto de publicidad. En defecto de convocatoria de la junta o de la válida adopción de un acuerdo social, “*cualquier interesado*” podía solicitar la disolución judicial de la sociedad (artículo 241)<sup>443</sup>.

## 4.5. La Ley española de 1951

La Ley española de 17 de julio de 1951 se inserta en la corriente de reforma del régimen de las sociedades anónimas que se desarrolla en los años centrales del siglo XX. La Exposición de Motivos alude a un “*...Derecho universal de la sociedad por acciones...*” y a la pretensión de “*...instaurar entre nosotros las normas prudentes de un Derecho universal...*”<sup>444</sup>. Es patente, en concreto, la influencia de la Ley alemana de 1937, que se manifiesta en la propia caracterización legal de la figura: “*en la sociedad anónima, el capital, que estará dividido en acciones se integrará por las aportaciones de los socios quienes no responderán personalmente de las deudas sociales*” (artículo 1). Frente al principio dispositivo del Código de Comercio, la Ley de 1951 reviste un marcado carácter imperativo. En consecuencia, se ordena su aplicación “*...a todas las sociedades anónimas, cualquiera que fuera el momento en que fueron creadas, y el contenido de sus estatutos, que no podrán ser aplicados en contradicción con esta Ley...*” (Disposición Transitoria 1<sup>o</sup>, que sigue exactamente la solución contraria a la que en su día había acogido el artículo 159 del Código de 1885).

La Ley adopta como principio fundamental el de la “*determinación y unidad del capital social*”<sup>445</sup>. A diferencia de lo que sucedía bajo el régimen del Código de 1885, el capital debía quedar íntegramente suscrito (artículo 8) y determinado en los estatutos sociales (artículo 11, tercero, apartados f y g). Por este motivo quedaba suprimido para el futuro el “capital en cartera”, si bien las sociedades que a la entrada en vigor de la Ley tuvieran acciones en cartera podían conservarlas y ponerlas en circulación con arreglo a sus estatutos (Disposición Transitoria 4<sup>a</sup>). De nuevo en palabras de la Exposición de Motivos, esta importante alteración quedaba compensada con ventaja por “*...la implantación del capital autorizado, que cumple análogos fines que el capital en cartera, sin crear ninguna oscuridad en cuanto a la situación económica de la sociedad, ni dar ocasión a manipulaciones...*”. Ha de tenerse en cuenta, en todo caso, que

---

<sup>443</sup> J. MACHADO, *ob. cit.* pp. 138 y ss.

<sup>444</sup> La gestación de la Ley tampoco fue sencilla en nuestro país; al respecto, véase J. GARRIGUES – R. URÍA, *Comentario a la Ley de Sociedades Anónimas*, Madrid (1976), Tomo I, pp. 67 y ss. El antecedente inmediato está constituido por el Anteproyecto elaborado en 1948 por el Instituto de Estudios Políticos, y que fue publicado ese mismo año, junto con un detallado estudio preliminar, bajo el título “*Reforma de la Sociedad Anónima*”.

<sup>445</sup> J. GARRIGUES, *Curso...*(1976), p. 439; J. GIRÓN, *Derecho...*, p. 52; J. RUBIO, *Curso...*, pp. 72 y 73; R. URÍA, *ob. cit.*, pp. 184 y 185.

el llamado “*capital autorizado*” (artículo 96) no es verdadero capital. No está representado por acciones ni figura en el pasivo del balance<sup>446</sup>.

El Anteproyecto de 1948 contemplaba la necesidad de un capital mínimo de cinco millones de pesetas. Se trataba de una cifra muy considerable para la época, cuya equivalencia en términos actuales podría situarse en torno a los 2,1 millones de euros<sup>447</sup>. La información pública no fue favorable a esta nueva exigencia, que desapareció en el texto definitivo<sup>448</sup>. Se introduce, por el contrario, una previsión particular que requería la adopción de la forma anónima para las sociedades “...*que limiten en cualquier forma la responsabilidad de los socios y tengan un capital superior a cinco millones de pesetas...*”, quedando exceptuadas de esta previsión las sociedades comanditarias simples (artículo 4)<sup>449</sup>. De esta forma, se respetaba la práctica arraigada en algunas partes de España de acudir a la anónima como forma jurídica de empresas de carácter familia, pero se reservaba en exclusiva el tipo social para las grandes empresas. Es decir, para aquéllas de las que -en razón de sus necesidades de capitalización- cabía presumir que acudirían, en mayor o menor medida, al ahorro público<sup>450</sup>. Las sociedades de responsabilidad limitada o comanditarias por acciones con un capital superior disponían de un plazo de tres meses, a contar desde la entrada en vigor de la Ley, para reducirlo o transformarse en sociedad anónima, “...*entendiéndose, en otro caso, que quedarán disueltas de pleno derecho...*” (Disposición Transitoria 3º).

El estatuto del capital, responde a un esquema general ya bien definido en las legislaciones de nuestro entorno. En primer término, se establecen una serie de garantías encaminadas a asegurar la efectiva integración del mismo, tanto en

---

<sup>446</sup> J. RUBIO, *Curso...*, pp. 72.

<sup>447</sup> Las enormes diferencias económicas y sociales entre la España de 1948 y la de 2010 confieren una gran relatividad a este tipo de equivalencias. A pesar de ello, ha parecido oportuno aportar un dato numérico, que resulta bastante expresivo acerca de la orientación de política legislativa del Anteproyecto. A tal efecto, se han tomado en consideración los datos que sobre el incremento del Índice de Precios al Consumo publica el Instituto Nacional de Estadística (disponibles desde 1961) y los reseñados por José Luis GARCÍA RUIZ, *La inflación en la España del siglo XX: teorías y hechos*, Boletín Económico de ICE, nº 2667 (2000). La actualización del valor de 5 millones de pesetas de 1948 se situaría entre 351 y 361 millones en 2010. Es decir, entre 2,10 y 2,16 millones de Euros.

<sup>448</sup> No por ello debemos concluir, por ello, que la Ley española se alejaba radicalmente del resto de las legislaciones europeas de la época. En el momento de la publicación de la Ley, la depreciación monetaria había alterado drásticamente el significado originario del capital mínimo en la Ley alemana de 1937 y en el Código Italiano de 1942. Las difíciles condiciones de la posguerra que, sin duda, aconsejaron en España prescindir del requisito del capital mínimo, también habían impedido su actualización en los demás ordenamientos.

<sup>449</sup> La Ley de 5 de diciembre de 1968 elevó a cincuenta millones de pesetas el importe de esta cifra máxima de capital.

<sup>450</sup> J. GARRIGUES – R. URÍA, *Comentario...*, Tomo I, pp. 132 a 135. No hay que olvidar que en el momento en que se redactan estos preceptos no había un modelo alternativo de sociedad de capitales a la sociedad anónima. La sociedad de responsabilidad limitada no había sido regulada en el Código de Comercio y vivía, en la práctica, en una situación de total incertidumbre.

el momento fundacional, como en caso de aumento de capital<sup>451</sup>. Junto a la íntegra suscripción la Ley impone el desembolso de, al menos, una cuarta parte del capital (artículo 8), y se contemplan mecanismos encaminados a asegurar el desembolso de la porción restante (artículo 44). Se prohíbe la emisión de acciones por debajo de la par (artículo 36) o sin responder a una efectiva aportación patrimonial (artículo 33). En cuanto a las aportaciones dinerarias, la Ley no preveía mecanismos de verificación externa, limitándose a sancionar la necesidad de que se realizaran en moneda nacional o se determinara su equivalencia (artículo 31). La DGRN llegará a exigir, no obstante, que en la escritura de constitución se hiciera constar, de manera clara e inequívoca, que el desembolso se había ingresado en la caja social (RR. de 1 de agosto de 1958 y 19 de mayo de 1977). En relación a las aportaciones no dinerarias, se contempla la responsabilidad solidaria de los fundadores en relación a su “realidad” y “valoración” (artículo 13), y se imponía a los administradores la obligación de proceder a su revisión en un plazo de cuatro meses. A su vez, cualquier accionista podía solicitar del juez el nombramiento de un perito que revisara la valoración efectuada por los administradores (artículo 32,I y II). Las adquisiciones realizadas por la sociedad dentro del primer año a partir de su constitución debían ser aprobadas por la Junta general, previo informe de los administradores, siempre que excedieran de la décima parte del capital social (artículo 32,VI).

Las novedades más destacadas se relacionan con la doctrina del mantenimiento del capital. Aquí aparece, de nuevo y con especial intensidad, la influencia de la Ley alemana de 1937. La ejecución de un acuerdo de reducción “..que implique restitución de sus aportaciones a los accionistas..” no podía llevarse a cabo en tanto no transcurriera un plazo de tres meses a contar de la fecha del último anuncio publicado. Durante este plazo los “acreedores ordinarios” podían oponerse si sus créditos no eran satisfechos o la sociedad no aportaba garantías. Cualquier pago realizado en contravención de estas reglas se declaraba nulo (artículo 99). La garantía de los acreedores se centra en la atribución a éstos de un derecho de oposición, que, a diferencia de lo que se preveía en el Derecho anterior (artículo 168 Código de Comercio) se ejercita y se resuelve de forma extrajudicial<sup>452</sup>. No era preciso acudir al mecanismo anterior “..cuando la reducción de capital tenga por única finalidad reestablecer el equilibrio entre el capital y el patrimonio de la sociedad disminuido por consecuencia de pérdidas.” (artículo 99).

La adquisición de acciones propias se reglamentaba con un carácter muy restrictivo. La sociedad podía adquirir sus propias acciones, con obligación de amortizarlas, en dos supuestos. En ejecución de un acuerdo de reducción de capital o a título de compraventa o permuta, con cargo a beneficios y reservas

---

<sup>451</sup> La doctrina hablaba de un “principio de efectividad”, J. RUBIO, *Curso...*, p. 73, o de “correspondencia mínima”, J. GIRÓN, *Derecho...*, p. 52.

<sup>452</sup> J. GARRIGUES – R. URÍA, *Comentario...*, Tomo II, pp. 342 y 343; J. RUBIO, *Curso...*, pp. 86 y 87; J. GIRÓN, *Derecho...*, p. 521; A. PÉREZ DE LA CRUZ, *ob. cit.*, pp. 190 y 191. En esta línea, el RRM de 1956 permitía la inscripción de la reducción de capital en base a las declaraciones contenidas en la escritura que documentaba el acuerdo, incluso aun cuando se hubiera formulado oposición por los acreedores (artículo 117).

libres. La adquisición sin obligación de amortizar sólo podía realizarse a título oneroso distinto de la compraventa o la permuta, con la finalidad de evitar un daño grave a la sociedad y previa autorización de la Junta<sup>453</sup>. Las acciones así adquiridas debían estar completamente desembolsadas y se enajenadas “..en el más breve plazo..”. Entre tanto, “..quedará en suspenso el ejercicio incorporados a las acciones que posea la sociedad..”. No se sometía a estos requisitos la adquisición de acciones a título gratuito (artículo 47).

El Derecho español de sociedades había mantenido tradicionalmente un criterio muy restrictivo en relación a la adquisición derivativa de acciones propias. El Código de Comercio sólo había permitido la adquisición con el fin de proceder a su amortización (artículo 166), excluyendo en todo caso el préstamo con garantía de las propias acciones (artículo 167). Se excluía, por tanto, de forma absoluta la posibilidad de que una sociedad anónima llegara a tener acciones en autocartera. La LSA de 1951 introdujo un régimen más detallado (claramente inspirado en el de la Ley alemana de 1937), que limitaba el rigor del principio prohibitivo. Como regla general, la adquisición de acciones debía conducir a su amortización, tanto si se había realizado “con cargo al capital” o “con los beneficios y reservas libres” (artículo 47,I y II, primer inciso). No obstante, la sociedad podía mantener las acciones en autocartera (es decir, “sin necesidad de amortizarlas”) si se cumplían determinadas condiciones: que la adquisición fuera a título oneroso, se realizara con cargo a los beneficios y reservas libres, las acciones estuvieran completamente desembolsadas, hubiera sido autorizada por la junta y se hiciera “para evitar un daño grave”. En todo caso, resultaba lícita la adquisición de acciones a título gratuito (artículo 47,II, segundo inciso, y III). Las acciones en autocartera debían ser vendidas “en el más breve plazo”, quedando en suspenso, entre tanto, “el ejercicio de los derechos incorporados a las acciones que posea la sociedad” (artículo 47,III).

La Ley introduce una regla fundamental en relación a la distribución de dividendos. Estos sólo podían ser pagados “..en razón de beneficios realmente obtenidos o de reservas de efectivos de libre disposición, siempre que el valor del activo no sea inferior al capital social” (artículo 107,I). Al mismo tiempo, se impone una detracción previa. Las sociedades que obtuvieran en el ejercicio económico beneficios líquidos superiores al seis por ciento del importe nominal de su capital debían extraer, como mínimo, un diez por ciento, hasta constituir un fondo de reserva equivalente a la quinta parte del capital desembolsado. De esta reserva sólo cabía disponer para cubrir el saldo deudor de la cuenta de pérdidas y ganancias. En tanto no hubiese quedado cubierta no podían ser distribuidas las cantidades percibidas por la emisión de acciones con prima (artículo 106). La efectividad de todas estas previsiones descansaba en una regulación detallada “del Balance” (tal como se intitulaba el Capítulo VI de la

---

<sup>453</sup> No resulta fácil identificar los supuestos de autocartera permitida. Probablemente, la Ley había querido restringirla a supuestos como la transacción, la adjudicación en pago o la adquisición en un procedimiento de ejecución forzosa, en los que previsiblemente éste resultaba ser la única vía de hacer efectiva una deuda del socio con la sociedad. Al respecto, véase, J. GARRIGUES – R. URÍA, *Comentario...*, Tomo I, p. 543.

Ley). En la sociedad anónima, el balance del ejercicio pasa a cumplir una función específica, cual es la defensa de la integridad del capital<sup>454</sup>.

Los administradores debían formular en el plazo de cuatro meses a contar desde el cierre del ejercicio, el balance y la cuenta de pérdidas y ganancias, la propuesta de distribución de beneficios y la memoria explicativa (artículo 102,I). La contabilidad debía reflejar “..con claridad y exactitud la situación patrimonial de la sociedad y los beneficios obtenidos durante el ejercicio o las pérdidas sufridas..” (artículo 102,II, primer inciso). La “..representación exacta de la situación económica de la compañía y de curso de sus negocios..” (artículo 102,II, segundo inciso) hacía necesario completar las exigencias de claridad y veracidad con un principio de continuidad<sup>455</sup>. Es decir, con el mantenimiento en sucesivos ejercicios de la misma estructura del balance (artículo 103) y de idénticos criterios de valoración (artículo 104 de la Ley). De esta forma, se determinan las partidas que “por separado” debían contener el activo y el pasivo del balance de las sociedades anónimas. La doctrina de la época distinguía entre “activo real” y activo ideal” o “ficticio”. En esta segunda categoría se incluían los asientos que tenían una mera significación contable. Este era el caso de los “gastos de primer establecimiento y de constitución de la sociedad” (artículo 103,II -13º), que debían ser amortizados en un plazo máximo de diez años artículo 104.5). Esta técnica contable no tiene otra finalidad que la de regular la distribución de dividendos, al permitir la distribución de los gastos que suponen los desembolsos iniciales en varios ejercicios<sup>456</sup>.

La fijación de criterios de valoración del activo resultaba una exigencia esencial del sistema. De poco hubiera servido contabilizar la cifra de capital entre las partidas del activo como cifra de retención de valores en el activo si los administradores de la sociedad anónima pudieran apreciar a su arbitrio en el balance los elementos de aquél<sup>457</sup>. El Código de Comercio aludía de forma indeterminada al criterio del “valor real” (artículo 37). La Ley de 1951 impuso a las sociedades anónimas una serie de reglas de valoración basadas en el principio de prudencia contable. El inmovilizado (“inmuebles, instalaciones, concesiones, licencias, patentes, marcas y demás elementos del patrimonio de la empresa que figuren en el activo”) debían contabilizarse por el precio de adquisición, que debía ser amortizado anualmente “..en proporción al tiempo que hayan de utilizarse y a la disminución que sufran por su uso o disfrute..” (artículo 104.1). Los créditos figuraban en el balance por su valor nominal, salvo que hubiera disminuido la solvencia del deudor o las posibilidades de cobro, en cuyo caso había que estar al valor probable de realización (artículo 104.3). El circulante -materias primas y mercaderías- por el precio de

---

<sup>454</sup> J. GARRIGUES – R. URÍA, *Comentario...*, Tomo II, pp. 375 y 376. Llamaba la atención, no obstante, que la Ley hubiera prescindido de la única norma que contenía el Código de Comercio en materia de balances, como era la relativa a su publicación, J. RUBIO, *Curso...*, pp. 378 y 379.

<sup>455</sup> J. GIRÓN, *Derecho...*, pp. 407 y 408.

<sup>456</sup> J. GARRIGUES – R. URÍA, *Comentario...*, Tomo II, p. 404; J. RUBIO, *Curso...*, p. 386.

<sup>457</sup> J. GARRIGUES – R. URÍA, *Comentario...*, Tomo II, pp. 422 y 423.

adquisición, a no ser que el precio de mercado llegase a ser inferior (artículo 104.4). La opinión común entendía que la Ley había establecido una “*regla del máximo valor*”, quedando la sociedad el libertad para apreciar libremente las partidas del activo por debajo de los límites legales<sup>458</sup>.

En cuanto a la pérdida del capital, se imponía la obligación de acordar la reducción “...*cuando las pérdidas hayan disminuido su haber por debajo de las dos terceras partes de la cifra de capital social y hubiera transcurrido un año sin haberse recuperado el patrimonio...*” (artículo 99, último inciso). A su vez, se incluía dentro de las causas de disolución la existencia de pérdidas “...*que dejen reducido el patrimonio a una cantidad inferior a la tercera parte del capital social, a no ser que éste se reintegre o se reduzca...*” (artículo 150.3). En términos generales, el régimen del capital social en la Ley de 1951 es homologable al de las restantes legislaciones europeas de la época. Los principios sustantivos a que responde coinciden, básicamente, con los que acabarán incorporándose a la Directiva 77/91/CEE. La diferencia más destacada se encuentra, probablemente, en el terreno de los mecanismos de aplicación. La Ley española carecía, prácticamente, de instrumentos específicos de verificación o control externo, que no se introducirán en nuestro Derecho hasta la reforma de 1989.

---

<sup>458</sup> En razón de la inevitable arbitrariedad de los criterios de valoración, la función de garantía de los acreedores de los criterios establecidos en la Ley y la prevalencia del criterio de prudencia contable. En esta línea, J. GARRIGUES – R. URÍA, *Comentario...*, Tomo II, p. 426; J. GIRÓN, *Derecho...*, p. 424; Fernando SÁNCHEZ CALERO, *La determinación y distribución del beneficio neto en la sociedad anónima*, Roma-Madrid (1955), p. 51. En contra, J. RUBIO, *Curso...*, pp. 394 y 395.



## CAPITULO III

### El capital social en la versión original de la Directiva 77/91/CEE

#### 1. La formación del Derecho europeo de sociedades

El Derecho europeo de sociedades nace y se desarrolla a partir del principio de libertad de establecimiento<sup>459</sup>. Aparece vinculado, por tanto, a la consecución de los objetivos generales perseguidos por la Unión Europea, como son la creación de un mercado común y la integración económica (antiguo artículo 2 TCE; artículo 3.3 y 4 de la versión consolidada TUE)<sup>460</sup>. El Tratado Constitutivo de la Comunidad Europea, firmado en Roma el 25 de marzo de 1957 se ocupaba, en el Título III (bajo la rúbrica “*Libre circulación de personas, servicios y capitales*”), del llamado “derecho de establecimiento”. Este se enmarca entre las libertades fundamentales proclamadas en los Tratados fundacionales, que se concretaban en la libre circulación de mercancías, personas servicios y capitales. En su virtud, quedaban “...prohibidas las restricciones a la libertad de establecimiento de los nacionales de un Estado miembro en el territorio de otro Estado miembro...” (en el originario artículo 52 TCE, y actual artículo 49 de la versión consolidada del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea).

A continuación, se establecía expresamente que “...las sociedades constituidas de conformidad con la legislación de un Estado miembro y cuya sede social, administración central o centro de actividad principal se encuentre dentro de la Comunidad...” se equiparaban, a estos efectos, “..a las personas físicas nacionales de los Estados miembros”. El término “sociedades” se definía incluyendo “las sociedades de Derecho Civil o mercantil, incluso las sociedades cooperativas y las demás personas de derecho público o privado, con

---

<sup>459</sup> Este es el punto de partida de cualquier exposición relativa al Derecho de sociedades comunitario: Gaudencio ESTEBAN VELASCO, *Las sociedades*, RDM, nº 161-162 (1981), p. 652; Luis FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA y Alfonso-Luis CALVO CARAVACA, *Derecho Mercantil Internacional*, Madrid (1995), pp. 149 y 150; Vanesa EDWARDS, *EC Company Law*, Oxford (1999), pp. 5 a 8; Daniel VAZQUEZ ALBERT y Javier ARESTÉ GONZÁLEZ, en E. ARROYO, G. A. BENACCHIO, B. PASA y R. VIÑAS (Coordinadores), *Repertorio de Derecho Civil y Mercantil comunitario*, Barcelona (2005), p. 1041; Sergi PRATS JANÉ, *Evolución del Derecho societario europeo*, Barcelona (2007), pp. 10 y 11; Dolores Fuensanta MARTINEZ MARTINEZ, *La armonización del derecho societario europeo en el siglo XXI: un análisis sistemático desde la integración de las fuentes comunitarias*, RdS nº 30 (2008), pp. 241 a 243; Alberto SANTA MARIA, *European Economic Law*, Milán (2009), pp. 126 a 128; Mads ANDENAS y Frank WOOLDRIDGE, *European Comparative Company Law*, Cambridge (2009), pp 10 a 14.

<sup>460</sup> Las versiones consolidadas del Tratado de la Unión Europea (TUE) y del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (TFUE) han sido publicadas en el Diario Oficial de la UE en fecha 30 de marzo de 2010. Todas las referencias a los Tratados y al contenido de las Directivas, así como a las sentencias del Tribunal de Justicia, proceden de la versión oficial publicada en la página web oficial de la UE: <http://eur-lex.europa.eu>

*excepción de las que no persigan un fin lucrativo*” (original artículo 58,1, segundo inciso, TCE y actual artículo 54).

A su vez, con la finalidad de alcanzar de forma efectiva la libertad de establecimiento, se enumeraban una serie de funciones y facultades que se encomendaban al Consejo y a la Comisión (antiguo artículo 54.2 TCE, actual artículo 50.2). Entre ellas, la de “*coordinar*”, “*en la medida necesaria y con objeto de hacerlas equivalentes, las garantías exigidas por los Estados miembros a las sociedades definidas en el artículo 58 [hoy artículo 54] para proteger los intereses de socios y terceros*” (apartado g del antiguo artículo 54.2 TCE, actual artículo 50.2). El Tratado introduce aquí un nuevo elemento. Previamente se había reconocido a los nacionales comunitarios un derecho subjetivo, el derecho de establecimiento. Ahora se indica que, en relación a una determinada categoría de nacionales comunitarios –las sociedades-, la libertad de circulación deberá hacerse efectiva en un marco de “*garantías equivalentes*”. Con este fundamento, primero el Consejo, y posteriormente, desde la introducción del mecanismo de “*codecisión*” en el Tratado de la Unión Europea, suscrito en Maastricht el 7 de febrero de 1992, el Consejo y el Parlamento, han desarrollado una actividad legislativa continuada en este ámbito. A la Primera Directiva 68/151/CEE, de 9 de marzo de 1968, han seguido otras doce, de temática variada, que han ido formando en las últimas cuatro décadas un cuerpo cada vez mas prolijo y extenso de normativa comunitaria en materia societaria<sup>461</sup>.

---

<sup>461</sup> El texto vigente de la Directiva 68/151/CEE, modificado por la Directiva 2003/58/CE, ha sido sustituido por el de la Directiva 2009/101/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre de 2009, *tendente a coordinar, para hacerlas equivalentes, las garantías exigidas en los Estados miembros a las sociedades definidas en el artículo 48, párrafo segundo, del Tratado, para proteger los intereses de socios y terceros*. A la Primera Directiva siguieron, por orden cronológico, las siguientes: la Directiva 77/91/CEE del Consejo, de 13 de diciembre de 1976, Segunda Directiva en materia de Derecho de sociedades, *relativa a la constitución de la sociedad anónima, así como al mantenimiento y modificaciones de su capital*; la Directiva 78/660/CEE del Consejo, de 25 de julio de 1978, Cuarta Directiva en materia de Derecho de sociedades, *relativa a las cuentas anuales de determinadas formas de sociedad*; la Directiva 78/855/CEE del Consejo, de 9 de octubre de 1978, Tercera Directiva en materia de Derecho de sociedades, *relativa a las fusiones de las sociedades anónimas*; Directiva 82/891/CEE del Consejo, de 17 de diciembre de 1982, Sexta Directiva en materia de Derecho de sociedades, *relativa a la escisión de sociedades anónimas*; la Directiva 83/349/CEE del Consejo, de 13 de junio de 1983, Séptima Directiva en materia de Derecho de sociedades, *relativa a las cuentas consolidadas*; la Directiva 84/253/CEE del Consejo, de 10 de abril de 1984, Octava Directiva en materia de Derecho de sociedades, *relativa a autorización de las personas encargadas del control legal de documentos contables* (que ha sido derogada y sustituida por la Directiva 2006/43/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de mayo de 2006, *relativa a la auditoría legal de las cuentas anuales y de las cuentas consolidadas*); la Directiva 89/666/CEE del Consejo, de 21 de diciembre de 1989, Undécima Directiva en materia de Derecho de sociedades, *relativa a la publicidad de las sucursales constituidas en un Estado Miembro por determinadas formas de sociedades sometidas al Derecho de otro Estado*; la Directiva 89/667/CEE del Consejo, de 21 de diciembre de 1989, Duodécima Directiva en materia de derecho de sociedades, *relativa a las sociedades de responsabilidad limitada de socio único* (que también ha sido sustituida por la Directiva 2009/102/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre de 2009); la Directiva 2004//25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004 *relativa a las ofertas públicas de adquisición*; la Directiva 2005/56/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de octubre de 2005, *relativa a las fusiones transfronterizas de las sociedades de capital*, y la Directiva 2007/36/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de julio de 2007, *sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas*. Las diferencias insalvables entre las

En el ámbito societario el legislador comunitario asumió la vía de la homogeneización de la normativa interna de los Estados miembros, de acuerdo con las propias previsiones del Tratado originario (cuyo artículo 3.1.h aludía a la “...aproximación de las legislaciones nacionales en la medida necesaria para el funcionamiento del mercado común”). En consecuencia, el instrumento técnico empleado ha sido, preferentemente, el de la Directiva. Frente al Reglamento que tiene “un alcance general” y es obligatorio “en todos sus elementos y directamente aplicable en cada Estado miembro” (antiguo artículo 189,II TCE y actual artículo 288,II TFUE), la Directiva únicamente obliga “...al Estado miembro destinatario...” y “...en cuanto al resultado que deba conseguirse, dejando, sin embargo, a las autoridades nacionales la elección de la forma y de los medios” (antiguo artículo 189,II y actual artículo 288,III). Se trata un de mecanismo de cooperación entre la Unión y los Estados miembros cuyo resultado no ha sido la creación de un Derecho de sociedades uniforme de ámbito europeo, sino la aproximación del contenido material de las diversas legislaciones nacionales. En definitiva, una fórmula de compromiso, derivada de la resistencia de los Estados a reconocer a las Instituciones comunitarias una competencia normativa general, directa y exclusiva<sup>462</sup>. La Directiva obliga únicamente a los Estados, no a los particulares, y su aplicación se realiza materialmente a través de la correspondiente norma de Derecho interno<sup>463</sup>.

Sin embargo, lo cierto es que el resultado del proceso de aproximación de las legislaciones nacionales ha ido mucho más allá de lo que, estrictamente, hubiera sido necesario para asegurar la efectividad del derecho de establecimiento. La libertad de establecimiento tiene, según la opinión común, diversas manifestaciones en el ámbito de las sociedades mercantiles<sup>464</sup>. En primer término, el Tratado aludía a la “...apertura de agencias, sucursales y filiales...en el territorio de otro Estado miembro...” (artículo 43,I de la versión originaria del Tratado y actual artículo 49,I). Se trata de una declaración que debe situarse en el contexto en el que se negocia y suscribe el tratado. La

---

legislaciones nacionales de los Estados miembros impidieron la aprobación del Proyecto de Quinta Directiva, *relativa a la estructura de las sociedades anónimas* (esto es a la participación de los trabajadores en los órganos sociales).

<sup>462</sup> L. FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA y A. CALVO CARAVACA, *ob. cit.* p. 156, y D. MARTINEZ MARTINEZ, *ob. cit.* p. 261.

<sup>463</sup> No obstante lo cual, tampoco ha sido completamente desconocida la técnica del Reglamento. Al respecto cabe citar el Reglamento (CEE) nº 2137/85 del Consejo, de 25 de julio de 1985, *relativo a la constitución de una agrupación europea de interés económico (AEIE)*, el Reglamento (CE) nº 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 19 de julio de 2002, *relativo a la aplicación de normas internacionales de contabilidad*, y, sobre todo, el Reglamento (CE) nº 2157/2001 del Consejo, de 8 de octubre de 2001, *por el que se aprueba el Estatuto de la Sociedad Anónima Europea (SE)*, acompañado este último por la Directiva 2001/86/CE del Consejo, de 8 de octubre de 2001, *por la que se completa el Estatuto de la Sociedad Anónima Europea en lo que respecta a la implicación de los trabajadores*.

<sup>464</sup> L. FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA y A. CALVO CARAVACA, *ob. cit.* p. 151, D. MARTINEZ MARTINEZ, *ob. cit.* p. 242 y S. PRATS JANE, *ob. cit.* pp. 48 y 49; Michel MENJUCQ, *Droit international el européen des sociétés*, Paris (2008), pp 124 y 125; A. SANTA MARIA, *ob. cit.*, pp. 41 a 46.

naturaleza de los intercambios comerciales, el grado de integración de las economías y el propio desarrollo de las comunicaciones que permitía la tecnología disponible a mediados del siglo XX hacían muy difícil concebir la posibilidad de que una compañía pudiera extender sus actividades al territorio de otro Estado, sin el soporte material de un establecimiento -ya fuera una agencia o una sucursal- o a través de la participación en el capital de una sociedad sujeta a la Ley nacional de este último.

A día de hoy las previsiones del Tratado deben referirse, en un sentido amplio, al desarrollo, por cualquier medio, de la actividad mercantil por una sociedad más allá de límites territoriales del Estado con arreglo a cuya legislación está constituida<sup>465</sup>. Ello con independencia de que la actividad transfronteriza de la compañía haga necesaria o no la apertura de un establecimiento secundario. En esta línea, el Tribunal de Justicia de la Unión Europea ha declarado que el concepto de “establecimiento” es muy amplio, e implica la posibilidad de que un nacional comunitario participe, de un modo permanente y continuo en la vida económica de lo Estado miembro distinto de su Estado de origen y que se beneficie de ello (sentencia de 12 de diciembre de 1996, *Reisebüro Broede v Gerd Sandker* [Asunto C-3/95])<sup>466</sup>. Mayores dificultades suscitaba el reconocimiento de una modalidad mas intensa del derecho de establecimiento cual, es el de la fijación de la sede principal de las compañías. Las disposiciones de los Tratados no enfocan el problema en relación a la movilidad transfronteriza de las sociedades mercantiles, sino en relación a la participación de los nacionales comunitarios en condiciones de igualdad en el capital de las mismas.

Así se establece que “...la libertad de establecimiento comprenderá el acceso a [...] la constitución y gestión de empresas y, especialmente, de sociedades, tal como se definen en el párrafo segundo del artículo 58 [hoy artículo 54], en las condiciones fijadas por la legislación del país de establecimiento para sus propios nacionales” (antiguo artículo 43.2 del Tratado, actual artículo 49.2). Se añadía que “los Estados miembros aplicarán a los nacionales de los demás Estados miembros el trato de nacional en lo que respecta a su participación financiera en el capital de las sociedades definidas en el artículo 58 [hoy artículo 54]...” (antiguo artículo 249 TCE; actual artículo 55). No se trata, por tanto, del reconocimiento a las sociedades mercantiles de un derecho de establecimiento ejercitable de forma directa e incondicionada, sino de asegurar a los nacionales comunitarios, ya sean personas físicas o sociedades, idénticas oportunidades de inversión. Es decir, del acceso a la propiedad y a la gestión

---

<sup>465</sup> Así aparece con claridad en la normativa reguladora del sector financiero. La profundización en la integración económica ha llevado a reconocer eficacia a la autorización concedida por los respectivos supervisores nacionales en todo el ámbito del Espacio Económico Europeo. A estos efectos, se contempla expresamente que la actividad de las entidades domiciliadas en otros Estados miembros pueda desarrollarse “en régimen de derecho de establecimiento” o “en régimen de libre prestación de servicios” (artículos 49, 50 y 51 de la Ley de Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito; artículos 49, 78 y DA 5ª del Texto Refundido de la Ley de Ordenación y Supervisión de los seguros privados; artículos 70 y 71bis de la Ley del Mercado de Valores, estos últimos en relación a las Empresas de servicios de inversión).

<sup>466</sup> S. PRATS JANE, *ob. cit.* p. 47.

de sociedades constituidas con arreglo a la legislación de otro Estado miembro en las mismas condiciones que los nacionales del mismo<sup>467</sup>. En consecuencia, ni se alteran los respectivos sistemas de Derecho interno en relación a la atribución de nacionalidad de las sociedades mercantiles, ni se sanciona expresamente la posibilidad de trasladar de un Estado miembro a otro el centro principal de la actividad de una sociedad mercantil (aspecto sobre el que se pronunció, sin excesiva claridad y en un sentido restrictivo, el Tribunal de Justicia en sentencia de 27 de septiembre de 1988 en el caso *Daily Mail* [Asunto 81/87])<sup>468</sup>.

Ninguno de estos objetivos precisa de la armonización material de las legislaciones internas. El elemento relevante a estos efectos debiera ser únicamente el de la no discriminación, en el interior de cada Estado, de las sociedades constituidas con arreglo a la ley nacional de otro Estado miembro. Dicho de otra forma, en la posibilidad de que las sociedades mercantiles con sede en la Comunidad puedan desarrollar su actividad en todo el territorio de la misma, en las mismas condiciones que los nacionales del Estado de acogida<sup>469</sup>. A su vez, el contenido de las Directivas apenas guarda relación con la actividad transfronteriza de las sociedades<sup>470</sup>. Por otra parte, el proceso de armonización se ha limitado prácticamente a las sociedades de capital, a pesar de los amplísimos términos del artículo 48 TCE. No es ésta una circunstancia sorprendente, atendida la preponderancia de las sociedades de capital como forma de organización empresarial y la flexibilidad de su estructura organizativa. La forma típica de la empresa multinacional es una estructura de grupo, con filiales que operan con un mayor o menor grado de autonomía en cada uno de los mercados nacionales. La constitución de una filial o la adquisición de una participación en una sociedad radicada en otro Estado miembro debió ser considerada, sin duda, el camino habitual que adoptarían las empresas comunitarias para extender su actividad más allá de sus fronteras nacionales.

---

<sup>467</sup> Sobre el origen y el desarrollo de los preceptos que comentamos, véase A. SANTA MARÍA, *ob. cit.* p. 33.

<sup>468</sup> La decisión del Tribunal venía condicionada, además, por las implicaciones tributarias del caso. Al respecto, véase, Luis Antonio VELASCO SAN PEDRO y José Manuel SÁNCHEZ FELIPE, *La libertad de establecimiento en la UE. El estado de la cuestión tras la SE*, RdS nº 19 (2002) p. 26; S. PRATS JANE, *ob. cit.* p. 81 a 86; M. MENJUCQ, *ob. cit.* pp. 128 a 130; A. SANTA MARÍA, *ob. cit.* pp. 52 a 56..

<sup>469</sup> L. FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA y A. CALVO CARAVACA, *ob. cit.* p. 154; D. F. MARTINEZ MARTINEZ, *ob. cit.* p. 242; A. SANTA MARÍA, *ob. cit.* p. 127.

<sup>470</sup> De hecho, la única que se relaciona directamente con la libertad de establecimiento es la Directiva 89/666/CEE relativa a la publicidad de las sucursales. En cuanto a la movilidad transfronteriza, basta una aproximación al Reglamento 2157/2001 y a la Directiva 2005/56/CE para constatar que el objeto perseguido por el legislador comunitario no ha sido tanto el de facilitar este tipo de operaciones, que podían llevarse a cabo en el marco normativo preexistente -véase, Heliodoro SÁNCHEZ RUS, *La fusión transfronteriza de sociedades anónimas desde la perspectiva del Derecho español*, RDM, nº 237 (2000)- como el de impedir que por esta vía se pudiera eludir la aplicación las disposiciones de las legislaciones sobre la participación de los trabajadores en los órganos sociales.

Todas estas circunstancias sitúan en la perspectiva adecuada la evolución del Derecho comunitario derivado en el ámbito de las sociedades mercantiles. Más que a la necesidad de garantizar el derecho de establecimiento, el desarrollo del mismo habría respondido a un doble orden de consideraciones. En primer término, debió ser valorado como un elemento destacado para la consecución de un verdadero mercado interior. El Derecho de sociedades armonizado debía facilitar la expansión de compañías e inversores en los mercados de los restantes Estados miembros<sup>471</sup>. Por otra parte, se trataría de colocar a las compañías de los diversos estados miembros en un plano de igualdad. Es decir, de asegurar un *“principio de equivalencia en las condiciones de acceso al mercado”*<sup>472</sup>. Dicho de otra forma, que el cuerpo normativo que se ha desarrollado a lo largo del último medio siglo no constituiría tanto una consecuencia, como el presupuesto o la contrapartida del derecho de establecimiento<sup>473</sup>. El sistema de *“garantías equivalentes”* se ha desarrollado en una doble dirección, puesto que se encamina a la protección *“de socios y terceros”* (según la dicción del artículo 58.2, letra g TCE). Esto supone que si, por una parte, se protege al socio en cuanto inversor, por otra, se determinan las condiciones de acceso a aquellas formas sociales que operan en el tráfico bajo un régimen de limitación de responsabilidad.

No puede sorprender, por tanto, que en este sistema de garantías el legislador comunitario atribuyera un papel especialmente relevante a la disciplina tradicional del capital social. En el momento en que se desarrollan los trabajos preparatorios de la Directiva, la figura del capital gozaba (con diversos matices) de un notable arraigo en las legislaciones nacionales y según una opinión ampliamente admitida constituía, precisamente, el fundamento teórico del beneficio de la limitación de responsabilidad que se reconocía de determinadas formas de sociedad mercantil. Esta ideas aparecen con claridad en los Preámbulos de las Directivas. En el de la Directiva 68/151/CEE se destacaba la *“urgencia”* del establecimiento de medidas de coordinación en relación a las sociedades anónimas y de responsabilidad limitada, *“ya que la actividad de estas sociedades con frecuencia se extiende más allá de los límites del territorio nacional”* (Considerando II), y dado que estas sociedades *“solamente ofrecen como garantía ante terceros el patrimonio social”* (Considerando IV). De forma aún más rotunda, en el de la Directiva 77/91/CEE se afirma que siendo la actividad de las sociedades anónimas *“predominante en la economía de los Estados miembros”* (Considerando I), *“para asegurar una equivalencia mínima en la protección de los accionistas y de los acreedores de estas sociedades tiene una importancia muy especial la coordinación de las disposiciones nacionales relativas a su constitución, así como al mantenimiento, al aumento y a la reducción de su capital”* (Considerando II).

---

<sup>471</sup> En esta línea, G. ESTEBAN VELASCO, *ob. cit.*, p. 652; L. A. VELASCO SANPEDRO y J. M. SÁNCHEZ FELIPE, *ob. cit.* p. 33; Sebastián MOCK, *Harmonization, Regulation and Legislative Competition in European Corporate Law*, German Law Journal, nº 12 (2002); S. PRATS JANE, *ob. cit.* p. 127.

<sup>472</sup> Victoria ABELLÁN y Blanca VILLA (Dir), *Lecciones de Derecho Comunitario Europeo*, Barcelona (2008), pp. 244 y 245.

<sup>473</sup> En este sentido, S. MOCK, *ob. cit.* con abundante cita de la doctrina alemana más significativa al respecto.

Este es el enfoque que preside la elaboración de la Directiva 77/91/CEE, de 13 de diciembre de 1976, objeto de nuestro estudio, relativa a la “*constitución*” de la sociedad anónima y a las “*modificaciones y el mantenimiento del capital*”. La Directiva responde a las ideas ampliamente aceptadas en la época sobre la realidad y la intangibilidad del capital<sup>474</sup>, si bien, es ajena a cualquier preocupación dogmática. No contiene una teoría general del capital, sino una serie de previsiones que se proyectan sobre aspectos concretos del funcionamiento de las sociedades anónimas. A pesar de su largo proceso de preparación<sup>475</sup>, como consecuencia de la necesidad de alcanzar fórmulas de compromiso entre los Estados miembros, la Directiva no introdujo ningún elemento verdaderamente innovador. Es posible identificar el antecedente de todas y cada una de sus disposiciones en las diversas legislaciones nacionales, tal como hemos tenido ocasión de examinar en el capítulo anterior<sup>476</sup>. La significación práctica de la misma deriva de la generalización de técnicas y mecanismos que habían ido apareciendo en diferentes momentos y que, en algunos casos, sólo habían sido acogidos en algunos ordenamientos. En todo caso, la Directiva delimita un régimen mínimo, y nada impide que las legislaciones nacionales establezcan requisitos más rigurosos en orden a la integración o la defensa del capital social.

## **2. Los antecedentes: el capital social en la Directiva 68/151/CEE**

La primera actuación del legislador comunitario en materia de Derecho de sociedades tuvo por objeto la fijación de un marco general de actuación para las sociedades de capital (anónimas, limitadas y comanditarias por acciones). La Directiva 68/151/CEE parte del establecimiento de una serie de principios básicos en relación a la publicidad legal o institucional (Sección 1º de la Directiva), que debe hacerse efectiva a través de un órgano especializado. Mediante la apertura de “*un expediente, en un Registro central, o bien en un Registro Mercantil o Registro de sociedades por cada una de las sociedades inscritas*” (artículo 3.1). Los actos sujetos a publicidad debían incluirse en el expediente o transcribirse en el Registro (artículo 3.2), y, además, debían ser objeto de publicación íntegra o en extracto en el Boletín designado al efecto por los Estados miembros (artículo 3.4). La oponibilidad a terceros se vinculaba a la publicación en el Boletín (artículo 3.5 y 6). El sistema se completaba con una referencia a la forma de obtener la información del Registro (artículo 3.3)<sup>477</sup>. La

---

<sup>474</sup> L. FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA y A. CALVO CARAVACA, *ob. cit.* p. 164.

<sup>475</sup> Sobre las vicisitudes del proceso de aprobación de la Directiva, V. EDWARDS, *ob. cit.*, pp. 51 y 52.

<sup>476</sup> Precisamente por este motivo mereció un juicio muy favorable de los primeros comentaristas. En opinión de Clive M. SCHMITTHOFF, *The Second Directive on Company Law*, CML Rev nº 15 (1978), pp. 53 y 54, la Directiva había logrado combinar los mejores elementos de cada una de las legislaciones nacionales.

legislación de cada uno de los Estados miembros debía determinar las personas obligadas a dar cumplimiento a estos requisitos de publicidad (artículo 6).

A partir de aquí se organiza el régimen de la “*validez de los compromisos de la sociedad*” (Sección 2ª) y el de la “*nulidad de la sociedad*” (Sección 3ª)<sup>478</sup>. El principio general es el de que “*la sociedad quedará obligada frente a terceros por los actos de sus órganos, incluso si estos actos no corresponden al objeto social*” (artículo 9.1 del texto original y 10.1 de la versión codificada de 2009). A su vez, la identidad de las personas que “*tengan el poder de obligar a la sociedad con respecto a terceros y representarla en juicio*” ha de resultar en todo caso del Registro (artículo 2, apartado d). De la misma forma se establecía un catálogo taxativo de las causas de nulidad de las sociedades inscritas (artículo 11.2 del texto original y artículo 12 de la versión codificada), con la expresa indicación de que “*aparte de estos casos de nulidad, las sociedades no estarán sometidas a ninguna causa de inexistencia, de nulidad absoluta, de nulidad relativa o de anulabilidad*”. La nulidad debe ser declarada en todo caso por resolución judicial (artículo 11.2 del texto original y artículo 12,a de la versión codificada), si bien la oponibilidad a terceros de la sentencia queda también subordinada a su publicación (artículo 12.1 del texto original y artículo 13.1 de la versión codificada).

Estas medidas –que deben situarse en el contexto del año 1968- tenían un objetivo muy claro, cual era el de contribuir a la articulación de un mercado único, todavía en una fase inicial de desarrollo. Del sistema de la Directiva derivan una serie de elementos de certidumbre, de especial significación para las empresas que pretendieran extender su actividad más allá de sus fronteras nacionales. Se pretendía que la simple consulta del Registro pudiera fundamentar una contratación segura al margen de las particularidades de la legislaciones de los Estados miembros<sup>479</sup>. El problema de la naturaleza o las

---

<sup>477</sup> Véase, G. ESTEBAN VELASCO, *ob. cit.*, pp. 655 y 656; Rafael GARCÍA VILLAVERDE, *La constitución y el capital de las sociedades en la CEE (Primera y Segunda Directrices)*, en Eduardo GARCÍA DE ENTERRÍA, Julio D. GONZÁLEZ CAMPOS y Santiago MUÑOZ MACHADO, *Tratado de Derecho Comunitario Europeo (Estudio sistemático desde el Derecho Español)*, Madrid (1986), Tomo III, p. 216, y L. FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA y A. CALVO CARAVACA, *ob. cit.*, pp. 160 a 162.

<sup>478</sup> Las disposiciones sustantivas de la Primera Directiva no han sufrido alteración como consecuencia de la modificación introducida por la Directiva 2003/58/CE. Tampoco en la “versión codificada” de la Directiva 2009/101/CE que ha venido a sustituir al viejo texto de 1968. Las novedades tienen un mero significado instrumental y se orientan a posibilitar la incorporación de nuevas tecnologías al funcionamiento del Registro. Se refieren a la presentación de documentos y la obtención de información por medios telemáticos, a la publicación del Boletín en soporte electrónico y a la posibilidad de su sustitución por un sistema equivalente de acceso a la información (nuevo artículo 2, y Considerandos 4, 5 y 6 del Preámbulo de la Directiva 2009/101/CEE). Salvo que se indique otra cosa, la numeración original de los artículos que se cita a continuación coincide con la de la versión codificada.

<sup>479</sup> Así lo expresaban con total claridad los Considerandos IV y V del Preámbulo de la Directiva: “...la publicidad deberá permitir a los terceros los actos esenciales de la sociedad y ciertas indicaciones relativas a ella, en particular la identidad de las personas que tienen el poder de obligarla....la protección de terceros deberá quedar garantizada por disposiciones que limiten,

características de los distintos tipos sociales es, en principio, ajeno a las Directivas 68/151/CEE y 2009/101/CE, aunque no por ello dejan de aparecer algunas disposiciones relativas al capital social. El estado de evolución de los conceptos jurídicos en la segunda mitad del siglo XX hacía muy difícil que se pudiera concebir una norma de armonización relativa a las sociedades anónimas, limitadas y comanditarias en la que se prescindiera completamente de lo que pasaba por ser el elemento definidor de estas categorías de sociedad mercantil. Sin duda por este motivo, el Preámbulo de la Directiva ya anticipa que “...deberán adoptarse simultáneamente disposiciones comunitarias para estas sociedades, ya que solamente ofrecen como garantía ante terceros el patrimonio social...” (Considerando III).

En primer lugar aparecen las que hacen referencia al “capital social” entre los actos sometidos a “*publicidad obligatoria*”. La Directiva exige que se haga constar en el Registro, “...al menos anualmente, el importe del capital suscrito, cuando la escritura de constitución o los estatutos mencionen un capital autorizado, a menos que todo aumento de capital suscrito implique una modificación de los estatutos” (letra e, artículo 2). El objeto de la publicidad lo constituye, por tanto, el capital efectivamente suscrito y no la mera indicación del capital potencial, que carece de todo significado como indicación de la solvencia patrimonial de la compañía<sup>480</sup>. En función de la posible configuración formal del capital en las legislaciones nacionales, se contemplaban dos regímenes diferentes de publicidad. Se exige una actualización anual de la cifra del capital suscrito para el caso de que, con arreglo a la Ley nacional aplicable, los Estatutos se limiten a establecer la cifra máxima de capital que la compañía queda autorizada a emitir (como había sido la regla tradicional en el Derecho inglés con anterioridad a la CA de 2006)<sup>481</sup>. En cambio, en los sistemas que exigen la íntegra suscripción del capital (mayoritarios en la Europa continental) carece de sentido la exigencia de una actualización periódica. El aumento de capital implica necesariamente la modificación de Estatutos y el capital suscrito queda sometido al régimen de publicidad previsto con carácter general para aquellos (letra a, artículo 2 de la Directiva 68/151/CEE)<sup>482</sup>.

El mismo principio encontramos en la obligación de reseñar ciertos datos en “*las cartas y notas de pedido*” (artículo 4 del texto original). Los Estados miembros debían exigir en todo caso la indicación de los datos de inscripción en el Registro, así como de la forma social, el domicilio y, en su caso, el estado de liquidación. Además, se establecía con carácter potestativo que “*si en estos documentos se hiciera mención al capital de la sociedad*”, la indicación “*deberá*

---

*en tanto sea posible, las causas de invalidez de los compromisos contraídos en nombre de la sociedad...*”.

<sup>480</sup> L. GOWER, *ob. cit.* p. 201.

<sup>481</sup> En relación a la configuración tradicional del capital social, véase el Capítulo anterior, pp. xx y xx. Respecto a la situación tras la CA 2006, véase, *supra*, p. xx.

<sup>482</sup> Por no ajustarse a este esquema, en nuestro país, las sociedades de inversión mobiliaria de capital variable deben presentar anualmente en el Registro Mercantil, junto con las cuentas anuales una certificación expedida por el órgano de administración en la que se indique “*la cifra efectiva de capital social suscrito al cierre del ejercicio económico*” (artículo 262 RRM).

*referirse al capital suscrito y desembolsado*". La Directiva 2009/101/CE matiza que las indicaciones prescritas para las cartas y hojas de pedido se aplicarán *"tanto si están en papel como en cualquier otro soporte"*, y que *"cualquier sitio de internet de la sociedad"* deberá contener, por lo menos, los datos indicados en primer lugar *"y, si procede, la referencia del capital suscrito y desembolsado"* (todas estas previsiones han pasado a estar contenidas en el artículo 5 de la versión codificada).

Una medida de mucha mayor trascendencia fue la previsión inicial de incluir en el sistema general de publicidad de las sociedades *"el balance y la cuenta de pérdidas y ganancias de cada ejercicio"* (artículo 2, apartado f, primer inciso). La publicidad de los estados financieros no era desconocida en las legislaciones históricas de los Estados miembros<sup>483</sup>. Como hemos visto, constituye una medida complementaria de la publicidad de la cifra formal de capital, puesto que permite a los terceros que se relacionan con la sociedad conocer en qué medida la integridad del capital ha podido verse afectada por las vicisitudes del negocio. No obstante, en relación a las sociedades limitadas y a determinadas formas de sociedades anónimas cerradas, la aplicación de esta disposición se aplazaba hasta la aprobación de una Directiva relativa a la coordinación del contenido de los documentos contables (artículo 2, apartado f, primer inciso). La versión codificada vigente se limita a hacer referencia a *"los documentos contables, por cada ejercicio presupuestario, que deben publicarse de acuerdo con las Directivas 78/660/CEE, 83/349/CEE, 86/635/CEE y 91/674 CEE del Consejo"*.

Finalmente, entre las causas de nulidad se contempla *"la ausencia en la escritura de constitución o en los estatutos de indicaciones relativas [...] a las aportaciones o al importe del capital suscrito"* (artículo 11.2,c del texto original y artículo 12,b,iii de la versión codificada), y *"la inobservancia de las disposiciones de la legislación nacional relativas al capital social mínimo desembolsado"* (artículo 11.2.d del texto original y artículo 12,b,iv de la versión codificada). Se trataba de una previsión en cierto modo ineludible en el marco de las opiniones generalmente aceptadas en la época, pues no cabía concebir una sociedad anónima, limitada o comanditaria por acciones sin capital. La nulidad se limita a provocar *"la liquidación de la sociedad, en la misma forma que la disolución"* (artículo 12.2). De esta forma se excluye la restitución automática de las aportaciones realizadas por los socios (como sucedería en cualquier otro supuesto de nulidad contractual). Los accionistas o partícipes sólo recibirán lo que corresponda en concepto de cuota de liquidación, y una vez que se haya procedido a la satisfacción de los acreedores. No obstante, se establece expresamente que los socios *"seguirán estando obligados al desembolso del capital suscrito y no desembolsado en la medida en que lo exijan los compromisos contraídos con los acreedores"* (artículo 12.5).

No estamos en presencia de una reglamentación completa y sistemática del estatuto del capital, pues no era esta la finalidad de la Directiva. Sin embargo, las disposiciones reseñadas ponen de manifiesto el papel destacado que en aquél momento el legislador comunitario reconocía al capital social y anticipan

---

<sup>483</sup> Véase el Capítulo anterior, pp. 93, 101, 106, y 110.

y complementan el contenido de la futura Directiva 77/91/CEE<sup>484</sup>. Esta última asume como objetivo fundamental “...la continuación de la coordinación prevista por la letra g) del apartado 3 del artículo 54, así como por el Programa general para la supresión de las restricciones a la libertad de establecimiento iniciada por la Directiva 68/151/CEE...” (Preámbulo, Considerando I). La Segunda Directiva se ocupa con detalle del régimen del capital en la “constitución” así como de su “mantenimiento y modificaciones”, si bien, a diferencia de la anterior, su ámbito de aplicación se circunscribe a las sociedades anónimas.

### 3. El contenido material de la Directiva 77/91/CEE

#### 3.1. El ámbito de aplicación

La Directiva da comienzo su articulado con una enumeración de las concretas formas societarias a las que las “medidas de coordinación” resultan de aplicación en cada uno de los Estados miembros. Estas vienen referidas, en la Europa continental, al tipo que recibe indistintamente la denominación de “sociedad por acciones” o “sociedad anónima”, y en el Reino Unido e Irlanda a la “public company” en cualquiera de sus dos modalidades: con limitación de responsabilidad o garantía de los socios en caso de liquidación (artículo 1.1,I)<sup>485</sup>. La denominación social de toda sociedad que tenga una de las formas reseñadas “deberá comprender o ir acompañada de una designación distinta de las prescritas para otras formas de sociedades” (artículo 1.1,II). Los Estados miembros podían no aplicar la Directiva “a las sociedades de inversión de capital variable y a las cooperativas constituidas bajo alguna de las formas de sociedades indicadas en el apartado 1” (artículo 1.2,I, primer inciso). En este caso, “obligarán a estas sociedades a hacer figurar los términos sociedad de inversión de capital variable o cooperativa” en todos los documentos sujetos a publicidad de conformidad con la Directiva 68/151/CEE (artículo 1.2,I, segundo inciso). Las sociedades de inversión de capital variable aparecen definidas por una serie de características específicas: la limitación de su objeto, el ofrecimiento de sus acciones a la suscripción pública, y la especial configuración del capital social, puesto que sus Estatutos deben estipular que,

---

<sup>484</sup> La continuidad entre la Primera y la Segunda Directivas presenta, también, un aspecto instrumental. En la elaboración de la Directiva sobre el capital el legislador comunitario ya tenía a su disposición el instrumento de publicidad configurado a partir del Registro Mercantil y la publicación en un Boletín Oficial específico. En el texto original de la Directiva 77/91/CEE hay hasta 17 remisiones a la publicidad prevista en la Directiva 68/151/CEE.

<sup>485</sup> La Directiva alude a “the public company limited by shares” y “the public company limited by guarantee and having a share capital”. La dificultad de equiparar las formas societarias británicas a sus equivalentes en el resto de Europa dio lugar a un debate, durante el proceso de elaboración de la Directiva, acerca de si la “private company” debía quedar o no excluida de su ámbito de aplicación. Una de las primeras propuestas de la Comisión contemplaba su sujeción a un régimen simplificado, con un capital mínimo de 10.000 ECUS, V. EDWARDS, *ob. cit.*, pp. 53 y 54.

“dentro de los límites de un capital mínimo y de un capital máximo, podrán en cualquier momento emitir, rescatar o revender sus acciones” (artículo 1.2,II)<sup>486</sup>.

Son diversos los motivos que debieron inducir al legislador comunitario a limitar el alcance de la coordinación de las legislaciones nacionales en relación al estatuto del capital. En primer término, cabe apreciar, consideraciones de técnica jurídica. La Directiva 77/91/CEE implicaba para los Estados miembros un grado de vinculación muy superior al que resultaba de la anterior Directiva 68/151/CEE. Las previsiones de esta última dejaban un amplio margen a las legislaciones nacionales en orden a la consecución de los objetivos fijados. En cambio, ahora, se adopta una regulación caracterizada por su extensión y el detalle con el que se aborda la regulación de los diversos aspectos de la disciplina del capital. Por otra parte, en razón de las características asociadas a la forma anónima, era razonable presumir que serían este tipo de sociedades las que, preferentemente, iban a extender su actividad más allá de las fronteras nacionales del Estado en el que se hubieran constituido<sup>487</sup>. Finalmente, al tratarse de la sociedad mercantil de estructura más compleja, la definición de un marco general para la anónima debía abrir el camino para una futura coordinación de las legislaciones nacionales en relación a los restantes tipos societarios<sup>488</sup>.

Esta opción de política legislativa ha tenido una extraordinaria influencia en la ordenación sistemática de los tipos sociales<sup>489</sup>. En primer lugar, planteaba un problema de técnica normativa en aquellos Estados miembros en los que la regulación de otras formas sociales -como la sociedad comanditaria por acciones y la sociedad de responsabilidad limitada- se realizaba, bien tomando como referencia, bien a través de remisiones al régimen de la sociedad anónima<sup>490</sup>. En este momento ha quedado definitivamente abandonada toda idea de extender el régimen de la Directiva 77/91/CEE a las demás sociedades de capital<sup>491</sup>. En consecuencia, el cuadro de relaciones entre los tipos sociales que delimita la normativa comunitaria presenta una cierta complejidad. El núcleo de las normas relativas al capital sólo se impone en relación a las sociedades anónimas. A pesar de ello, no se excluye ni limita la posible

---

<sup>486</sup> Las sociedades de inversión “*de capital fijo*” quedan sometidas al régimen de la Directiva, si bien se contemplan algunas especialidades en relación a la distribución de dividendos (artículo 15.4) y a la adquisición de acciones propias (artículo 19.1,h).

<sup>487</sup> Jean DENECKER, *La Deuxième Directive du Conseil des Communautés Européennes relative à la constitution de la société anonyme, au maintien et aux modifications de son capital*, Revue des sociétés – Journal des sociétés, n° 95 (1977), p. 662.

<sup>488</sup> Así se indicaba en la Exposición de Motivos de la propuesta original de Directiva, V. EDWARDS, *ob. cit.*, pp. 52.

<sup>489</sup> Sobre la forma en que ha condicionado la evolución posterior del derecho español, véase, *supra*, pp. xx y xx.

<sup>490</sup> Giuseppe FERRI, *La Seconda Direttiva comunitaria in materia di società*, Rivista del Diritto Commerciale e del Diritto Generale delle Obbligazioni, n° 75 (1978), p. 59; A. SANTA MARIA, *ob. cit.*, p. 151.

<sup>491</sup> V. EDWARDS, *ob. cit.*, pp. 54 y 55.

existencia de otras formas societarias en las que los socios no respondan personalmente de las deudas sociales. Estas últimas quedarán sujetas a algunos aspectos relacionados con aquél, como son los relativos a la publicidad (en virtud de la Directiva 68/151/CEE) o las cuentas anuales (por aplicación de la Directiva 78/660/CEE). El estatuto del capital no aparece, por tanto, como un presupuesto de la limitación de responsabilidad, sino del acceso a una determinada estructura societaria<sup>492</sup>. Esta sistemática ha conducido a un esquema en el que, en la práctica, la forma anónima queda reservada para las empresas de un cierta dimensión, perdiendo la polivalencia funcional de que había disfrutado en algunos ordenamientos.

### 3.2. La estructura de la Directiva: el capital social como elemento configurador del tipo

A diferencia de la anterior Directiva 68/151/CEE, la Directiva 77/91/CEE carece de secciones o capítulos. El título oficial alude a la *“constitución de la sociedad anónima así como al mantenimiento y a las modificaciones de su capital”*. No obstante, como veremos a continuación, las disposiciones que se refieren al proceso de constitución (artículos 2 a 6) no son especialmente significativas. De hecho, son bastante más relevantes las previsiones de la Directiva 68/151/CEE sobre la publicidad registral y la nulidad del negocio fundacional. El tratamiento de la fundación de la sociedad anónima se vincula con el estatuto del capital social, que constituye el contenido fundamental de la Directiva. El “capital” aparece como el principal elemento configurador del tipo. No puede haber sociedad anónima sin capital (como resulta de las causas de nulidad tipificadas en el artículo 12,b iii y iv de la versión codificada de la Primera Directiva). Es decir, que los recursos económicos de este tipo de compañías deben integrarse forzosamente, en primer término, por una aportación patrimonial de los fundadores. El capital no sólo constituye la base de la organización financiera de la sociedad anónima, sino que desempeña, además, una función organizativa, por cuanto que el número de acciones adjudicadas (necesariamente como contrapartida de una aportación patrimonial) determina la posición relativa de cada uno de los socios en el seno de la compañía. Es decir, que el momento en el que se empieza a cuestionar la utilidad de la figura del capital<sup>493</sup>, el legislador comunitario la acoge como instrumento básico de protección de “socios y acreedores”<sup>494</sup>.

Por todo ello, la Directiva regula cuidadosamente la publicidad de la estructura del capital (a través de diversas disposiciones que resultan de sus artículos 2 y

---

<sup>492</sup> En palabras de G. ESTEBAN VELASCO, *ob. cit.*, p. 652, la coordinación de las legislaciones nacionales se refería, en definitiva, a *“los mecanismos tradicionales para la atracción y la protección del capital”*.

<sup>493</sup> La Directiva es prácticamente coetánea con el Código de California de 1975, que, como tendremos ocasión de examinar, marca un cambio de orientación radical en la materia. Véase, *supra*, pp. xx y xx.

<sup>494</sup> J. DENECKER, *ob. cit.*, p. 662.

3, formalmente integrados en las previsiones relativas al acto constitutivo). A partir de aquí cabría distinguir tres bloques de normas, referidos respectivamente a la efectividad de la integración del capital (artículos 7 a 13), a su mantenimiento (artículo 15 a 24) y a la modificación de la cifra de capital (artículos 14 y 25 a 40). Hay que tener en cuenta que no siempre es posible deslindar con absoluta precisión las disposiciones que responden a la noción del capital como cifra de retención de las encaminadas a la protección de los accionistas. Entre ellas, la genérica previsión con arreglo a la cual, *“para la aplicación de la presente Directiva, las legislaciones de los Estados miembros garantizarán un trato igual de los accionistas que se encuentren en condiciones idénticas”* (artículo 41). El texto original de la Segunda Directiva ha sido modificado en diversas ocasiones<sup>495</sup>. No obstante –al menos, por ahora- se ha mantenido la estructura básica del estatuto del capital.

### 3.3. La constitución de la sociedad anónima

#### 3.3.1. La fundación por convenio y por suscripción pública

Desde un punto de vista sistemático, el primer grupo de normas que cabe identificar en el texto de la Directiva 77/91/CEE es el integrado por una serie de disposiciones relativas a la constitución de la sociedad anónima. La Directiva conoce los dos procedimientos tradicionales de la fundación simultánea y la fundación sucesiva, aun cuando sólo contiene una referencia incidental a los mismos (la letra f del artículo 3 exige la identificación de quienes *“hayan firmado o en nombre de quienes se hayan firmado los estatutos o la escritura de constitución o, cuando la constitución de la sociedad no fuese simultánea, la identidad de las personas físicas o jurídicas o de las sociedades que hubieran firmado o en cuyo nombre se hubieran firmado los proyectos de estatutos o de la escritura de constitución”*). El modelo de referencia puede considerarse, no obstante, el de la llamada constitución simultánea. Aquella que lleva a cabo en un solo acto mediante un acuerdo entre los fundadores. Así se deduce tanto de la genérica referencia a la *“escritura de constitución”* (y no al mero *“proyecto”*:

---

<sup>495</sup> La Directiva 92/101/CEE del Consejo, de 23 de noviembre de 1992, añadió una serie de previsiones en relación a la autocartera indirecta (que se incorporan en forma de un artículo 24bis). Las reformas más significativas se han producido, no obstante, ya en este siglo en el marco de un proceso de simplificación y flexibilización del régimen del capital. La Directiva 2006/68/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 6 de septiembre de 2006, incide sobre diversas cuestiones: el régimen de las aportaciones no dinerarias (se modifica el artículo 10, 11 y 27, y se añaden los artículo 10bis y 10ter), la adquisición de acciones propias (se modifica el artículo 19), la asistencia financiera (el artículo 23 recibe una nueva redacción y se añade un artículo 23bis), y la facultad reconocida a los acreedores en caso de reducción de capital (con la consiguiente modificación del artículo 32). Finalmente, la Directiva 2009/109/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre de 2009, ha introducido algunas previsiones puntuales en relación a aquellos supuestos en los que la alteración de la cifra de capital es consecuencia de una modificación estructural (afecta a los artículos 10.5 y 27.3). De todas ellas nos ocuparemos con detalle en la segunda parte de esta obra.

artículos 2 y 3)<sup>496</sup>, como de la preocupación de ciertos aspectos concretos del proceso constitutivo, como es el relativo a la concurrencia de un número mínimo de socios.

Junto a la previa exigencia relativa a la denominación social (artículo 1.1,II), la Directiva especifica las menciones mínimas que deben contener tanto el acto fundacional (artículo 2) como los estatutos sociales (artículo 3)<sup>497</sup>. En cambio, no aparece exigencia o precisión alguna sobre el número de fundadores<sup>498</sup>. La normativa comunitaria no se pronunciaba originariamente sobre este punto, que quedaba sujeto a lo establecieran al efecto cada una de las legislaciones nacionales. Sin embargo, sí matiza que “*cuando la legislación de un Estado miembro*” exigiera “*el concurso de varios socios para la constitución de una sociedad*”, la reunión de todas las acciones en una sola mano o la reducción del número de socios por debajo del mínimo legal “*después de la constitución*” no implicaría la disolución de pleno derecho de la sociedad (artículo 5.1). La sociedad debía disponer de un plazo suficiente para regularizar su situación (artículo 5.2). En todo caso, la disolución determinaba únicamente la apertura de la liquidación (artículo 5.3)<sup>499</sup>. Se contemplaba, asimismo el supuesto en el que, de conformidad con las legislaciones nacionales, las sociedades anónimas no pudieran “*comenzar sus actividades sin haber recibido la autorización para ello*” (artículo 4.1, primer inciso, que empleaba una expresión susceptible de ser interpretada en un sentido muy amplio)<sup>500</sup>. En este caso, se debían prever, igualmente, “*unas disposiciones relativas a la responsabilidad por los compromisos contraídos por la sociedad o por cuenta de esta durante el periodo precedente*”.

---

<sup>496</sup> Hay que tener en cuenta, no obstante, que la opción del traductor por el término “*escritura pública*” en la versión oficial española de la Directiva supone definir el negocio constitutivo de la sociedad anónima a partir de la forma documental y no de su contenido o su naturaleza. Las versiones de la Directiva en francés, italiano y portugués se refieren al “*acto constitutivo*”, que es también la traducción más ajustada del término alemán “*Errichtungsakt*”. Por su parte, la versión en lengua inglesa utiliza la expresión “*instrument of incorporation*”, de análoga significación.

<sup>497</sup> J. DENECKER, *ob. cit.*, p. 662; G. ESTEBAN VELASCO, *ob. cit.*, p. 652.

<sup>498</sup> R. GARCÍA VILLAVERDE, *ob. cit.*, p.229; L. FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA y A. CALVO CARAVACA, *ob. cit.* p. 165.

<sup>499</sup> Se trataba de una previsión armonizada con la Directiva 68/151/CEE, que había incluido entre las causas de nulidad “*el hecho de que, contrariamente a la legislación nacional que regule la sociedad, el número de socios fundadores sea inferior a dos*” (artículos 11.2,f del texto original y 12,b,vi de la versión codificada de 2009). Las disposiciones anteriores no han perdido completamente su significación en razón de la posterior aprobación de la Directiva 89/667/CEE. Esta última impuso a los Estados miembros la obligación de introducir en sus ordenamientos, bien la sociedad de responsabilidad limitada de un solo socio, bien la figura del empresario individual de responsabilidad limitada (artículo 7). En cambio, en relación a la sociedad anónima la única exigencia es la de sometimiento a la Directiva “*cuando un Estado miembro admita también para la sociedad anónima la sociedad unipersonal*” (artículo 6 de la versión codificada que resulta de la Directiva 2009/102/CEE). Cabe, por tanto, que las legislaciones nacionales mantengan en relación a la sociedad anónima el requisito de la pluralidad de socios.

<sup>500</sup> J. DENECKER, *ob. cit.*, p. 665. R. GARCÍA VILLAVERDE, *ob. cit.*, pp. 222 y 223, equipara el supuesto a las disposiciones de Derecho interno establecidas genéricamente para la sociedad en formación.

### 3.3.2. La constitución como resultado de una modificación estructural

La Directiva toma en consideración la posibilidad de que la constitución de la sociedad anónima sea el resultado de la transformación de una entidad previamente constituida bajo otra forma social. A tal efecto, establece que *“hasta la posterior coordinación de las legislaciones nacionales, los Estados miembros tomarán las medidas necesarias para que se den al menos unas garantías idénticas a las previstas por los artículos 2 al 12 en caso de transformación de una sociedad de otro tipo en sociedad anónima”* (artículo 13). No suscita especiales dificultades la comprensión del principio general que inspira el precepto. Lógicamente, no cabe eludir a través de una vía indirecta las exigencias vinculadas con el tipo social que se pretende adoptar<sup>501</sup>. La concreta determinación de las *“garantías”* que deben aplicarse precisa, en cambio, de un cierto grado de reflexión. No cabe duda de que habrán de respetarse las exigencias relativas a la denominación social (artículo 1.1,II), a las indicaciones que deben resultar del acuerdo de transformación (que cumple la función del acto constitutivo de la sociedad anónima) y de los nuevos estatutos sociales (artículos 2 y 3), al capital mínimo (artículo 6), y al desembolso (artículo 9)<sup>502</sup>.

De la misma forma, ha de entenderse que la Directiva impone la valoración del patrimonio social por un perito independiente (en los términos previstos en el artículo 10)<sup>503</sup>. La contrapartida de la cifra de capital asignada a la sociedad anónima está constituida por el valor neto del patrimonio de la sociedad que se transforma, por lo que es supuesto es asimilable al de una aportación *“que no es en metálico”*. Este criterio ha venido a ser confirmado por el Reglamento (CE) 2157/2001, del Consejo, por el que se aprueba el Estatuto de la Sociedad Anónima Europea. En este último texto legal se establece expresamente que *“...antes de la celebración de la junta general [...] uno o más peritos independientes [...] certificarán, de conformidad con la Directiva (CE) 77/91/CEE, mutatis mutandis, que la sociedad dispone de activos netos que corresponden, como mínimo, al capital aumentado con las reservas que la legislación o los estatutos no permitan distribuir”* (artículo 37.6).

Las mismas consideraciones deben extenderse a la constitución de una sociedad anónima por fusión o escisión, de acuerdo con lo previsto en las Directivas 78/855/CEE y 82/891/CEE. En estos casos, aparecen ciertas peculiaridades en relación a la intervención de los peritos independientes<sup>504</sup>. La

---

<sup>501</sup> G. FERRI, *ob. cit.*, p. 60.

<sup>502</sup> J. DENECKER, *ob. cit.*, p. 669.

<sup>503</sup> J. DENECKER, *ob. cit.*, p. 669; V. EDWARDS, *ob. cit.*, p. 57.

<sup>504</sup> El tratamiento de esta cuestión presenta una cierta complejidad. La Directiva 78/855/CEE prevé la intervención en la fusión de un perito independiente, que habrá de elaborar un informe, *“dirigido a los accionistas”* (artículo 10.1), sobre la adecuación de la relación de canje (artículo

reserva de la forma anónima para las empresas de cierta dimensión determina que el nacimiento de este tipo de compañías se produzca, cada vez con más frecuencia, como consecuencia de una operación de modificación estructural. Hasta el punto de que el legislador comunitario, al ocuparse de la sociedad anónima europea, no haya contemplado la fundación por convenio. Esta forma societaria sólo puede constituirse a partir de una realidad societaria preexistente, por vía de fusión, constitución de una sociedad holding, constitución de una SE filial o transformación (artículo 2 del Reglamento 2157/2001).

## 3.4. La configuración formal del capital y las acciones

### 3.4.1. Planteamiento

Una de las preocupaciones fundamentales del legislador comunitario se centra en la determinación y la publicidad del capital. Así se indica con rotundidad en el Preámbulo: “...los Estatutos o la escritura de constitución de una sociedad anónima deberán permitir a todo interesado conocer las características esenciales de esta sociedad, y en especial, la composición exacta de su capital...” (Considerando III). En realidad, no se trata sino del desarrollo de principios y criterios que ya anticipaba la Directiva 68/151/CEE. Los redactores de la Segunda Directiva pudieron apoyarse en la previa armonización de las normas relativas al Registro Mercantil. En consecuencia, el principio general que preside la regulación comunitaria en este punto es muy sencillo. Por una parte, la cifra de capital y el número y características de las acciones en que éste se divide han de quedar formalmente determinados en el convenio fundacional, los Estatutos u otro documento equivalente. Al mismo tiempo, cualquier interesado ha de poder acceder a dichos documentos a través de la consulta del Registro<sup>505</sup>. La reglas relativas a la determinación del capital, la publicidad y la efectividad de las aportaciones no afectan a las disposiciones de los Estados miembros “sobre la competencia y el procedimiento relativo a la modificación de los estatutos o la escritura de constitución” (artículo 14).

### 3.4.2. El capital social

El principio de determinación del capital es susceptible de una formulación muy concisa cuando legislación nacional de que se trate exija la coincidencia de

---

10.2). Este informe era, en principio, independiente del previsto en la Segunda Directiva. No obstante, los Estados miembros podían no aplicar “a la constitución las reglas relativas a la verificación de las aportaciones no dinerarias previstas por el artículo 10 de la Directiva 77/91/CEE” (artículo 23.4). No había una regla equivalente en el caso de fusión por absorción. En cambio, la Directiva 82/891/CEE permitió que el “informe sobre la verificación de las aportaciones no dinerarias” y el “informe sobre el proyecto de escisión” pudieran ser elaborados por el mismo perito, tanto en el caso de “escisión por absorción” (artículo 8.3), como en el de “escisión por constitución de nuevas sociedades” (artículo 22.4). La coordinación entre la actuación de ambos peritos ha sido abordada de nuevo por la Directiva 2009/109/CE.

<sup>505</sup> Véase, R. GARCÍA VILLAVÉRDE, *ob. cit.*, p. 229.

capital estatutario y capital suscrito (y en estos términos se expresa el artículo 2 de la Directiva: “Los estatutos o la escritura de constitución de la sociedad contendrán al menos las siguientes indicaciones:...c)...el importe del capital suscrito...”). En cambio, son necesarias una serie de precisiones bastante detalladas cuando el capital estatutario opera como un capital autorizado máximo. En este caso, la escritura de constitución o los Estatutos deberán precisar “cuando la sociedad [...] tenga capital autorizado [...] el importe de éste y el importe del capital suscrito en el momento de la constitución de la sociedad o en el momento de la obtención de la autorización para comenzar sus actividades” (artículo 2, letra c, primer inciso). La misma exigencia se establece “en toda modificación del capital autorizado”. Es decir, que, en este supuesto, el acuerdo de modificación estatutaria deberá acceder al Registro junto con una reseña actualizada del capital efectivamente suscrito, y ello con independencia de la comunicación anual prevista en la Directiva 68/151/CEE (artículo 2, letra c, inciso final)<sup>506</sup>.

Desde la estricta perspectiva de la determinación del capital, los dos modelos no están tan alejados como en una primera aproximación pudiera parecer. La noción de capital autorizado o capital estatutario máximo no se identifica con la de capital variable (en el sentido del artículo 1.2 de la Directiva 77/91/CEE: libre emisión y rescate de acciones dentro de los límites mínimo y máximo fijados en los Estatutos). En la práctica, la diferencia fundamental se sitúa en el ámbito de la distribución de competencias entre los órganos sociales. En un caso, la creación de nuevas acciones exige modificación estatutaria y la correspondiente decisión queda -en principio- reservada a la Junta general. En el otro, la emisión de acciones dentro del límite máximo estatutario forma parte de las facultades atribuidas al órgano de administración. En ambos supuestos todas las acciones efectivamente emitidas integran el capital suscrito, y su eventual amortización está sujeta al régimen general de restitución de aportaciones. De la misma forma, el capital efectivamente suscrito queda sujeto a idénticas exigencias de determinación y publicidad, aunque varíe el instrumento formal a través del cual éstas se hacen efectivas. Las previsiones de la Directiva sobre el capital estatutario máximo se encaminaban a salvaguardar la configuración del capital que tradicionalmente había adoptado el Derecho inglés<sup>507</sup>. Este mecanismo desempeñaba una función equivalente a la de la figura del capital autorizado en las legislaciones continentales. La *Companies Act* de 2006 ha abandonado el planteamiento del Derecho anterior y ha introducido una regulación que sólo contempla el capital efectivamente suscrito<sup>508</sup>.

---

<sup>506</sup> La estructura de la norma es idéntica a la del correlativo precepto de la Primera Directiva, antes examinado, si bien aquél aborda el tema en relación a los “actos e indicaciones” que deben acceder al Registro y las precisiones que aquí se formulan se refieren al contenido de los documentos de los que resulta el acto constitutivo de la sociedad anónima.

<sup>507</sup> El mismo sistema había adoptado en nuestro país el Código de Comercio de 1885. Sobre el anterior Derecho inglés, G. MORSE, *ob. cit.* p. 98 y L. GOWER, *ob. cit.* pp. 201 a 203.

<sup>508</sup> En el régimen actual, junto al “*memorandum of association*” y, en su caso, los “*articles of association*” la constitución de una compañía por acciones requiere la remisión al Registro de un documento adicional llamado “*statement of capital*” (Sección 10 CA 2006). En éste se

Una vez establecida la necesidad de determinación del capital suscrito, la Directiva prevé una serie de menciones adicionales, que pueden resultar de los estatutos, la escritura de constitución, e, incluso un documento separado<sup>509</sup>. Al igual que la escritura de constitución y los estatutos (artículo 2,ª de las Directivas 68/151/CEE y 2009/101/CE), este último “...deberá ser objeto de publicidad efectuada según las formas previstas por la legislación de cada Estado miembro, de conformidad con el artículo 3 de la Directiva 68/151/CEE” (artículo 3, primer inciso de la Directiva 77/91/CEE). Las indicaciones se refieren, por una parte, a la función del capital como cifra de retención, lo que exige precisar la cuantía exacta de los recursos económicos comprometidos por los accionistas. A tal efecto se habrá de expresar “el importe del capital suscrito desembolsado en el momento de la constitución de la sociedad o en el momento de la obtención de la autorización para comenzar sus actividades” (letra g del artículo 3) y “el valor nominal de las acciones o, a falta de valor nominal, el número de acciones emitidas en contrapartida de cada aportación que no se hubiera efectuado en metálico, así como el objeto de esta aportación y el nombre del aportante” (letra h del artículo 3). En la medida en que pueden menoscabar la integridad del capital inicial, también es preciso indicar la cuantía, al menos aproximada de los gastos de constitución (letra j del artículo 3) así como las ventajas atribuidas en la constituciones a quienes hubieran sido partícipes en la misma (letra k del artículo 3).

### 3.4.3. Las acciones

La Directiva impone, además, una precisa determinación del número y las características de las acciones. Así, se habrá de hacer constar, en primer término, “el valor nominal de las acciones suscritas y, al menos anualmente, el número de estas acciones” (letra b del artículo 3). Alternativamente, se habrá de indicar “el número de las acciones suscritas sin mención de valor nominal”, cuando la legislación nacional autorice la emisión de tales acciones (apartado c del artículo 3). La Directiva admite, por tanto, la existencia de acciones con y sin valor nominal. La opción por uno u otro sistema más que con el problema de la configuración formal de las acciones se relaciona, en realidad, con la aplicación de la regla que condiciona el tipo de emisión (artículo 8 de la

---

determina el número total de acciones suscritas en el acto fundacional; la indicación, en su caso, de la existencia de varias clases; el valor nominal agregado de las mismas y la parte del capital que ha sido efectivamente desembolsada. La emisión de nuevas acciones queda sujeta a un complejo régimen de distribución de competencias entre los órganos sociales (Secciones 549 a 551). Los administradores están facultados para emitir nuevas acciones si se trata de una “private company” en la que sólo existe una única clase. En los demás casos es necesaria una decisión de los socios, aun cuando éstos pueden delegarla en los administradores. La delegación debe determinar el número máximo de acciones a emitir y el plazo máximo de ejercicio que no puede exceder de cinco años. Sobre el nuevo régimen legal en Inglaterra, véase Paul L. DAVIES, *Gower and Davies Principles of Modern Company Law*, Londres (2008), pp. 832 a 834; A. DIGNAM y J. LOWRY, *ob. cit.* p. 226; Janet DINE y Marios KOUTSIAS, *Company Law*, Londres, 2009, p. 76; Stephen W. MAYSON, Derek FRENCH y Christopher L. RYAN, *Company Law*, Londres, 2010, pp. 173-174; M. ANDENAS y F. WOOLDRIDGE, *ob. cit.*, pp. 192 y 193.

<sup>509</sup> J. DENECKER, *ob. cit.*, p. 663.

Directiva 71/91/CEE), que será examinada más adelante. En todo caso, se reseñarán *“las condiciones particulares que limiten la cesión de las acciones”* (apartado d del artículo 3); cuando existan varias categorías de acciones, las indicaciones anteriores para cada una de ellas *“y los derechos relativos a las acciones de cada una de las categorías”* (apartado e del artículo 3); y también *“la forma, nominativa o al portador, de las acciones”, “así como toda disposición relativa a la conversión de éstas”* (apartado f del artículo 3).

Todas estas menciones son esenciales para un potencial inversor. La posesión material del título o la inscripción en el registro contable cuando las acciones estén representadas por medio de anotaciones en cuenta) sólo pueden desplegar una función legitimadora en relación a la titularidad de un determinado número de acciones. La mayor o menor extensión de los derechos del accionista –esto es, el contenido de la posición jurídica del socio- dependen de la configuración estatutaria de las acciones, que se hace pública a través del Registro Mercantil<sup>510</sup>.

#### 3.4.4. El valor nominal de las acciones

La Directiva contempla la existencia de acciones con o sin valor nominal. La escritura de constitución, los Estatutos o un documento complementario deben determinar, alternativamente, *“el valor nominal de las acciones”* o *“el número de acciones emitidas en contrapartida de cada aportación que no se hubiera efectuado en metálico, así como el objeto de esta aportación y el nombre del aportante”* (letra h del artículo 3). El límite inferior del tipo de emisión de las acciones está constituido por el *“valor nominal”* o el *“valor contable”* (artículo 8.1). Las acciones deben quedar liberadas *“en una proporción no inferior al 25 % de su valor nominal o, a falta de valor nominal de su par contable”* (artículos 9.1 y 26.1). En caso de aportación no dineraria, el informe del perito independiente debe pronunciarse acerca de si los criterios de evaluación adoptados y los criterios a los que conducen *“corresponden al menos al número y al valor nominal o, a falta de valor nominal, al valor contable....de las acciones a emitir como contrapartida”* (artículo 10.2). Cabe dispensar la intervención del perito si se cumplen determinadas condiciones, y *“el 90 % del valor nominal o, a falta de valor nominal, del valor contable de todas las acciones se hubieran emitido en contrapartida de aportaciones no dinerarias, hechas por una o varias sociedades”* (artículo 10.4). El *“valor nominal o, a falta de valor nominal, el par contable”* se toma en consideración para determinar el límite máximo de acciones propias que la sociedad puede adquirir (artículo

---

<sup>510</sup> En este sentido, J. GARRIGUES, *Curso...*(1976), tomo I, p.729. Al ocuparse de la doctrina general de los títulos valores, el eminente maestro distinguía, como una categoría diferenciada, la de los llamados los títulos imperfectos o de literalidad incompleta, que incorporan un derecho preexistente cuya vigencia y modalidad se determinan por elementos extraños al título. Por ejemplo, *“las acciones de una sociedad anónima las cuales no representan más que un certificado relativo a los estatutos”*. En términos muy parecidos, afirman Alfred HUECK y Claus Wilhem CANARIS que la acción *“está vinculada a un tipo negocial”* y que *“por tanto, el título no documenta todo el contenido del derecho que incorpora, sino que éste viene configurado también y sobre todo por los estatutos y decisiones de los órganos colegiales”*: *Derecho de los títulos valor*, Barcelona (1988), p. 291 [*Recht der Wertpapiere*, München, 1986].

19.3, en su redacción original), o la cuantía de la reserva que debe dotarse en determinadas modalidades de reducción de capital (artículos 36.1,d, 37.2 y 39,c y g).

El esquema organizativo de las sociedades de capital exige una vinculación entre la titularidad última de la empresa y las aportaciones de carácter patrimonial realizadas para integrar el fondo permanente de explotación<sup>511</sup>. Este es el sentido de la división del capital en acciones. Es decir, en partes alícuotas, cada una de las cuales constituye un puesto de socio potencial. No obstante, no existe ninguna exigencia de carácter estructural que requiera la asignación a las acciones un determinado valor nominal. Esta técnica tiene un mero significado instrumental. Se trata de uno de los posibles procedimientos a través de los cuales se hace efectiva la división del capital en cuotas o partes negociables. Desde un punto de vista conceptual es independiente del significado que como cifra de retención se asigna al capital social. Por otra parte, la extensión de los derechos del accionista depende del número de acciones poseídas en relación al total y no viene condicionada por el valor nominal de las acciones. La función de éste último se proyecta sobre las futuras ampliaciones de capital. De adoptarse el sistema del valor nominal, su determinación en los estatutos fija el precio mínimo que deberán satisfacer quienes en el futuro pretendan adquirir las acciones procedentes de una nueva emisión. Se trata, por tanto, de un mecanismo encaminado a evitar la dilución de la posición de los accionistas actuales<sup>512</sup>.

Este esquema tiene un doble corolario. En primer lugar, la prohibición de emisión por debajo del valor nominal (artículo 8.1. de la Directiva 77/91/CEE). De ahí que, habitualmente se relacione la exigencia de determinación del valor nominal con el principio de realidad o efectividad del capital social<sup>513</sup>. En segundo término, la efectividad del sistema exige una vinculación entre el valor nominal de las acciones poseídas y la extensión de los derechos del accionista. Sin embargo, sobre este segundo punto guarda silencio la Directiva<sup>514</sup>. La atribución de valor nominal a las acciones constituye, en sí mismo, un mecanismo tuitivo de los intereses de los accionistas. Como contrapartida,

---

<sup>511</sup> Véase lo dicho anteriormente, p. xx y xx, sobre la sociedad de capital como “*investor owned company*”.

<sup>512</sup> P. SANTELLA y R. TURRINI, *ob. cit.* p. 446. Se trata de un instrumento muy simple que, sin embargo, debió tener una cierta en una cierta etapa evolutiva del derecho de las sociedades de capital.

<sup>513</sup> , J. GARRIGUES – R. URÍA, *Comentario....*, Tomo I, pp. 418 y 419; J. GIRON, *ob. cit.* p. 53; J. RUBIO, *ob. cit.* p. 74; Pedro ALEMÁN LAÍN, *Función del valor nominal en las acciones. Una aproximación desde el Derecho Norteamericano*, Madrid (2003), p. 235 a 242, y Carmen ALONSO LEDESMA, “*Acciones sin valor nominal*”, en C. ALONSO LEDESMA (Dir.), *Diccionario de Derecho de Sociedades*, Madrid (2006), p. 84.

<sup>514</sup> Como sucede en el Derecho español, a través de la imperativa vinculación entre el valor nominal de la acción y el derecho de voto y el de suscripción preferente (artículos 50.2 TRLSA y 96.2 LSC, que ahora denomina a éste último, derecho de preferencia). Con más detalle, J. MASSAGUER, *El capital...*, pp. 5552 y 5553. La Directiva, por el contrario, no exige que los derechos políticos o económicos del accionista se vinculen con el nominal o el valor contable de las acciones.

puede dificultar la financiación de las sociedades anónimas. Dado que cabe la emisión con prima, pero no con descuento, no será posible emitir nuevas acciones si su valor estimado o el de mercado (cuando hayan sido admitidas a negociación en mercados organizados) resulta ser inferior al nominal de las anteriormente emitidas. En este caso, la obtención de capital adicional exigiría a la sociedad, con carácter previo, proceder a una disminución del valor nominal que quedaría sujeta al régimen y los requisitos de la reducción de capital<sup>515</sup>.

Estos inconvenientes pueden soslayarse prescindiendo de la fijación de un valor nominal. En este caso, la emisión de nuevas acciones no está condicionada por el tipo de emisión de las anteriores, y puede realizarse tanto con prima como con descuento. La Directiva 77/91/CEE contempla un tipo de acciones sin valor nominal, las denominadas “*acciones de valor contable*” (“*accountable par value shares*”). Las acciones continúan representando una parte alícuota del capital de la compañía, determinado cuantitativamente e integrado por las aportaciones de los socios<sup>516</sup>. Así se indica expresamente; en caso de autocartera, en el informe de gestión se ha de indicar “*el número y valor nominal o, a falta de valor nominal, el valor contable de las acciones adquiridas y cedidas durante el ejercicio, así como la fracción del capital que representan*” (artículo 22.2,b, en su versión inicial). El criterio de distinción entre unas y otras radica únicamente en la determinación de la fracción que a cada acción corresponde en el capital social. La cuota de participación no viene determinada con carácter forzoso por referencia a un valor nominal que, a su vez, ha de ser idéntico para cada clase o serie de acciones. Por el contrario, cabe emitir nuevas acciones que otorguen idénticos derechos al tipo que en cada momento hagan posible las condiciones del mercado, sin necesidad de respetar la exigencia de una aportación mínima<sup>517</sup>.

Ninguna alteración se produce, en cambio, en el ámbito de las relaciones externas. La cifra de capital determinada en los estatutos continúa actuando, en los mismos términos, como cifra de retención. El valor contable asignado a estas acciones queda sujeto a idénticos requisitos de determinación y desempeña una función de garantía equivalente a la atribuida al valor nominal (artículos 3,h, 8.1, 9.1, 10.2, 19.3 y 22.2,b de la Directiva). Por este motivo, se

---

<sup>515</sup> P. SANTELLA y R. TURRINI, *ob. cit.* pp. 444 y 445; B. UMFAHRER, *ob. cit.* p. 80; Andreas PENTZ, Hans-Joaquim PRIESTER y André SCHWANA, *Raising Cash and Contributions in Kind*, en M. LUTTER, *Legal Capital...*, p. 57; C. ALONSO LEDESMA, *Acciones...*, p. 85.

<sup>516</sup> P. SANTELLA y R. TURRINI, *ob. cit.* p. 445; B. UMFAHRER, *ob. cit.* p. 81; V. EDWARDS, *ob. cit.*, p. 67.

<sup>517</sup> La distinción entre las acciones “*con valor nominal*” o “*con valor contable*” sólo tiene trascendencia práctica en aquellas situaciones en las que el valor de mercado de la acción es inferior o se encuentra muy próximo al de las aportaciones realizadas por los accionistas. Por el contrario, si el valor real es muy superior al nominal o al contable, ningún condicionante aparece en relación al tipo de emisión de las nuevas acciones. En este caso, la asignación de una valor nominal a las acciones ni constituye mecanismo antidilución efectivo (puesto que el dato relevante será el de la cuantía de la prima de emisión), ni limita las posibilidades de financiación de las compañías por acciones.

estima que la Directiva no permite la creación de auténticas acciones sin valor nominal<sup>518</sup>. En el esquema alternativo, por el contrario, las acciones sin valor nominal representan una parte alícuota de la propiedad de la empresa, y ello con independencia de que la compensación obtenida con ocasión de su emisión se haya destinado o no a la dotación de un fondo de capital. La diferencia entre ambos modelos no radica en el dato formal de la necesaria atribución a las acciones de un valor nominal o un valor contable, sino en la posibilidad de que estas puedan ser emitidas sin necesidad de que la sociedad reciba una compensación en activos susceptibles de valoración económica. Dicho de otra forma, lo que, en la práctica, permite este último sistema es llevar a cabo una completa disociación entre la organización interna de la compañía (basada en el número de acciones emitidas) y las aportaciones realizadas al patrimonio social. Aquí el término “*acciones sin valor nominal*” resulta sumamente equívoco puesto que de lo que realmente se trata es de la posibilidad de emitir acciones “*sin contrapartida patrimonial*”.

### 3.5. El capital mínimo

El régimen del capital exige que los recursos patrimoniales de las sociedades anónimas se integren, en primer término, por aportaciones de los socios. La Directiva fija, además, la cuantía mínima que estas aportaciones deben alcanzar: “*para la constitución de la sociedad o para la obtención para comenzar sus actividades las legislaciones de los Estados miembros requerirían la suscripción de un capital mínimo cuyo importe no será inferior a 25.000 unidades de cuenta europeas [a día de hoy, 25.000 euros]*” (artículo 6.1,I). A la vista del tenor literal de precepto, no cabe duda de que se trata de una exigencia mínima, que podrá ser elevada (como de hecho lo ha sido) por las respectivas legislaciones nacionales<sup>519</sup>. La previsión anterior se completaba con una serie de disposiciones relativas a la definición de “*unidad de cuenta europea*” (artículo 6.1,II), a la determinación del contravalor en las respectivas monedas nacionales (artículo 6.2), y a la obligación que se imponía al Consejo, a propuesta de la Comisión, de proceder “*cada cinco años al examen y, en su caso, a la revisión de los importes del presente artículo*” (artículo 6.3, primer inciso). A tal efecto se tomarían en consideración la evolución económica y monetaria en la Comunidad y “*las tendencias destinadas a reservar la elección de las formas de sociedades indicadas en el apartado 1 del artículo 1 [esto, es, las sociedades anónimas] a las grandes y medianas empresas*” (artículo 6.3, segundo inciso).

---

<sup>518</sup> L. ENRIQUES y J. R. MACEY, *ob. cit.* p. 1176; Paolo SANTELLA y Riccardo TURRINI, *Capital Maintenance in the EU: Is the Second Company Law Directive Really that Restrictive?*, *European Business Organization Law Review*, nº 9 (2008), p. 446; A. PENTZ, H. J. PRIESTER y A. SCHWANA, *ob. cit.* p. 57; B. UMFÄHRER, *ob. cit.* p. 81 y 88 a 93; C. ALONSO LEDESMA, *Acciones...*, p. 85.

<sup>519</sup> G. FERRI, *ob. cit.*, p. 60; P. SANTELLA y R. TURRINI, *ob. cit.*, p. 436; Horst EIDENMÜLLER, Bárbara GRUNEWALD y Ulrich NOAK, *Minimum Capital in the System of Legal Capital*, en Marcus LUTTER, *Legal Capital...*, p. 34.

La revisión no ha llegado a producirse, pero el precepto anterior reviste un cierto interés por cuanto que pone de relieve la función disuasoria para las pequeñas y medianas empresas que el legislador comunitario asignaba al capital mínimo, cual es el reservar la forma anónima para las empresas de cierta dimensión. Estamos, por tanto, en presencia de un criterio legal de orientación de la voluntad electora de las formas sociales<sup>520</sup>. No obstante lo cual, la cifra mínima de capital fijada por la Directiva ha de considerarse modesta<sup>521</sup>. Especialmente, si se tiene en cuenta que en el momento de la emisión de las acciones sólo es preciso que estas queden liberadas en cuanto al 25% de su valor nominal o su valor contable (artículo 9 de la Directiva). La aportación efectiva actual en el momento de la constitución queda reducida a la suma de 6.250 euros. Es evidente, por tanto, que la exigencia de un capital mínimo en estos términos no guarda relación con el problema de la suficiencia de los fondos propios de las compañías por acciones<sup>522</sup>. Por otra parte, al no haberse actualizado la cuantía mínima del capital fijada en 1976, el significado de la misma se ha visto seriamente erosionado como consecuencia de la depreciación monetaria<sup>523</sup>.

La importe mínimo exigido por la Directiva se refiere, estrictamente, al capital nominal, que debe cubrirse, en todo caso, con independencia de la existencia o la cuantía de una eventual prima de emisión. En el sistema de la Directiva el capital social de las sociedades anónimas es el que resulta de la cifra formal consignada en los Estatutos sociales<sup>524</sup>. En cambio, la norma comunitaria no se pronuncia sobre el estatuto de la prima de emisión y su consideración o no como parte del patrimonio vinculado. En consecuencia, los Estados miembros quedan en libertad para determinar el régimen a que debe quedar sometida la misma<sup>525</sup>. A su vez, el importe mínimo se refiere al capital suscrito. La matización no tiene especial relevancia en aquellos sistemas en que el capital

---

<sup>520</sup> En estos términos se expresan Angel ROJO FERNÁNDEZ-RÍO y Emilio BELTRÁN SÁNCHEZ, *El Capital social mínimo. Consideraciones de política y de técnica legislativas*, RDM, nº 187-188 (1988), p. 151. En el mismo sentido, J. MASSAGUER, *ob. cit.* p. 5563 y H. EIDENMÜLLER, B. GRUNEWALD y U. NOAK, *ob. cit.* p. 21.

<sup>521</sup> G. FERRI, *ob. cit.*, p. 60; V. EDWARDS, *ob. cit.*, p. 60. En todo caso se encuentra muy alejada de la significación del capital mínimo en la Ley Alemana de 1937, el Código Italiano de 1942 o el Anteproyecto español de 1948. Véase al respecto el capítulo anterior, pp. xx, xx y xx.

<sup>522</sup> A. ROJO y E. BELTRÁN, *ob. cit.*, p. 156; J. MASSAGUER, *ob. cit.* p. 5569.

<sup>523</sup> No resulta sencillo calcular la equivalencia, en términos actuales, de 25.000 Unidades de Cuenta Europeas de 1976. El valor del ECU venía determinado por la ponderación de las divisas de los Estados miembros, cada una de ellas sujeta a una tasa diferente de inflación. No obstante, se ha calculado que simplemente con una depreciación del 2% anual, al cabo de 30 años habrían sido necesarios 45.000 euros para asegurar un poder adquisitivo equivalente. En el caso de un 5% de inflación anual, la suma equivalente superaría los 100.000 euros; H. EIDENMÜLLER, B. GRUNEWALD y U. NOAK, *ob. cit.* p. 21. Sobre la depreciación de la cifra de capital mínimo en España, véase supra, p. 198.

<sup>524</sup> J. MASSAGUER, *ob. cit.* p. 5549 y ss.

<sup>525</sup> P. SANTELLA y R. TURRINI, *ob. cit.* p. 437; J. RICKFORD, *ob. cit.*, p. 146. En cambio,

suscrito coincide con el estatutario, pero excluye un cumplimiento puramente formal en el caso de que la escritura de constitución o los Estatutos se limitaran a establecer un capital máximo autorizado.

El capital mínimo no es únicamente un requisito fundacional. El legislador comunitario quiso excluir la actuación en el tráfico, bajo la forma de sociedad anónima, de entidades que no superen un nivel mínimo de capitalización. Obsérvese que la exigencia se establece, de forma alternativa, para “*la constitución*” o “*para comenzar sus actividades*”. A estos efectos, es irrelevante el carácter originario o sobrevenido de la insuficiencia de capital. La sociedad está obligada a conservar en todo momento un capital de cuantía igual o superior al mínimo legal<sup>526</sup>. Esta exigencia determina la aparición de una serie de problemas de técnica jurídica relacionados con la cifra de capital que se proyectan sobre el régimen general de funcionamiento de la sociedad anónima<sup>527</sup>. La Directiva contiene al efecto una única regla particular en sede de reducción de capital. Establece que “*el capital suscrito no podrá ser reducido a un importe inferior al capital mínimo fijado de conformidad con el artículo 6*” (artículo 34, primer inciso). Los Estados miembros podrán autorizar tal reducción si tienen previsto que sólo surtirá efecto “*si se ha procedido a un aumento del capital suscrito destinado a poner a este a un nivel al menos igual al mínimo establecido*” (artículo 34, segundo inciso). Sin embargo, no se establece una obligación de reintegración a cargo de los accionistas para el caso de que las pérdidas lleguen a consumir la totalidad del capital.

## 3.6. La integración del capital: las aportaciones

### 3.6.1. Reglas generales

La Directiva contiene una serie de disposiciones encaminadas a asegurar la realidad del capital social. En línea con una regulación muy consolidada en las legislaciones nacionales<sup>528</sup>, se pretende que la cifra formal de capital que aparece en el balance como primera partida del pasivo tenga una contrapartida real y efectiva en el activo. A tal efecto se establecen una serie de reglas sustantivas. En primer término, la que determina que “*el capital suscrito sólo podrá estar constituido por activos susceptibles de evaluación económica*”. Se trata de un término un tanto impreciso. Aparentemente, se trata de un requisito de valoración y, en consecuencia, no equivale a la necesidad de que la aportación sea susceptible de ejecución forzosa (por ejemplo, las aportaciones de *know how*)<sup>529</sup>. La Directiva excluye únicamente que “*estos activos*” puedan

---

<sup>526</sup> A. ROJO y E. BELTRÁN, ob. cit., p. 156.

<sup>527</sup> A. ROJO y E. BELTRÁN, ob. cit., p. 154.

<sup>528</sup> Véase el capítulo anterior, en particular, pp. 54 y ss.

<sup>529</sup> L. FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA y A. CALVO CARAVACA, ob. cit. p. 165. Así lo pone de relieve, además, la propia génesis del precepto. El Anteproyecto de 1965 exigía que se tratara de bienes “*susceptibles de realización forzosa a favor de los acreedores*”. Este criterio fue

*“estar constituidos por compromisos relativos a la ejecución de trabajos o a la prestación de servicios”* (artículo 7). Es decir, se excluye la aportación de industria como contrapartida de las acciones emitidas<sup>530</sup>.

Las disposiciones anteriores se completan con la regla que prohíbe a las sociedades anónimas la adquisición originaria de sus propias acciones (*“las acciones de una sociedad no podrán ser suscritas por ésta”*: artículo 18.1). La razón de ser de esta previsión es la inexistencia de una efectiva contrapartida patrimonial. En caso de contravención, los fundadores o los miembros del órgano de administración (en los aumentos de capital) *“responderán del desembolso”* (artículo 18.3,I). Es decir, que quedan personalmente obligados a su realización<sup>531</sup>. La legislación de los Estados miembros *“podrá prever que cualquier interesado podrá ser eximido de esta obligación demostrando que personalmente no le es imputable falta alguna”* (artículo 18.3,II). La regla que excluye la integración del capital mediante una contraprestación no susceptible de *“evaluación económica”* no admite excepción alguna. La Directiva alude posteriormente a las *“acciones de trabajo”* por contraposición a las *“acciones de capital”* (artículo 41.2). No obstante, la distinción apunta al contenido de los derechos que atribuyen a su titular y no a la naturaleza de la aportación.

De la misma forma, las acciones *“...deberán liberarse en el momento de la constitución de la sociedad o en el momento de la autorización de comienzo de sus actividades, en una proporción no inferior al 25 % de su valor nominal...”* (artículo 9.1). Las legislaciones nacionales pueden dispensar la exigencia del desembolso mínimo cuando se trate de *“...favorecer la participación de los trabajadores o de otras categorías de personas determinadas por la ley nacional en el capital de las empresas”* (artículo 41.1). Las acciones emitidas en contrapartida de aportaciones que no sean en metálico habrán de quedar completamente desembolsadas en un plazo de cinco años (artículo 9.2). En el caso de desembolso parcial, *“los accionistas no podrán ser eximidos de la obligación de hacer su aportación”*, salvo con aplicación de las reglas relativas a la reducción de capital (artículo 12). Finalmente, se establece una limitación importante en relación al tipo de emisión: *“Las acciones no podrán emitirse por un importe inferior a su valor nominal o, a falta de valor nominal, a su valor contable”* (artículo 8.1). No obstante, las legislaciones nacionales pueden permitir que *“los que, por su profesión, se encarguen de colocar las acciones paguen menos que el importe total de las acciones que suscriban en el curso de esta operación”* (artículo 8.2).

---

considerado excesivamente rígido por el Comité Económico y Social, además de suscitar problemas de aplicación práctica, puesto que la noción y los presupuestos de la ejecución variaban de forma significativa en las diversas legislaciones nacionales. El Proyecto de 1970 utilizaba una fórmula más amplia, limitándose a exigir que se tratara de *“bienes realizables”*, lo que apunta al criterio de la recuperabilidad del valor. Es decir, la susceptibilidad de convertirse en dinero para atender a la eventual reclamación de un acreedor. Para un análisis detallado de los antecedentes, Ines FERNANDEZ FERNANDEZ, *Aportaciones no dinerarias en la sociedad anónima*, Pamplona (1997), pp. 140 y 141. Como vemos, la Directiva acabó adoptando un enfoque diferente.

<sup>530</sup> J. DENECKER, ob. cit., p. 667.

<sup>531</sup> J. DENECKER, ob. cit., p. 670 y 671; V. EDWARDS, ob. cit., p. 70.

### 3.6.2. La valoración de las aportaciones no dinerarias

La Directiva no contempla ningún mecanismo de control de la efectividad de las aportaciones dinerarias (a pesar de los antecedentes que existían en las legislaciones nacionales)<sup>532</sup>. En cambio, exige que “*las aportaciones que no sean en metálico*” sean objeto “*de un informe emitido con anterioridad a la constitución de la sociedad o a la obtención de la autorización para comenzar sus actividades*”. El presupuesto de aplicación aparece definido, por tanto, en términos negativos. A estos efectos, toda aportación debe ser calificada como “en metálico” o “no en metálico”, sin que los Estados miembros puedan tomar en consideración una tercera categoría<sup>533</sup>. El informe habrá de ser elaborado “*por uno o varios peritos independientes de ésta, designados o aceptados por una autoridad administrativa o judicial*” (artículo 10.1. primer inciso), que podrán ser “*de acuerdo con la legislación de cada estado miembro, personas físicas o morales o sociedades*” (artículo 10.1, segundo inciso). La Directiva especifica el contenido mínimo del informe. Debe referirse “*al menos a la descripción de cada una de las aportaciones así como a las formas de evaluación adoptadas e indicar si los valores a los que conducen estos métodos corresponden al menos al número y al valor nominal o, a falta de valor nominal, al valor contable y, en su caso, a la prima de emisión de las acciones a emitir como contrapartida*” (artículo 10.2). No se impone, estrictamente, una cuantificación del valor la aportación, sino la emisión de una doble opinión. Sobre los criterios de valoración y acerca de su correspondencia con el valor nominal de las acciones emitidas<sup>534</sup>.

A la vista de los antecedentes de la norma, debe considerarse que estamos en presencia de un previsión complementaria de la regla que prohíbe la emisión de acciones con descuento. Esta última podría ser eludida con facilidad en ausencia de un procedimiento externo de valoración de las aportaciones. Bastaría, a tal efecto, con que los promotores o fundadores consistieran una sobrevaloración de los bienes aportados, que quedarían contabilizados en razón de un coste de adquisición muy superior a su valor efectivo<sup>535</sup>. La intervención del experto se vincula, en principio, con la función de garantía del capital. No obstante, también puede desempeñar un papel en el ámbito de las relaciones internas de la sociedad, como mecanismo de tutela de otros intereses<sup>536</sup>. La preceptiva valoración de las aportaciones constituye una medida adicional de protección de los minoritarios en caso de ampliación de capital y, sobre todo, de los eventuales adquirentes ulteriores de las acciones. En relación a esta último aspecto, el elemento tipológico proporciona un criterio

---

<sup>532</sup> Véase *infra*, pp. 91, 117 y 121.

<sup>533</sup> V. EDWARDS, *ob. cit.*, pp. 72 y 73.

<sup>534</sup> J. DENECKER, *ob. cit.*, p. 667.

<sup>535</sup> A. PENTZ, H. J. PRIESTER y A. SCHWANA, *ob. cit.* p. 52; B. UMFAHRER, *ob. cit.* p. 94.

<sup>536</sup> A. PENTZ, H. J. PRIESTER y A. SCHWANA, *ob. cit.* p. 73. Véase también las consideraciones que, sobre este punto, formula J. O. LLEBOT, *ob. cit.* p. 53 y 54.

adicional de interpretación. La Directiva se aplica únicamente a las sociedades anónimas. Es decir, a aquel tipo de sociedad mercantil que puede acceder directamente al público inversor. El proceso típico de expansión de una empresa puede llevarse a cabo a través de un tipo cualificado de aportaciones no dinerarias a una sociedad anónima (como el negocio de un empresario individual, un establecimiento mercantil, o una rama de actividad), que se realiza con carácter previo al ofrecimiento público de las acciones creadas con esta contrapartida.

La Directiva no se pronuncia sobre las consecuencias que deben derivarse de una eventual discrepancia entre el valor atribuido a la aportación por el perito y previsto por los interesados<sup>537</sup>. A falta de una indicación expresa, ha de entenderse que no se ha querido atribuir a la valoración del experto carácter vinculante<sup>538</sup>. Entre otros motivos, porque la única previsión al respecto es la relativa a su publicidad a través del Registro Mercantil: *“el informe del perito será objeto de publicidad efectuada según las formas previstas por la legislación de cada Estado miembro de conformidad con el artículo 3 de la Directiva 68/151/CEE”* (artículo 10.3).

La intervención del experto no puede quedar dispensada por el eventual acuerdo unánime de los fundadores (en la constitución) o de los socios (en caso de ampliación de capital) sobre la valoración de la aportación no dineraria. En cambio la Directiva permitía en su redacción originaria a los Estados miembros no aplicar este régimen cuando el 90% del valor nominal de todas las acciones se emitan en *“en contrapartida de aportaciones no dinerarias, hechas por una o varias sociedades”*, y se cumplieran una serie de condiciones extraordinariamente rigurosas. Esto es, que la sociedad beneficiaria haya renunciado al peritaje; que la renuncia haya sido objeto de publicidad con arreglo a la Directiva 68/151/CEE; que las sociedades que hagan estas aportaciones dispongan de reservas indisponibles de una cuantía equivalente y *“se declaren garantes, hasta el importe [del valor nominal o del valor contable de las nuevas acciones] de las deudas de la sociedad beneficiaria ocasionadas entre el momento de la emisión de las acciones en contrapartida de las aportaciones no dinerarias y un año después de la publicación de las cuentas anuales de esta sociedad relativas al ejercicio durante el que se hubieran hecho las aportaciones”* quedando prohibida durante este plazo *“toda cesión de estas acciones”*; que esta garantía sea también objeto de publicidad de conformidad con la Directiva 68/151/CEE y, finalmente, que la sociedad que realice las aportaciones dote una reserva por un importe equivalente al de la garantía. Esta reserva que no podrá distribuirse hasta la expiración de un plazo de tres años a partir de la publicación de las cuentas anuales de la sociedad beneficiaria relativas al ejercicio durante el cual se hubieran hecho las aportaciones o, en su caso, en el momento posterior en el que se hubieran

---

<sup>537</sup> B. UMFÄHRER, *ob. cit.* p. 94.

<sup>538</sup> En este sentido, P. SANTELLA y R. TURRINI, *ob. cit.* p. 443.

resuelto las reclamaciones relativas a la garantía hechas durante este plazo (artículo 10.4)<sup>539</sup>.

### 3.6.3. Las adquisiciones posteriores

La sobrevaloración de determinados activos no sólo puede producirse con ocasión de la constitución de la sociedad anónima. La misma finalidad pueden conseguir los fundadores mediante transacciones llevadas a cabo en un momento inmediatamente posterior<sup>540</sup>. Por este motivo, la Directiva ha recogido la doctrina alemana de la llamada “*fundación retardada*”<sup>541</sup>. La adquisición de “cualquier activo” perteneciente a alguno de los promotores o fundadores, esto es, “*una persona o a una sociedad mencionada en la letra i) del artículo 3, por un contravalor de al menos una décima parte del capital suscrito*”, ha de ser objeto de “*una verificación y una publicidad*” análogas a las previstas en el artículo anterior (artículo 11.1, primer inciso), Además, “*se someterá a la aprobación de la junta general cuando esta adquisición tenga lugar antes de la expiración de un plazo fijado por la legislación nacional en al menos dos años a partir del momento de la constitución de la sociedad o del momento de la obtención de la autorización de comenzar sus actividades*” (artículo 11.1, segundo inciso). Las legislaciones nacionales pueden extender la aplicación de estas disposiciones a los supuestos en que “*el activo pertenezca a un accionista o a cualquier persona*” (artículo 11.1, inciso final). Las previsiones anteriores se aplicarán “*a las adquisiciones hechas en el marco de las operaciones corrientes de la sociedad, ni a las adquisiciones hechas por iniciativa o bajo control de una autoridad administrativa o judicial, ni a las adquisiciones hechas en bolsa*” (artículo 11.2).

## 3.7. El aumento y la reducción del capital social

### 3.7.1. El aumento de capital

La Directiva se ocupa con bastante detalle de la modificación de la cifra de capital en las sociedades anónimas<sup>542</sup>. Las previsiones de la norma comunitaria en este punto se orientan tanto a la protección de los accionistas como de los acreedores. En sede de aumento de capital aparece una especial

---

<sup>539</sup> Como tendremos ocasión de examinar en el Capítulo XX los supuestos en los que los Estados miembros pueden decidir no aplicar el régimen del artículo 10 han sido ampliados con ocasión de la modificación introducida por la Directiva 2006/99/CE.

<sup>540</sup> R. GARCÍA VILLAVARDE, *ob. cit.*, p.237; V. EDWARDS, *ob. cit.*, p. 64.

<sup>541</sup> Véase *infra*, pp. 59 y 60.

<sup>542</sup> La Directiva no considera el aumento y la reducción del capital como supuestos de modificación estatutaria, puesto que la determinación del capital y de las acciones emitidas puede resultar de los estatutos, de la escritura de constitución o de un documento complementario (artículos 2 y 3). Al respecto, véase R. GARCÍA VILLAVARDE, *ob. cit.*, p.248.

preocupación por la eventual dilución de la posición del accionista como consecuencia de la emisión de nuevas acciones. En principio, *“todo aumento de capital”* ha de ser acordado por la junta general (artículo 25.1, primer inciso). Los estatutos, la escritura de constitución o la junta general podrán autorizar el aumento de capital suscrito hasta un importe máximo fijado que se fijará respetando el establecido en la Ley. Dentro de estos límites *“el órgano de la sociedad habilitado al efecto”* podrá decidir sobre el aumento. Esta facultad tendrá una duración máxima de cinco años y podrá ser renovada (artículo 25.2). Cuando existan varias categorías de acciones, la decisión de aumentar el capital o la autorización *“se subordinará a una votación separada al menos por cada categoría de accionistas a cuyos derechos afecte la votación”* (artículo 25.3). La Directiva no proporciona criterio alguno para determinar cuando los derechos de una clase de accionista se verán *“afectados”* por la nueva emisión<sup>543</sup>. El mismo régimen se aplica a la emisión de títulos convertibles en acciones o a los que acompaña un derecho de suscripción, pero no a la conversión de los títulos o al ejercicio de los derechos de suscripción (artículo 25.4).

En todo caso de *“aumento del capital suscrito por aportaciones dinerarias”*, *“las acciones deberán ofrecerse con preferencia a los accionistas en proporción a la parte del capital representado por sus acciones”* (artículo 29.1). La regla toma en consideración la parte alícuota de capital que representan las acciones previamente emitidas, con independencia de si éstas tienen o no asignado un valor nominal y, en su caso, del importe de éste. El derecho puede ser modulado por las legislaciones nacionales en el caso de que las acciones con derechos limitados o cuando existan varias clases de acciones (artículo 29.2)<sup>544</sup>, y puede ser excluido cuando fuera necesaria para facilitar la participación de los trabajadores en el capital de las empresas (artículo 41.1). La oferta de suscripción habrá de ser objeto de publicación o, si las acciones fueran nominativas, de comunicación escrita a los accionistas (artículo 29.3). El derecho preferente no puede ser limitado ni suprimido por los estatutos o la escritura de constitución, aunque sí, en cambio, por una decisión de la junta general. A estos efectos el órgano de administración debe presentar a la junta *“un informe escrito que indique las razones de limitar o suprimir el derecho preferente y que justifique el precio de emisión propuesto”*. La decisión ha de adoptarse con una mayoría o un quórum reforzado y ha de ser objeto de publicidad *“con arreglo a lo previsto en el artículo 3 de la Directiva 68/151/CEE”*

---

<sup>543</sup> V. EDWARDS, ob. cit., p. 78.

<sup>544</sup> De nuevo, la traducción española ha resultado ser muy poco cuidadosa. La comparación con el texto oficial en otras lenguas pone de relieve que se ha omitido el concepto clave que delimita el supuesto de hecho del artículo 29.2,a de la Directiva. La facultad de los Estados miembros de excluir la preferencia en los aumentos de capital se refiere a aquellas acciones en la que los derechos atribuidos *“están limitados”* a la participación en los beneficios y al abono de la cuota de liquidación (*“...Aktien...denen das Recht eingeschränkt ist...”*; *“shares which carry a limited right”*; *“actions auxquelles est attaché un droit limité”*; *“azioni fornite di un diritto limitato”*; *“ações com um direito limitado”*). Dado que, en nuestro derecho, las acciones deben incorporar necesariamente los derechos de voto y preferencia en los aumentos de capital (artículo 96.2 LSC), estos títulos no tenían la condición de acciones, sino que vendrían a ser el equivalente de los bonos de fundador o de determinados híbridos financieros.

(artículo 29.4, en relación con el artículo 40). Con idénticos requisitos la junta puede atribuir esta facultad *“al órgano de la sociedad habilitado para decidir sobre el aumento del capital suscrito dentro de los límites del capital autorizado”* (artículo 29.5).

En lo que se refiere a la integración de capital, la Directiva reproduce algunas de las previsiones establecidas con ocasión de la constitución, Así, *“las acciones emitidas en contrapartida de aportaciones que sean consecuencia de un aumento del capital suscrito deberán ser liberadas en una proporción no inferior al 25 % de su valor nominal o, a falta de valor nominal, de su valor contable”* (artículo 26, primer inciso). En el caso de que estuviera prevista una prima de emisión, *“su importe deberá ser íntegramente desembolsado”* (artículo 26, segundo inciso). Se introduce aquí una regla particular para el caso de aumento, puesto que no hay una previsión equivalente en relación a las acciones emitidas en el acto constitutivo<sup>545</sup>. Las acciones emitidas en contrapartida de aportaciones no dinerarias *“deberán ser totalmente liberadas en un plazo de cinco años a partir de la decisión de aumentar el capital suscrito”* (artículo 27.1).

En el aumento de capital la aportaciones no dinerarias también debían ser objeto de un informe emitido *“por uno o varios peritos independientes de la sociedad”* (artículo 27.2, que remite al régimen general del artículo 10). Los Estados miembros podían excluir este requisito, *“cuando el aumento del capital suscrito se realice para realizar una fusión o una oferta pública de compra o de cambio”*, y con el fin de remunerar a los accionistas de la sociedad absorbida u objeto de la oferta (artículo 27.3). El legislador comunitario ha estimado, sin duda, en estos supuestos bien que son suficientes las garantías que acompañan a la fusión, bien que la oferta de compra o cambio afectará normalmente a sociedades cotizadas de forma que el mercado ya ofrece un criterio adecuado de valoración<sup>546</sup>. También cabe la dispensa por las legislaciones nacionales en un supuesto análogo al previsto en sede de constitución. Esto es, en el caso de que las acciones se emitan en contrapartida de una aportación no dineraria hecha por una o varias sociedades, todos los accionistas de la beneficiaria renuncien al peritaje y la sociedad aportante se declare garante de las deudas de la sociedad beneficiaria (en los términos del artículo 10.4, al que se remite el artículo 27.4).

Lógicamente, la cifra de capital sólo queda aumentada en la cuantía efectivamente suscrita. En el caso de suscripción incompleta, sólo se producirá el aumento *“hasta las suscripciones recogidas si las condiciones de emisión han previsto expresamente esta posibilidad”* (artículo 28). Los requisitos de publicidad se refieren tanto a la *“decisión”* adoptada por el órgano social que corresponda, como a *“la realización del aumento”*). Los dos aspectos de la ampliación habrán de ser *“...objeto de una publicidad efectuada según las*

---

<sup>545</sup> B. UMFÄHRER, *ob. cit.* p. 89. A. PENTZ, H. J. PRIESTER y A. SCHWANA, *ob. cit.* p. 67, justifican la diferencia de criterio en razón de la menor importancia que suele tener la prima de emisión en el momento constitutivo de la sociedad anónima.

<sup>546</sup> Estas ideas están presentes en las reformas introducidas por las Directivas 2006/99/CE y 2009/019/CEE, que serán analizadas en el Capítulo VIII de esta obra.

*formas previstas por la legislación de cada Estado miembro, de conformidad con el artículo 3 de la Directiva 68/151/CEE*” (artículo 25.1, último inciso de la Directiva 77/91/CEE). Las legislaciones de los Estados miembros pueden no aplicar las reglas relativas a la necesidad de acuerdo de la Junta (artículo 25), al desembolso de las acciones (artículo 26), y al derecho de preferencia de los accionistas (artículo 29) *“en la medida en que estas derogaciones fueran necesarias para la adopción o la aplicación de las disposiciones destinadas a favorecer la participación de los trabajadores o de otras categorías de personas determinadas por la ley nacional en el capital de las empresas”* (artículo 41.1, último inciso).

### 3.7.2. La reducción de capital: la tutela de los accionistas

Las disposiciones de la Directiva en materia de reducción de capital se refieren, en primer término, al proceso interno de toma de decisiones que conduce a la adopción del acuerdo de reducción. Toda reducción del capital suscrito *“con excepción de la ordenada por decisión judicial”, “deberá estar subordinada a una decisión de la junta general”* (artículo 30,I, primer inciso). Incluso *“en caso de reducción del capital suscrito por retirada de acciones adquiridas por la sociedad misma”* (artículo 37.1, primer inciso). El acuerdo de reducción *“será objeto de una publicidad, efectuada según las formas previstas por la legislación de cada Estado miembro, de conformidad con el artículo 3 de la Directiva 68/151/CEE”* (artículo 30,I, último inciso). La convocatoria de la junta deberá indicar *“al menos el objeto de la reducción y la manera según la cual se realizará”* (artículo 30,II). La decisión acerca de la reducción habrá de ser adoptada con una mayoría o un quórum reforzado (artículo 30,I, segundo inciso). Se exigen, por tanto, unos requisitos más rigurosos que para el correlativo acuerdo de aumento de capital, probablemente por estimar que, en este último caso, la atribución de un derecho de preferencia sobre las nuevas acciones protege suficientemente al accionista.

El acuerdo de reducción puede adoptarse con los requisitos ordinarios cuando la reducción del capital suscrito tenga por objeto la amortización de acciones emitidas por la propia sociedad (artículo 37.3). Si existieran varias categorías de acciones, *“la decisión de la junta general relativa a la reducción del capital suscrito estará subordinada a una votación por separado al menos para cada categoría de accionistas a cuyos derechos afecte la operación”* (artículo 31). Existe, además, una regla particular para el caso de que la legislación de un Estado miembro autorice a las sociedades a reducir capital suscrito *“por retirada forzosa de las acciones”* (artículo 36). La característica de este supuesto es la necesaria desigualdad de trato entre los accionistas, puesto que la reducción se proyecta sólo sobre una parte de las acciones emitidas, que quedan amortizadas. La Directiva exige en este caso el cumplimiento de diversas condiciones, entre ellas, que *“la retirada forzosa deberá estar prescrita o autorizada en por los estatutos o la escritura de constitución, antes de la suscripción de las acciones objeto de la retirada”* (artículo 36.1,a)<sup>547</sup>. Las

---

<sup>547</sup> Sobre los problemas que plantea esta concreta modalidad de reducción de capital, Heliodoro SÁNCHEZ RUS, *La amortización forzosa de acciones en Derecho español*, RdS, nº 11 (1999).

legislaciones de los Estados miembros pueden no aplicar las disposiciones anteriores a *“las sociedades sometidas a un estatuto especial que emitan a la vez acciones de capital y acciones de trabajo”* (artículo 41.2). Obsérvese que aquí la dispensa se refiere a la eventual emisión de acciones de una clase especial. La previsión equivalente -en sede de ampliación de capital- viene determinada, en cambio, por la condición de los suscriptores (*“los trabajadores”* y *“otras categorías de personas determinadas por la ley nacional”*, de conformidad con el artículo 41.1).

### 3.7.3. El sistema de garantías a favor de los acreedores

En caso de reducción del capital suscrito, la Directiva impone a las legislaciones de los Estados miembros el establecimiento de un sistema de garantía a favor de *“los acreedores cuyos créditos se hubieren originado antes de la publicación de la decisión de reducción”* (artículo 32.1, primer inciso). Hay que entender que este momento habrá de ser el de la oponibilidad a terceros de los actos sujetos a Registro de acuerdo con las previsiones de la Primera Directiva, atendida la circunstancia de que la decisión de reducir el capital ha de ser *“...objeto de una publicidad [...] de conformidad con el artículo 3 de la Directiva 68/151/CEE...”* (artículo 30.1, último inciso de la Directiva 77/91/CEE).

Estos acreedores *“tendrán al menos el derecho a obtener una garantía por los créditos aún no vencidos en el momento de esta publicación”* (artículo 32.1, segundo inciso). Corresponde a las legislaciones nacionales la fijación de *“las condiciones para el ejercicio de este derecho”*, si bien *“no podrán excluir este derecho más que cuando el acreedor disponga de garantías adecuadas o éstas no sean necesarias teniendo en cuenta el patrimonio de la sociedad”* (artículo 32.1, último inciso). La constitución de la garantía condiciona la efectividad de la reducción. Las legislaciones de los Estados miembros, *“preverán al menos que la reducción no producirá efectos, o que no se podrá efectuar ningún pago en beneficio de los accionistas, en tanto que los acreedores no hubieran obtenido satisfacción o que un tribunal hubiera decidido que no había lugar a acceder a su petición”* (artículo 32.2). La redacción inicial de la Directiva proporcionaba una protección muy enérgica a los acreedores<sup>548</sup>. Debe destacarse, no obstante, que no subordina en todo caso la efectividad de la operación a que recaiga una decisión judicial. Esta sólo será necesaria en caso de discrepancia entre la sociedad y el acreedor acerca de la idoneidad de la garantía.

El ámbito propio de la facultad reconocida a los acreedores es el de la restitución que implica restitución de aportaciones (así resulta de la referencia al *“pago en beneficio de los accionistas”*) y el de la dispensa *“total o parcial”* a los accionistas de la obligación de realizar el pago de los desembolsos pendientes (artículos 12 y 32.3). Por este motivo, los Estados miembros

---

<sup>548</sup> Con ocasión de la reforma de 2006 se ha limitado la facultad de los acreedores de oponerse a la reducción. Nos ocupamos con detalle del nuevo régimen en el Capítulo VIII. Al respecto, véase también, P. SANTELLA y R. TURRINI, *ob. cit.* p. 443.

pueden no aplicar el régimen anterior cuando la reducción tenga una mera significación contable<sup>549</sup>. Esto es, cuando se trate de *“una reducción del capital suscrito que tenga por objeto compensar pérdidas sufridas o incorporar sumas en una reserva”* (artículo 33.1, primer inciso). En relación a esta último supuesto la Directiva impone dos condiciones: que la reserva *“no supere el 10 % del capital suscrito reducido”* y que tenga carácter indisponible. Esto es, *“no podrá ser distribuida entre los accionistas”*, salvo dando cumplimiento a las reglas relativas a la *“reducción del capital suscrito”* y *“sólo podrá utilizarse para compensar pérdidas sufridas o para aumentar el capital suscrito por incorporación de reservas en la medida en que los Estados miembros permitan tal operación”* (artículo 33.1, último inciso). Se reitera esta idea al indicar que las legislaciones de los Estados miembros adoptarán *“las medidas necesarias para que las sumas procedentes de la reducción de capital suscrito no puedan ser utilizadas para efectuar abonos o distribuciones entre los accionistas, ni para liberar a los accionistas de la obligación de hacer sus aportaciones”* (artículo 33.2).

La Directiva también contempla otra modalidad, no como hipótesis general, sino con ocasión de la regulación de una serie de supuestos especiales de reducción de capital. En todos ellos, cabe excluir la constitución de la garantía en favor de los acreedores, si la restitución de aportaciones se realiza con cargo a *“las sumas distribuibles de conformidad con el apartado 1 del artículo 15”* y se procede a dotar una reserva por *“un importe igual al valor nominal o, a falta de valor nominal, al par contable de todas las acciones retiradas”*. Esta reserva tiene carácter indisponible, por cuanto que *“salvo en caso de reducción del capital suscrito, no podrá ser distribuida entre los accionistas”* y *“sólo podrá ser utilizada para compensar pérdidas sufridas o para aumentar el capital suscrito por incorporación de reservas en la medida en que los Estados miembros permitan tal operación”*. La Directiva acude a esta técnica en relación a la reducción que es consecuencia de la retirada forzosa de acciones (artículo 36.1,d), de la amortización de acciones adquiridas *“por la sociedad misma o por una persona en su propio nombre pero por cuenta de la sociedad”* (artículo 37.2), o del rescate de acciones emitidas como *“recuperables”* (artículo 39, apartados d, e y g). En este último caso, no será necesario dotar la reserva cuando los fondos necesarios para atender al rescate pueden procedan de una nueva emisión de acciones (artículo 39,d y f), puesto que no habrá, en consecuencia, alteración de la cifra de capital.

## 3.8. Las atribuciones patrimoniales a los accionistas: el mantenimiento del capital

### 3.8.1. El pago de dividendos

El régimen a que debe someterse la distribución de los beneficios en las sociedades anónimas y, por extensión, la realización de cualquier otro tipo de

---

<sup>549</sup> Sobre el concepto de “reducción nominal o contable”, por contraposición a la “reducción efectiva o real”, A. PÉREZ DE LA CRUZ, *ob. cit.* p. 77.

atribución patrimonial a los accionistas, constituye el núcleo de la disciplina del mantenimiento del capital. Así lo da a entender el legislador comunitario en el Preámbulo de la Directiva al afirmar que “...se deben adoptar disposiciones comunitarias con el fin de preservar el capital, garantía de los acreedores, en particular prohibiendo cualquier reducción del mismo, mediante distribuciones indebidas a los accionistas y limitando la posibilidad para la sociedad de adquirir sus propias acciones” (Considerando IV). Las previsiones de la Directiva en este punto se refieren exclusivamente a la función del capital como cifra de retención. La norma comunitaria no contiene previsión alguna sobre los criterios internos de distribución del dividendo entre los accionistas.

El punto de partida es la noción de “distribución” (artículo 15.1,a). Este concepto “engloba, en particular, el abono de dividendos y el de intereses relativos a las acciones” (artículo 15.1,c). El tenor literal del precepto (“en particular”) sugiere que la referencia a “dividendos” e “intereses” no excluye su aplicación a otros mecanismos de retribución del accionista. El término “intereses” no puede entenderse en un sentido estricto puesto que, por definición, cualquier pago a los accionistas queda subordinado a la existencia de un resultado positivo. Desde un punto de vista sistemático, la explicación más razonable es la de que el legislador comunitario ha querido evitar que, en razón de una mera cuestión terminológica, pudiera interpretarse que no quedaban comprendidos en la regla limitativa algún tipo de atribuciones patrimoniales contempladas en las legislaciones nacionales. Por ejemplo, los derechos especiales vinculados a determinadas categorías de acciones pero equivalentes, en razón de su naturaleza, a un dividendo preferente<sup>550</sup>. En cambio, aun cuando desde el punto de vista del accionista puede apreciarse una equivalencia funcional entre el pago de dividendos y la entrega de acciones liberadas (emitidas, en definitiva con cargo a beneficios retenidos por la sociedad), las restricciones no afectan “...a las disposiciones de los Estados miembros relativas al aumento del capital suscrito por incorporación de reservas” (artículo 15.3)<sup>551</sup>. La capitalización de reservas, incluso las que no sean de completa y libre disposición, beneficia a los acreedores puesto que determina la retención permanente de los beneficios generados con anterioridad en el patrimonio social.

A partir de aquí, la Directiva contiene dos reglas que se refieren, respectivamente, a si cabe o no reconocer un dividendo a los accionistas y a la cuantía del mismo<sup>552</sup>. Salvo en los supuestos de “reducción del capital suscrito”

---

<sup>550</sup> En opinión de José MASSAGUER, *Los dividendos a cuenta en la sociedad anónima. Un estudio de los artículos 216 y 217 LSA*, Madrid (1990), pp. 69 y 70, el término “intereses” debe referirse a los “dividendos garantizados”, es decir, a aquellos cuya cuantía mínima ha sido fijada estatutariamente, aun cuando su abono efectivo queda sometido a las mismas condiciones que el pago de dividendos ordinarios. V. EDWARDS, *ob. cit.*, p. 69, sitúa el origen de esta indicación se encuentra en el texto del primer borrador de la Directiva, que contemplaba la posibilidad de reconocer a los accionistas una retribución fija en tanto la sociedad no hubiera dado comienzo a sus operaciones.

<sup>551</sup> La Directiva no contempla ningún mecanismo de verificación externa en relación al aumento de capital con cargo a reservas, lo que contrasta con el riguroso régimen general de integración del capital.

<sup>552</sup> R. GARCÍA VILLAVERDE, *ob. cit.*, p.238.

(esto es, con sujeción a las reglas relativas a la restitución de aportaciones), “no podrá hacerse distribución alguna entre los accionistas cuando, en la fecha del cierre del último ejercicio, el activo neto resultante de las cuentas anuales sea, o fuese a ser, como consecuencia de una distribución, inferior al importe del capital suscrito aumentado con las reservas que la ley o los estatutos no permitieran distribuir” (artículo 15.1,a). A su vez, la cuantía del dividendo “no podrá exceder del importe de los resultados del último ejercicio cerrado, aumentado con los beneficios a cuenta nueva, así como con las deducciones realizadas sobre reservas disponibles a este fin y disminuido por las pérdidas a cuenta nueva, así como las sumas puestas en reserva de conformidad con la ley o los estatutos” (artículo 15.1,c)<sup>553</sup>. Es decir, que los fondos disponibles están integrados por el beneficio del último ejercicio, incrementado con los beneficios de ejercicios anteriores y la reservas distribuibles, y minorado por las pérdidas acumuladas y el importe de las reservas que tengan la condición de indisponibles. Esta formulación impone, por tanto, la necesidad de compensar las pérdidas correspondientes a ejercicios anteriores antes de proceder a la distribución de un dividendo con cargo al beneficio del último ejercicio cerrado<sup>554</sup>.

En el caso de que la legislación de un Estado miembro admita “el abono de anticipos sobre dividendos”, la Directiva exige el cumplimiento de una doble condición. En primer lugar, que se establezca “un estado de cuentas que manifieste que los fondos disponibles son suficientes para la distribución” (artículo 15.2,a). Este “estado de cuentas” no equivale ni tiene la misma naturaleza que el balance del ejercicio<sup>555</sup>. En segundo término, que el importe a distribuir no exceda “del importe de los resultados obtenidos desde el fin del último ejercicio cuyas cuentas anuales hubieran sido establecidas”, incrementado, en su caso, con “los beneficios a cuenta nueva y las sumas deducidas de las reservas disponibles a este fin” y deducidas “las pérdidas a cuenta nueva y las sumas que deban pasarse a reservas en virtud de una obligación legal o estatutaria” (artículo 15.2,b). Como regla general, “toda distribución que contravenga lo dispuesto en el artículo 15 deberá ser restituida por los accionistas que la hubieran percibido” (artículo 16, primer inciso). No obstante, sólo habrá lugar al reintegro de las cantidades indebidamente satisfechas, “si la sociedad demuestra que estos accionistas conocían la irregularidad de las distribuciones hechas a su favor o no podían ignorarlo teniendo en cuenta las circunstancias” (artículo 16, segundo inciso). La obligación de restituir queda subordinada, no obstante a la mala fe o la

---

<sup>553</sup> La Directiva 77/91/CEE ha excluido los llamados “nimble dividends”, que constituían una práctica habitual en los países anglosajones. Esto es, los distribuidos con cargo a los beneficios obtenidos en un ejercicio a pesar de la existencia de pérdidas anteriores no compensadas. Al respecto, P. DAVIES, *Gower and Davies...*, pp. 287 y 301; A. DIGNAM y J. LOWRY, *ob. cit.* p. 117.

<sup>554</sup> V. EDWARDS, *ob. cit.*, p. 69; Rüdiger VEIL, *Capital Maintenance. The regime of the Capital Directive versus Alternative Systems*, en M. LUTTER (Dir.), *Legal Capital...*, pp. 78 y 79.

<sup>555</sup> J. DENECKER, *ob. cit.*, p. 670.

negligencia de los accionistas, correspondiendo a la sociedad la carga de la prueba.

La aplicación del régimen anteriormente descrito presupone la existencia de ejercicios sociales sucesivos<sup>556</sup> y sólo puede realizarse a partir de las cuentas anuales referidas al cierre de cada uno de ellos. El principio básico de la Directiva puede resumirse en la idea de que sólo cabe repartir dividendos con cargo al “*beneficio contable*”<sup>557</sup>. Los criterios de elaboración del balance y de la cuenta de pérdidas y ganancias condicionan, por tanto, la cuantificación del resultado susceptible de distribución<sup>558</sup>. Por este motivo, la teoría tradicional del capital social se caracteriza como el modelo del “*test del balance*” (“*balance sheet test*”), en cuanto que éste es el instrumento material que permite determinar la regularidad de las atribuciones patrimoniales realizadas en favor de los socios. Estrictamente, así como en orden a la posibilidad de satisfacer un dividendo a los accionistas (artículo 15.1,a), la Directiva acude al “*test del balance*”, para la determinación del importe susceptible de distribución (artículo 15.1,c), se trata de un criterio mixto de “*test de balance*” y “*de cuenta de pérdidas y ganancias*”<sup>559</sup>.

La Directiva 77/91/CEE contiene una previsión concreta en relación a la estructura del balance que, sin embargo, no afecta a la determinación del beneficio repartible. La disposición de Derecho comunitario puede formularse en estos términos: las aportaciones pendientes de desembolso sólo pueden contabilizarse en el Activo del balance (como un crédito de la sociedad) cuando, correlativamente, se consigne en el Pasivo el importe total del capital suscrito. Este es el sentido de la regla que establece que el importe del capital suscrito “*será disminuido con el importe del capital suscrito no llamado cuando éste último no se hubiera contabilizado en el activo del balance*” (artículo 15.1,b). La misma significación debe atribuirse a la correspondiente previsión de la Directiva 78/660/CEE (artículos 9 y 10, aunque en estos últimos resulta equívoca la referencia al “*capital invocado*” de la versión oficial española).

### 3.8.2. La adquisición derivativa de las propias acciones

El tratamiento de la adquisición originaria de acciones se resuelve en una prohibición de carácter general que resulta directamente de la norma comunitaria (artículo 18.1). En cambio, en relación a la adquisición derivativa, la

---

<sup>556</sup> Sobre la correlación entre la técnica del ejercicio social y la función del capital como cifra de retención, *infra*, p. xx. No obstante, como pone de relieve G. ESTEBAN VELASCO, *ob. cit.*, p. 666, en la normativa comunitaria el principio de especialidad de los ejercicios sólo será formulado expresamente en la Directiva 78/660/CEE (artículo 31.1 apartados b, d y f).

<sup>557</sup> P. SANTELLA y R. TURRINI, *ob. cit.*, p. 446; José María GONDRA, *El nuevo rumbo del derecho de balances europeo: las opciones que se abren al legislador español*, RdS nº 23 (2004), pp. 33 y ss.

<sup>558</sup> C. ALONSO, *ob. cit.*, p. 129.

<sup>559</sup> J. RICKFORD, *ob. cit.*, p. 149. En el mismo sentido, P. DAVIES, *Gower and Davies...*, p. 293.

Directiva establece una serie de previsiones que deben cumplirse “cuando la legislación de un Estado miembro permita a una sociedad adquirir sus propias acciones” (artículo 19.1, primer inciso; la misma expresión aparece en el artículo 22.1 y 2). Así como la prohibición de autosuscripción se fundamenta en la inexistencia de una aportación patrimonial para las acciones emitidas, la adquisición sobrevenida se relaciona con otro tipo de situaciones patológicas. Desde la perspectiva de la defensa del capital, implica una restitución de aportaciones a los accionistas<sup>560</sup>. Carecerían de toda eficacia las garantías establecidas en relación a la reducción de la cifra de capital o a la distribución de dividendos si las sociedades anónimas pudieran rembolsar libremente sus acciones. Por otra parte, en el plano interno, la autocartera puede distorsionar la normal distribución de competencias entre los órganos sociales y dar ocasión a situaciones de trato desigual entre accionistas.

Pero al mismo tiempo, la adquisición por una sociedad de sus propias acciones también presenta ventajas significativas. La contrapartida ofrecida por la propia entidad emisora resultará necesaria en ocasiones para proporcionar la liquidez que requiere el funcionamiento de un mercado organizado de acciones. De la misma forma, una política programada de adquisición de acciones puede ser un mecanismo lícito de retribución al accionista y un instrumento de estabilización de las cotizaciones. En el plano interno, facilita la liquidación de la posición de los socios que deseen abandonar la compañía y, por lo tanto, contribuye a la resolución de los conflictos entre mayoría y minoría. También constituye una vía para instrumentar los programas de retribución de directivos y empleados consistentes en la entrega de acciones (especialmente, en aquellos sistemas legales que residen en la junta general la competencia para crear nuevas acciones). Finalmente, puede contribuir a la expansión de la empresa, como alternativa a la ampliación de capital o la fusión, en aquellas operaciones de adquisición en las que la contraprestación sea satisfecha, en todo o en parte, mediante acciones de la adquirente<sup>561</sup>.

La necesidad de conciliar todas estas consideraciones contrapuestas determinó la incorporación a la Directiva 77/91/CEE de una regulación sumamente detallada que, en una aproximación inicial, parece responder a un principio general prohibitivo<sup>562</sup>. Así resulta tanto de los términos literales utilizados, como por el hecho de que los Estados miembros pueden excluir de

---

<sup>560</sup> Es decir, que así como la adquisición originaria constituye una patología que afecta a la integración del capital, el tratamiento de la adquisición derivativa responde a los problemas que aparecen en relación al mantenimiento del capital.

<sup>561</sup> Sobre los peligros y ventajas de este tipo de operaciones, Alexis BAÑULS GÓMEZ, *La adquisición derivativa de las propias acciones*, Madrid (2006), pp. 25 y ss y 45 y ss., y Luis Antonio VELASCO SAN PEDRO, *Negocios con acciones y participaciones propias*, Valladolid (2000), pp. 25 y ss. y 62 y ss.

<sup>562</sup> En este sentido, G. ESTABAN VELASCO, *Las sociedades...*, p. 660; Cándido PAZ-ARES, *Negocios sobre las propias acciones*, en *La Reforma del Derecho español de sociedades de capital*, VV.AA., Madrid (1987), p. 471; A. BAÑULS GÓMEZ, *ob. cit.*, pp. 94 y 95. De forma mucho más matizada, J. DENECKER, *ob. cit.*, p. 671 (quien ya había apuntado, en su día, que en todo caso, “se trataba de una regla llena de excepciones”), V. EDWARDS, *ob. cit.*, p. 70, y L. A. VELASCO SAN PEDRO, *ob. cit.*, pp. 40 y 41.

forma absoluta este tipo de operaciones. Sin embargo, lo que en realidad resulta de la normativa comunitaria es la delimitación de un umbral máximo de tolerancia que no podrá ser sobrepasado por las respectivas legislaciones nacionales. Desde un punto de vista sistemático, este límite infranqueable viene determinado por la fijación de las condiciones que, al menos, deberán cumplirse en orden a la adquisición de las propias acciones (artículos 19 y 20 y 21 de la Directiva 77/91/CEE) y por el régimen mínimo al que quedarán sometidas las acciones en autocartera (artículo 22). En razón la extensión y la dificultad que presenta la adecuada interpretación de estas disposiciones, las analizamos separadamente en el epígrafe siguiente.

La interpretación de los preceptos de la Directiva 77/91/CEE ha estado condicionada por complejidad de la regulación, la minuciosa técnica normativa empleada y, sobre todo, por el hecho de que la mayor parte de sus disposiciones se formulan como normas prohibitivas. Sin embargo, una vez que se examinan de forma individualizada cada una de las piezas que integran el sistema, el cuadro general que aparece refleja una notable flexibilidad (cuando no una decidida permisividad). El conjunto de disposiciones reseñado no se refiere, propiamente, a la adquisición derivativa por una sociedad anónima de sus propias acciones, sino a la tenencia de las mismas. Los administradores pueden adquirir (o aceptar en garantía) las propias acciones de ésta, en cualquier momento y en las condiciones que tengan por conveniente. Esto es, con cargo a fondos libres o a fondos vinculados, con o sin autorización de la junta y con independencia de la porción del capital que representen. La única limitación que la Directiva impone es la obligación de enajenar o amortizar las acciones en un plazo de uno o tres años. El régimen de la autocartera se resume, pues, en una dispensa temporal de la aplicación de las reglas relativas a la protección de los acreedores (artículo 32) a las que, en cualquier otro supuesto de restitución de aportaciones, hubiera debido dar cumplimiento con carácter previo. Lo que se califican de “*condiciones*” para la adquisición de las acciones propias (artículo 19), no son sino requisitos del mantenimiento de la autocartera de forma indefinida. Es decir, para la transformación de la dispensa temporal en definitiva<sup>563</sup>.

### 3.8.3. Las participaciones recíprocas

Las participaciones recíprocas entre sociedades de capital presentan una serie de problemas muy similares a los que aparecen con ocasión de la adquisición derivativa de acciones por la propia sociedad emisora. Por una parte, materialmente, implica una devolución de aportaciones a los respectivos accionistas (desde otra perspectiva, podría decirse que las dos sociedades implicadas pasan a compartir, en la proporción de que se trate, los activos en los que se concreta la garantía derivada de la cifra estatutaria de capital)<sup>564</sup>.

---

<sup>563</sup> Este planteamiento general no se ha visto afectado en la reforma de 2006.

<sup>564</sup> Los efectos de la adquisición por cada una de las sociedades de acciones emitidas por la otra se ponen de manifiesto con especial claridad en el supuesto límite en el que la participación recíproca alcanza el 100%: en este caso se habría restituido a los accionistas la totalidad de sus aportaciones.

Por otro lado, cuando –como es habitual- se realiza concertadamente, constituye un expediente sumamente eficaz para asegurar a los órganos de administración el control de las respectivas juntas generales. Sin embargo, junto a los peligros que presentan este tipo de operaciones, también aparecen aquí otro tipo de consideraciones. La participación recíproca permite articular un proceso de concentración de empresas o una situación de colaboración estable, de forma muy simple y sin que las sociedades implicadas pierdan su autonomía<sup>565</sup>. Por otra parte, su tratamiento normativo exige de una técnica legislativa muy depurada, puesto que será preciso tomar en consideración la posibilidad de que la participación recíproca se haya establecido sin el conocimiento de las respectivas compañías.

A pesar de los antecedentes que ya existían en las diferentes legislaciones nacionales, el texto original de la Directiva 77/91/CEE no contenía un tratamiento de las participaciones recíprocas<sup>566</sup>. Esta ausencia se explica en razón de la imposibilidad de conciliar el modelo francés (basado en la existencia de un límite cuantitativo general a la participación recíproca) con el adoptado por la legislación alemana (que abordaba el problema como un aspecto de la disciplina de los grupos de sociedades)<sup>567</sup>. Este último enfoque ha prevalecido, finalmente, en la Directiva 92/101/CEE del Consejo, de 23 de noviembre de 1992, incorporó al texto original de la Segunda Directiva una serie de precisiones adicionales con el fin de evitar que *“una sociedad anónima se sirva de otra sociedad en la que disponga de la mayoría de los derechos de voto”* o *“en la que pueda ejercer una influencia dominante”* con el fin de eludir las limitaciones que ya contemplaba la Directiva en orden a la adquisición de acciones propias (Preámbulo, Considerando III).

De esta forma, también se equiparan a las adquisiciones realizadas por la propia sociedad anónima *“la suscripción, adquisición o tenencia de acciones de la sociedad anónima por parte de otra sociedad, tal como se define en el artículo 1 de la primera Directiva [es decir, anónima, limitada o comanditaria por acciones], en la que la sociedad anónima disponga directa o indirectamente de la mayoría de los derechos de voto o sobre la que pueda ejercer directa o indirectamente una influencia dominante”* (artículo 24bis.1, a). En consecuencia, deberá aplicarse idéntico régimen en cuanto a las condiciones de adquisición y al estatuto de las acciones poseídas a través de la sociedad controlada (aquí, lógicamente, con las necesarias adaptaciones). Los Estados miembros podrán dispensar de la obligación de enajenar o amortizar dichas acciones, siempre que establezcan *“la suspensión de los derechos de voto inherentes a las acciones de la sociedad anónima de que disponga la otra sociedad”* y que *“los*

---

<sup>565</sup> Así lo apuntaba en su día Rodrigo URÍA, *Teoría de la concentración de empresas*, RDM, nº 24 (1949), p. 326.

<sup>566</sup> Acerca de las vicisitudes de los trabajos preparatorios de la Directiva en este punto, María de la Sierra FLORES DOÑA, *Participaciones Recíprocas entre Sociedades de Capital*, Madrid (1998), pp. 69 a 76.

<sup>567</sup> Véase, *infra*, pp. xx y xx. Sobre el enfoque de estos dos modelos normativos, Alberto ALONSO UREBA, *Participaciones recíprocas: ámbito objetivo y subjetivo de la disciplina*, en *Derecho de sociedades anónimas*, VV.AA., Tomo II, Volumen 2, Madrid (1994), pp. 1434 a 1438,

*miembros de los órganos de administración o de dirección de la sociedad anónima estén obligados a comprar a la otra sociedad las acciones....al precio al que esta otra sociedad las adquirió”, salvo si acreditaran “que la sociedad anónima es totalmente ajena a la suscripción o adquisición de dichas acciones” (artículo 24bis.6).*

### 3.8.4. La aceptación de acciones en garantía y la asistencia financiera

La Directiva extiende el régimen limitativo de la adquisición de sus propias acciones a la *“aceptación en prenda por la sociedad de sus propias acciones”* (artículo 24.1, primer inciso), si bien los Estados miembros pueden no aplicar esta regla a *“las operaciones corrientes de los bancos y demás establecimientos financieros”* (artículo 24.2). No es difícil adivinar el fundamento de esta disposición. La constitución de una garantía real implica una descapitalización potencial. El legislador comunitario ha estimado, sin duda, que hecho de que se acuda a este expediente constituye un indicio de las dificultades del deudor para aportar otro tipo de garantías e, incluso, para atender al pago de la deuda. Es previsible, por tanto, que la realización de la garantía con la adjudicación de las acciones a la sociedad pueda llegar a constituir la única vía de hacer efectivo el crédito, incluso parcialmente. La Directiva no distingue en razón de si prenda se ha constituido en garantía de una deuda propia de un accionista o de un tercero ajeno a la sociedad. En el primer caso, y siempre que las acciones estén completamente liberadas, la adjudicación de las acciones en sede judicial, sea o no el resultado de la ejecución de una garantía real, es uno de los supuestos en los que las legislaciones pueden permitir la adquisición sin sujeción a requisitos específicos (artículo 20.1.g).

La suspicacia que producen los créditos concedidos por la sociedad a sus propios accionistas tuvo como consecuencia la incorporación a la Directiva 77/91/CEE de la regla tradicional sobre la asistencia financiera formulada en el Derecho inglés<sup>568</sup>. La redacción originaria de la Directiva establecía que una sociedad anónima *“no podrá adelantar fondos, ni conceder préstamos, ni dar garantías para la adquisición de sus acciones por un tercero”* (artículo 23.1). Se contemplaba, no obstante, una doble excepción, referida a *“las transacciones hechas en el marco de las operaciones corrientes de los bancos y demás establecimientos financieros”* y a *“las operaciones efectuadas para la adquisición de acciones por o para el personal de la sociedad o de una sociedad afín a ésta”* (artículo 23.2, primer inciso). En todo caso, estas operaciones no pueden tener como consecuencia que *“el activo neto de la sociedad sea inferior al importe mencionado en la letra a) del apartado 1 del artículo 15”* (artículo 23.2, segundo inciso). Esto es, el capital suscrito más las reservas que con arreglo a la Ley o los Estatutos no puedan ser objeto de distribución.

---

<sup>568</sup> Véase, infra, pp. xx y xx. Esta es, en todo caso, una de las materias que ha sido objeto de reforma en la Directiva 2006/68/CEE.

Aquí no resulta fácil dilucidar el sentido de la norma. Su razón de ser puede radicar tanto en la defensa de la integridad del capital como en la protección de los accionistas, evitando que los recursos patrimoniales de la sociedad se desvíen de su funcional natural, constituida por el desarrollo del objeto social (o en ambas consideraciones a la vez). El hecho de que, incluso en los supuestos permitidos, este tipo de operaciones sólo pudiera llevarse a cabo con recursos libres apuntaba en la primera dirección<sup>569</sup>. No obstante, la financiación de la adquisición de las propias acciones también tiene repercusiones en el ámbito interno de la sociedad. Implica desviar los recursos de la compañía de su función natural, que es el desarrollo del objeto social, puede constituir un mecanismo de manipulación del mercado, e, incluso, utilizarse para perjudicar los intereses de un grupo de accionistas<sup>570</sup>.

### 3.8.5. La amortización del capital

*La Directiva contempla, además, un peculiar mecanismo de retribución del accionista al que se refiere como “amortización del capital suscrito” (artículo 35, primer inciso)<sup>571</sup>. Este consiste en la restitución, “total o parcial” del valor nominal de las acciones con cargo a fondos libres, es decir a “...las sumas distribuibles de conformidad con el apartado 1 del artículo 15” (artículo 35,b). La función del capital como cifra de retención impide que durante la vida de la sociedad anónima los accionistas puedan reclamar la restitución de las aportaciones realizadas. No obstante, nada impide que, si los fondos libres son suficientes, junto a la distribución periódica de beneficios, pueda instrumentarse una atribución patrimonial singular a los accionistas de cuantía equivalente al nominal de la acción. Esta particular técnica de amortización del capital (en sentido económico o financiero) pudo tener interés en un momento histórico en el que los mercados de capitales no habían alcanzado el grado de desarrollo actual. Se trata, en definitiva, de una vía indirecta de recuperación de la inversión inicial, sin alteración de la cifra de retención establecida en interés de los acreedores. Desde el punto de vista de las relaciones internas, esta atribución podía considerarse como un anticipo de la cuota de liquidación y no implicaba la desvinculación de los accionistas afectados. Las acciones ordinarias eran sustituidas por otras de características especiales*

---

<sup>569</sup> Aun cuando se utilizaban las mismas expresiones literales, el régimen resultaba ser mucho más riguroso que la correlativa regulación de la adquisición derivativa de acciones propias. El requisito que estamos examinando aparecía como un presupuesto necesario de la operación y no como una condición de su extensión temporal.

<sup>570</sup> Véase, Luis FERNÁNDEZ DEL POZO, *Revisión crítica de la prohibición de asistencia financiera (art. 81 LSA)*, RdS nº 3 (1994), pp. 2 a 6; C. ROBERTS, *ob. cit.*, pp 7, 89 y 97 y V. EDWARDS, *ob. cit.*, pp. 73 a 75.

<sup>571</sup> La Directiva contiene una regulación prácticamente idéntica a la del Derecho francés de la época, J. DENECKER, *ob. cit.*, p. 672. Sobre las peculiaridades de figura, véase, Michel DE JUGLART – Benjamín HIPÓLITO, *Cours de Droit Commercial*, Paris (1988), Tomo II, pp. 403 y 403; A. PÉREZ DE LA CRUZ, *ob. cit.*, pp. 132 y ss.; Luis FERNÁNDEZ DEL POZO, *Sobre la llamada reducción de capital con cargo a beneficios o reservas en las sociedades anónimas y de responsabilidad limitada*, RDM nº 218 (1995) y H. SÁNCHEZ RUS, *La amortización...*, pp. 212 a 215.

(habitualmente denominadas “acciones de disfrute”) que conferirían un conjunto más reducido de derechos. Este es el planteamiento que adoptó la Directiva al establecer que los titulares de las acciones que se amortizan “conservarán sus derechos en la sociedad” salvo “el derecho al reembolso de la aportación” y el de “participación en la distribución de un primer dividendo percibido sobre las acciones no amortizadas” (artículo 35,c).

## 3.9. La autocartera

### 3.9.1. Las condiciones de adquisición

El presupuesto subjetivo de aplicación del régimen de la Directiva es la adquisición de las propias acciones por una sociedad anónima, bien, “por sí misma” o “bien por una persona que actúe en nombre propio pero por cuenta de esta sociedad” (la Directiva equipara reiteradamente la adquisición realizada por la propia sociedad y la que se lleva a cabo por medio de persona interpuesta: artículos 18.2, 19.1, 19.1,b, 19.3, 20.2, 22.1, 22.2 y 24.1)<sup>572</sup>. En cuanto a la delimitación de los supuestos de adquisición permitida, la Directiva acude a una doble técnica. Por una parte, se determinan una serie de requisitos de carácter objetivo, que permiten llevar a cabo la adquisición con independencia de la finalidad perseguida o del tipo de acto en que ésta se concrete. Por otro lado, se permite a los Estados miembros excluir la aplicación de los mismos en una serie tipificada de supuestos que se configuran como excepciones causalizadas<sup>573</sup>.

En primer término, la Directiva subordina la posibilidad de adquirir acciones propias al cumplimiento de cuatro requisitos, que responden a las diversas aproximaciones las legislaciones nacionales habían efectuado al fenómeno de la adquisición de las propias acciones<sup>574</sup>. En primer lugar, es necesaria una autorización específica que “se concederá por la junta general” y en la que se determinarán “las modalidades de las adquisiciones previstas, [...] el número máximo de acciones a adquirir, el plazo durante el cual se concede la autorización y que no podrá exceder de dieciocho meses y, en caso de adquisición a título oneroso, los contravalores mínimos y máximos” (artículo 19.1,a, primer inciso). La autorización no tiene por qué referirse a una

---

<sup>572</sup> C. PAZ-ARES, *ob. cit.*, p. 484.

<sup>573</sup> C. PAZ-ARES, *ob. cit.*, pp. 553 y 554; A. BAÑULS GÓMEZ, *ob. cit.*, p. 145.

<sup>574</sup> V. EDWARDS, *ob. cit.*, pp. 70 y 71. El Código italiano de 1882 prohibía a los administradores la adquisición de las acciones de las acciones de la compañía, salvo si mediaba autorización de la Junta, se realizaba con cargo a beneficios y las acciones se encontraban completamente liberadas. El mismo esquema se mantuvo en el Código de 1942. Por el contrario, las Leyes alemanas de 1937 y 1965 habían acudido a la técnica de las excepciones causales, permitiendo la adquisición para evitar un peligro grave, pero estableciendo en todo caso un límite cuantitativo al número acciones que los administradores podían adquirir.

transacción específica, y queda a la discreción del órgano de administración hacer uso de la misma. Los Estados miembros pueden autorizar una excepción a la regla que exige la previa autorización de la Junta “*cuando la adquisición de las acciones propias sea necesaria para evitar a la sociedad un perjuicio grave e inminente*” (artículo 19.2)<sup>575</sup> y excluir su aplicación si la adquisición se realiza con el fin de distribuir las acciones “*entre el personal*” de la propia sociedad o de otra sociedad ligada a ésta última. Estas acciones “*deberán distribuirse en un plazo de doce meses a partir de la adquisición*” (artículo 19.3).

En segundo lugar, “*el valor nominal o [...] el par contable de las acciones adquiridas, comprendidas las acciones que la sociedad hubiese adquirido con anterioridad y que tuviese en cartera [...] no podrá superar el 10 % del capital suscrito*” (artículo 19.1,b)<sup>576</sup>. Las adquisiciones “*no podrán producir el efecto de hacer el activo neto inferior al importe indicado en la letra a) del apartado 1 del artículo 15*” (artículo 19.1,c). El sentido de la norma no suscita especiales dificultades. El legislador asume como principio fundamental el de que la adquisición regular de acciones propias, al igual que la distribución de un dividendo, debería realizarse con cargo a fondos libres. No obstante, la efectiva aplicación dependerá del criterio que se adopte en orden a la contabilización de las acciones propias. Si se admite que éstas puedan figurar en el activo del balance, como cualquier otra inversión de carácter financiero, la adquisición de acciones propias nunca podrá producir un desequilibrio entre el activo neto y el capital social. El valor agregado de los activos de la compañía se mantendrá invariable puesto importe de la contrapartida satisfecha al accionista se corresponderá exactamente con el coste de adquisición de las acciones propias<sup>577</sup>.

Finalmente, la operación “*sólo podrá referirse a acciones enteramente liberadas*” (artículo 19.1,d). La adquisición de acciones no desembolsadas íntegramente puede envolver una condonación de los dividendos pasivos y, en todo caso, excluye la completa liberación de las acciones en tanto éstas no se pongan de nuevo en circulación. Mientras los títulos estén en autocartera no hay términos para completar la integración del capital mediante la realización de las aportaciones adicionales comprometidas, pues el obligado al pago sería la propia sociedad. Debe tenerse en cuenta, no obstante, que la Directiva dispensa un tratamiento diferente a estas adquisiciones cuando el motivo de la adquisición sea, precisamente, el incumplimiento por parte del socio de la obligación de realizar los desembolsos pendientes (artículo 20.1,e).

En caso de que se cumplan estas condiciones, la autocartera puede mantenerse de forma indefinida, pues ninguna obligación de transmisión o

---

<sup>575</sup> Típicamente, para prevenir una caída continuada del precio de las acciones cuando éstas sean objeto de negociación en un mercado organizado, J. DENECKER, ob. cit., p. 672, V. EDWARDS, ob. cit., p. 71.

<sup>576</sup> El límite ha sido fijado en el 20% en la reforma de 2006

<sup>577</sup> Andrés J. RECALDE CASTELLS, *Las operaciones de la sociedad anónima sobre las propias acciones y las realizadas sobre acciones de la sociedad dominante por filiales*, Noticias de la Unión Europea, nº 151 (1997), p. 61; A. BAÑULS GÓMEZ, ob. cit., pp. 131 y 132.

amortización en tal circunstancia se establece. En caso de incumplimiento de cualquiera de ellas, “...deberán ser cedidas, en un plazo de un año a partir de su adquisición” (artículo 21, primer inciso que utiliza una fórmula barroca para delimitar el supuesto de hecho al que se refiere: la adquisición de acciones “en violación de las disposiciones de los artículos 19 y 20”)<sup>578</sup>. La cesión de las acciones permitirá a la sociedad obtener una contraprestación, produciéndose, por tanto una reintegración del capital. La eventual diferencia entre el precio de adquisición y el de cesión aflorará como beneficio o pérdida del ejercicio. En su defecto, “las acciones deberán ser anuladas. La legislación de un Estado miembro podrá subordinar dicha anulación a una anulación del capital suscrito por un importe correspondiente” (artículo 20.3, primer y segundo inciso, al que se remite el artículo 21). Hay que entender que esta última posibilidad (la eventual dispensa de la reducción de la cifra formal del capital tras la anulación de las acciones) solo puede aplicarse a las acciones sin valor nominal. En este caso, la participación en el capital de las acciones amortizadas acrece a las restantes. Por el contrario, cuando la legislación nacional imponga la equivalencia entre el valor nominal agregado de las acciones y el importe del capital social, no será posible la amortización sin reducción<sup>579</sup>. La reducción del capital es preceptiva si la adquisición de las acciones “hubiera tenido por efecto que el activo neto venga a ser inferior al importe mencionado en la letra a) del apartado 1 del artículo 15” (artículo 20.3, último inciso). Es decir, cuando no se hubiera realizado con recursos libres sino con cargo al fondo de capital.

La Directiva contiene, además, una enumeración de supuestos en los que “los Estados miembros podrán no aplicar el artículo 19” (artículo 20.1, primer inciso). Las razones que justifican esta posibilidad son distintas en cada caso. La adquisición de las acciones propias tiene un simple carácter instrumental cuando se realiza “en ejecución de una decisión de reducción del capital o en el caso mencionado en el artículo 39” (artículo 20.1,a). La protección de los intereses de accionistas y acreedores se realiza a través del previo cumplimiento de las reglas relativas a la reducción del capital o al rescate de las acciones. De la misma forma, cuando se adquieren “acciones enteramente liberadas adquiridas a título gratuito” (artículo 20.1,c, primer inciso) la sociedad no realiza atribución patrimonial alguna, por lo que falta el presupuesto de aplicación del régimen de la autocartera. En otros casos, la adquisición de acciones propias no constituye un fin en si mismo, sino que aparece asociado a otro tipo de operaciones. Es el caso de las acciones adquiridas “como consecuencia de una transmisión de patrimonio a título universal” (artículo 20.1,b), o “por bancos u otros establecimientos financieros en concepto de

---

<sup>578</sup> Requiere un cierto esfuerzo la coordinación de esta regla, que no distingue entre las condiciones que han sido incumplidas, con la que establece que Los miembros de los órganos de administración o dirección “estarán obligados a controlar que se respeten, en el momento de cualquier adquisición autorizada las condiciones indicadas en las letras b), c) y d)” (artículo 19.1,a último inciso). Desde un punto de vista lógico, la significación más razonable que cabe atribuir a este último es que la “irregularidad” de la adquisición (en el sentido del artículo 21) no se vería afectada por una eventual autorización de la Junta que permitiera realizar la adquisición en condiciones distintas de las previstas en el artículo 19.

<sup>579</sup> H. SÁNCHEZ RUS, *La amortización...*, pp. 207 y 208.

*comisión de compra*” (artículo 20.1,c). La razón de ser de este último precepto debe buscarse en la actuación de la entidad financiera por cuenta de la compañía en el marco de un contrato de colocación o aseguramiento de una emisión.

Las demás posibles excepciones se refieren a supuestos en los que la adquisición de las acciones propias es el expediente a que acude la sociedad para resolver un problema de índole interna. Así, en relación a *“las acciones adquiridas en virtud de una obligación legal o resultante de una decisión judicial destinada a proteger a los accionistas minoritarios, en particular en caso de fusión, de cambio de objeto o de la forma de la sociedad, de cambio de domicilio social al extranjero o de introducción de limitaciones para la transferencia de acciones”* (artículo 20.1,d), a *“las adquiridas de un accionista a falta de su liberación”* (artículo 20.1,e), las *“adquiridas para indemnizar a los accionistas minoritarios de las sociedades ligadas”* (artículo 20.1,f), o a las *“enteramente liberadas adquiridas en adjudicación judicial efectuada con el fin de liquidar una deuda del propietario de estas acciones a la sociedad”* (artículo 20.1,g). En todos estos casos las acciones así adquiridas deberán cederse *“en un plazo máximo de tres años a partir de su adquisición”*, salvo si el valor nominal o el par contable de las acciones adquiridas no supera el 10% del capital suscrito (artículo 20.2)<sup>580</sup>. Si no llegaran a transmitirse habrá de procederse a su anulación en los términos antes examinados (artículo 20.3).

### 3.9.2. El régimen de las acciones propias

Al margen de las condiciones de adquisición, la Directiva se ocupa del estatuto de las acciones en autocartera (o, en la terminología del artículo 22, las *“condiciones”* a que queda sometida *“en todo momento la tenencia de dichas acciones”*). Este viene determinado por tres reglas. En primer término, la suspensión *“entre los derechos conferidos por las acciones”*, *“en todo caso”* del derecho de voto (artículo 22.1,a). Lo que presupone que los Estados miembros pueden excluir el ejercicio de otros derecho. Además, si las acciones *“se contabilizasen en el activo del balance”* (y hay que entender que esta es también una opción que queda al arbitrio de las legislaciones nacionales), *se establecerá en el pasivo una reserva indispensable (sic) de igual importe”* (artículo 22.1,b). Finalmente, será necesario incluir una serie de informaciones adicionales en el informe de gestión, relativas a los motivos de la operación, el número de acciones adquiridas y cedidas, la fracción del capital que representan y la contraprestación satisfecha (artículo 22.2).

De éstos, es el segundo el que suscita mayores dificultades de interpretación. El tenor literal del precepto es claro en cuanto a preceptiva dotación de la

---

<sup>580</sup> Hay, de nuevo, un evidente error en la versión oficial española de la Directiva, en la que se ha omitido la partícula negativa. Con independencia de que, de esta forma, la disposición carece de todo sentido, basta examinar el texto oficial en otros idiomas para constatar que de lo que se trata es de que las acciones adquiridas no superen el 10 por ciento del capital: *“...10 v.H. des gezeichneten Kapitals nicht übersteigt“*; *“...does not exceed 10 % of the subscribed capital“*; *“...ne dépasse pas 10 % du capital souscrit »*; *« ...non superi il 10 % del capitale sottoscritto“*; *“...não ultrapasse 10 % do capital suscrito”*

reserva de forma incondicionada (*“en todo momento”*). Por lo tanto, con independencia de que las acciones se hayan adquirido o no en contravención de las disposiciones generales (artículo 21, en relación con los artículos 19 y 20). El mandato de la Directiva únicamente tiene por objeto neutralizar el valor de las acciones en autocartera como posible cobertura del capital, lo que no implica necesariamente que sólo sea posible la adquisición con cargo a fondos libres<sup>581</sup>. La técnica de la neutralización puede llevarse a cabo, bien excluyendo la contabilización de las acciones propias en el activo, bien imponiendo la dotación de una reserva indisponible en el pasivo<sup>582</sup>. La normativa comunitaria se limita a dejar en libertad a los Estados miembros para optar por una u otra vía (artículo 22.1,b de la Directiva 77/91/CEE, y artículos 9 y 10 de la Directiva 78/660/CEE). En el caso de que se opte por la constitución de la reserva, ésta se abonará por *“igual importe”* al que hubiesen sido contabilizadas las acciones en el activo del balance (artículo 22.1,b). Nada se dice, en cambio, sobre las partidas de cargo. Conceptualmente, cabe tanto que la dotación se realice con cargo a cualquiera de las cuentas de reservas disponibles o a la cuenta de pérdidas y ganancias. Las consecuencias en uno u otro caso son muy distintas desde el punto de vista de la integridad del capital. En el primer caso la adquisición se habrá realizado con fondos libres; en el segundo únicamente se producirá una disminución del importe disponible para una ulterior distribución de dividendos.

### 3.10. La pérdida del capital

El tratamiento de la pérdida del capital en la Directiva 77/91/CEE es sumamente escueto (en marcado contraste con la más que detallada regulación de otras materias, como la distribución de dividendos o la adquisición de acciones propias)<sup>583</sup>. El contenido normativo de la Directiva se reduce a dos puntos. El primero de ellos es el concepto de *“pérdida grave del*

---

<sup>581</sup> La Directiva contempla expresamente la posibilidad de que las acciones no hayan sido adquiridas con fondos libres (artículo 22.3, último inciso). Además, desde un punto de vista sistemático, no debe olvidarse que el precepto que examinamos se ocupa de las *“condiciones de tenencia”* de las acciones propias, no de los presupuestos de su adquisición. Al reglamentar las *“condiciones de adquisición”*, no cabe duda de que la Directiva permite que se lleve a cabo la adquisición aun cuando como resultado de la misma se produzca *“el efecto de hacer el activo neto inferior al importe indicado en la letra a) del apartado 1 del artículo 15”* (artículo 19.1,c en relación con el artículo 21).

<sup>582</sup> Véase, Luis FERNÁNDEZ DEL POZO, *Las reservas atípicas.....*, pp. 304 y ss.

<sup>583</sup> El primer borrador de la Directiva contenía una regulación mucho más detallada, en línea con la solución dada al tema en la legislación francesa e italiana de la época, J. MACHADO, *ob. cit.* p. 116, y V. EDWARDS, *ob. cit.*, p. 67. La regulación finalmente adoptada constituye un compromiso entre dos sistemas contrapuestos. El tratamiento de la pérdida del capital en la Ley alemana de 1965 se encaminaba exclusivamente a la tutela de los accionistas, asegurándoles una información inmediata del desequilibrio patrimonial de la compañía. La protección de los acreedores se remite al régimen concursal aplicable con carácter general a todo empresario. Por el contrario, el Código Italiano de 1942 y la Ley francesa de 1996 habían tipificado la pérdida del capital como causa de disolución forzosa. Este enfoque atribuye a esta causa de disolución una función preconcursal, pues se encamina a poner fin a las actividades de la sociedad anónima en un momento en el que, teóricamente, es posible satisfacer la totalidad de las obligaciones contraídas con terceros. Al respecto, véase, *infra*, pp. xx y xx.

*capital suscrito*” (artículo 17.1, primer inciso) que los Estados miembros deben incorporar a su normativa interna. La concreta cuantificación del mismo se remite a las legislaciones nacionales. No obstante, éstas “...no podrá(n) fijar en más de la mitad del capital suscrito el importe de la pérdida considerada como grave...” (artículo 17.2). La Directiva se limita a fijar el porcentaje máximo de pérdida tolerable, pudiendo los Estados miembros tomar en consideración una pérdida inferior a la mitad del capital, pero no un porcentaje superior. Ninguna referencia se hace a las bases o los criterios de valoración a los que habrá que atender para considerar que se ha producido la pérdida del capital<sup>584</sup>.

En segundo término, se determinan las consecuencias que han seguirse si se produce esta situación de pérdida grave del capital, y que se circunscriben a la necesaria convocatoria de una Junta de accionistas. La Directiva se limita a declarar que “...deberá convocarse junta general en un plazo fijado por las legislaciones de los Estados miembros” (artículo 17.2, segundo inciso). El órgano social responsable de la convocatoria será también el determinado por las respectivas legislaciones nacionales. La Directiva impone un orden del día mínimo. La Junta debe reunirse “con el fin de examinar si procede la disolución de la sociedad o adoptar cualquier otra medida” (artículo 17.2, segundo inciso). Pero no exige que la Junta adopte un determinado acuerdo, ya sea el de disolución o la adopción de medidas de saneamiento<sup>585</sup>. Queda, por tanto, a la discreción de los Estados miembros la decisión acerca de si una sociedad anónima que ha perdido más de la mitad de su capital puede o no continuar actuando en el tráfico mercantil. Tampoco se establece una específica exigencia de publicidad.

## **4. Las cuentas anuales: las Directivas 78/660/CEE, 83/349/CEE y 84/253/CEE**

### **4.1. El punto de partida: la Directiva 78/660/CEE**

Como hemos tenido ocasión de examinar, la Segunda Directiva determina, a través de un conjunto de reglas interrelacionadas, las condiciones en las que las sociedades anónimas pueden realizar una atribución patrimonial válida en favor de sus accionistas. Sin embargo, por la propia naturaleza de las cosas, estas disposiciones sólo pueden operar a partir de los datos numéricos que proporcionan los estados financieros de la compañía. La vinculación entre el estatuto del capital y el derecho contable llega hasta el punto de que se ha podido afirmar que, aunque la Segunda Directiva formula los principios

---

<sup>584</sup> V. EDWARDS, ob. cit., p. 67.

<sup>585</sup> En este sentido, J. DENECKER, ob. cit., pp. 670 y 671; L. ENRIQUES y J. R. MACEY, ob. cit. pp. 1183 y 1184; P. SANTELLA y R. TURRINI, ob. cit., p. 436; y L. GOWER, *Principles...*(1992), p. 212. Por el contrario, J. MACHADO, ob. cit. pp. 105 y 106 entiende que en el régimen de la Directiva está implícita la idea de que la disolución tiene carácter obligatorio si no se adoptan otras medidas que tengan por objeto la remoción del presupuesto consistente en la reducción del patrimonio neto por debajo de la mitad de la cifra de capital. Es decir, que se ha excluido el modelo puramente informativo.

generales del modelo del “test del balance”, el contenido del sustancial del mismo se encuentra, en realidad, en la casi coetánea Cuarta Directiva<sup>586</sup>. Esta es la Directiva 78/660/CEE, de 25 de julio de 1978, Cuarta Directiva del Consejo en materia de derecho de sociedades, relativa a las cuentas anuales de determinadas formas de sociedad.

Desde un punto de vista sistemático, la Directiva asume la concepción generalmente aceptada en las legislaciones europeas de la época, con arreglo a la cual la regulación de las cuentas anuales constituye, en sus aspectos fundamentales, una pieza del régimen legal de las sociedades de capital<sup>587</sup>. Esta idea se formula de forma expresa en el Preámbulo, en el que se indica que “la coordinación de las disposiciones nacionales relativas a la estructura y al contenido de las cuentas anuales [...] en lo que se refiere especialmente a la sociedad anónima y a la sociedad de responsabilidad limitada, reviste una importancia particular en cuanto a la protección de los socios y de los terceros” (*Considerando I*) y que “es necesaria una coordinación simultánea en estas materias para dichas formas de sociedad, debido a que, por una parte, la actividad de tales sociedades se extiende frecuentemente más allá de los límites del territorio nacional y que, por otra parte, ofrecen como garantía ante los terceros únicamente su patrimonio social” (*Considerando II*). El ámbito de aplicación de la Directiva 78/660/CEE es más amplio que el de la anterior 77/91/CEE, puesto que sus disposiciones se extienden no sólo a la sociedad anónima, sino también a las sociedades de responsabilidad limitada y a las comanditarias por acciones (artículo 1).

La Directiva incide sobre cuatro cuestiones fundamentales: el establecimiento de unos esquemas obligatorios para la elaboración del balance y de la cuenta de pérdidas y ganancias; la coordinación de los criterios de valoración; el régimen de publicidad y los procedimientos de revisión y control de las cuentas. A pesar de que se trata de una regulación muy detallada, la armonización perseguida por el legislador comunitario quedó, desde su origen, seriamente comprometida en razón del carácter marcadamente transaccional de la Directiva. El texto definitivo de la misma resultó una solución de compromiso entre las orientaciones contrapuestas que representaban las legislaciones de la Europa continental (y, singularmente los derechos alemán y francés) y la práctica contable británica<sup>588</sup>. Esta característica se traduce en la existencia de

---

<sup>586</sup> J. RICKFORD, *ob. cit.*, p. 146.

<sup>587</sup> Véase, *infra*, pp. 44 y 45.

<sup>588</sup> Véase, *infra*, pp. xx y xx. La estructura de la Directiva responde, en principio, al modelo continental, en el que el sistema se construye sobre la base de la imposición de unos esquemas formales al Balance y a la Cuenta de Pérdidas y Ganancias, así como en la determinación *ex lege* de las bases o criterios de valoración con arreglo a los cuales habían de reflejarse los activos y pasivos de las sociedades en dichos documentos. La evolución del derecho inglés de balances había conducido, por el contrario, al desarrollo de una técnica normativa completamente diferente. La renuencia del legislador a inmiscuirse en el desenvolvimiento de los negocios y en el desarrollo de lo que se valora como una actividad profesional especializada, determinó un sistema contable basado en principios generales y no disposiciones legales rígidas. La exigencia fundamental deriva de la necesidad de que los estados financieros proporcionen, en el momento del cierre del ejercicio, una representación

numerosas posibilidades de opción no sólo para los Estados miembros, sino también para las sociedades afectadas<sup>589</sup>. Así, por ejemplo, se ofrecían dos posibles esquemas para la presentación del balance y varios para la cuenta de pérdidas y ganancias, pudiendo los Estados miembros remitir la elección a las propias sociedades afectadas (artículos 8 y 22)<sup>590</sup>.

## 4.2. Los principios de prudencia e imagen fiel.

En los trabajos preparatorios de la Directiva, prevalecía de forma absoluta el principio de prudencia, que recibe una formulación expresa (artículo 31.1,c, con el que da comienzo la Sección 7ª de la Directiva relativa a las “Normas de valoración”). La necesidad de observar el principio de prudencia supone que “sólo podrán anotarse los beneficios obtenidos en la fecha de cierre del balance” (artículo 31.1,c apartado aa). Se acoge, por tanto, el criterio de la realización<sup>591</sup>. Es decir, que el incremento de valor que hayan podido experimentar los activos de la compañía sólo podrá contabilizarse como beneficio cuando aflore como consecuencia de una transacción efectuada por la sociedad. Asimismo, el principio de prudencia exige tener en cuenta “todos los riesgos previsibles” (artículo 31.1,c apartado bb), así como “las depreciaciones” (artículo 31.1,c apartado cc). Por este motivo, las correcciones de valor que se toman en consideración son sólo “las destinadas a tener en cuenta la depreciación, definitiva o no, de los elementos del patrimonio, verificada en la fecha de cierre del balance” (artículo 19) y se contempla la dotación de “provisiones para riesgos y cargas” (artículo 20).

---

“verdadera y correcta” (“*true and fair view*”) de la marcha de los negocios y de los resultados de la sociedad. El mayor o menor grado de cumplimiento de esta genérica obligación se ha de valorar, en su caso, por referencia a una serie de “*principios contables generalmente aceptados*” (“*generally accepted accounting principles*”). Al respecto, J. M. GONDRA, *Significado y función...*, pp. 558 y 564; L. FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA y A. CALVO CARAVACA, *ob. cit.* pp. 172 y 173; V. EDWARDS, *ob. cit.*, p. 119; A. ANDENAS y F. WOOLDRIDGE, *ob. cit.* pp. 24 y 25.

<sup>589</sup> Se ha reseñado la existencia de 41 opciones para los Estados miembros y 35 para las sociedades en la versión original de la Directiva: V. EDWARDS, *ob. cit.*, p. 117; J. RICKFORD, *ob. cit.*, p. 153. La evolución posterior de la normativa contable europea ha llevado a incrementar la diversidad de regímenes disponibles, tal como tendremos ocasión de examinar en el Capítulo VII.

<sup>590</sup> Con ello quedaba comprometido, específicamente, uno de los objetivos declarados del legislador comunitario, como era el de “*garantizar la posibilidad de confrontación y la equivalencia de las informaciones contenidas en las cuentas anuales*” (Preámbulo, Considerando V). La comparación entre las cuentas anuales de sociedades sujetas a diversas legislaciones nacionales se encamina a la protección del accionista en cuando inversor, pues permite adoptar decisiones a partir de datos de significación equivalente. Al respecto, véase, J. M. GONDRA, *ob. cit.*, p. 35. Como veremos a continuación, esta función habrá de remitirse a las cuentas consolidadas.

<sup>591</sup> Aunque se ha observado que, en realidad, la Directiva no establece criterio alguno para determinar cuando “*se ha obtenido*” un beneficio, V. EDWARDS, *ob. cit.*, p. 135.

Al mismo tiempo, se establecía como regla fundamental la de que “la valoración de las partidas que figuran en las cuentas anuales se hará según las disposiciones de los artículos 34 al 42, basadas en el principio del precio de adquisición o del coste de producción” (artículo 32). Todas estas previsiones responden a un criterio de política legislativa encaminado a la defensa de la integridad del capital, que era el dominante en las legislaciones continentales y, singularmente, en Alemania<sup>592</sup>. En este esquema el balance es un instrumento de medición del resultado repartible, construido sobre valores históricos. La función de proporcionar una información actualizada sobre la situación de la compañía se remite a los estados complementarios (la memoria y el informe de gestión: artículos 43 a 45 y 46 de la Directiva)<sup>593</sup>.

En la fase final de la elaboración de la Directiva se superpone al enfoque anterior el reconocimiento del principio de “imagen fiel” (“true and fair view”) tomado del Derecho inglés, que aparece como suerte de supraprincipio que debe presidir la aplicación general del sistema<sup>594</sup>. La imagen fiel responde a una finalidad completamente distinta, cual es la de proporcionar una información lo más ajustada posible sobre la evolución de la empresa. La concretas aplicaciones de este principio se formulan, en consecuencia, como una suerte de excepción al régimen general de la Directiva. Así, tras establecer que “*las cuentas anuales deberán ofrecer una imagen fiel del patrimonio, de la situación financiera, así como de los resultados de la sociedad*” (artículo 2.3), se añade que “*cuando, en casos excepcionales, la aplicación de una disposición de la presente Directiva resultare contraria a la obligación prevista en el apartado 3, no se aplicará la disposición de que se trate, con el fin de ofrecer una imagen fiel*” y que “*la inaplicación deberá mencionarse en la memoria y será debidamente motivada, con indicación de su influencia sobre el patrimonio, la situación financiera y los resultados. Los Estados miembros podrán precisar los casos excepcionales y establecer el régimen de inaplicación correspondiente*” (artículo 2.4).

Esta corrección en la orientación general del sistema necesariamente debía proyectarse sobre los criterios de valoración. Por este motivo, se reserva a los Estados miembros la facultad “*de autorizar o de imponer para todas las sociedades o determinadas categorías de sociedades*” una serie de medidas alternativas (artículo 33.1, primer inciso). Estas consisten en la valoración de las existencias “sobre la base del valor de sustitución” (artículo 33.1,a), la introducción de mecanismos “destinados a tener en cuenta la inflación” (artículo 33.1,b) y “la revalorización de las inmovilizaciones corporales, así como de las inmovilizaciones financieras” (artículo 33.1,c). La revalorización determinará la aparición de un beneficio (o, eventualmente, de una pérdida) con independencia la efectiva realización del bien. La Directiva contiene, al respecto, una serie de reglas muy detalladas que tienen por objeto asegurar

---

<sup>592</sup> Véase, *infra*, pp. 115 y 116.

<sup>593</sup> J. M. GONDRA, *ob. cit.*, pp. 35 y 36.

<sup>594</sup> L. FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA y A. CALVO CARAVACA, *ob. cit.* p. 173; J. M. GONDRA, *Significado y función...*, pp. 575 y 577 y ss.; J. M. GONDRA, *ob. cit.*, p. 36; J. RICKFORD, *ob. cit.*, p. 146.

que los diferentes criterios de valoración contable no determinen una alteración del beneficio repartible. Las diferencias de valor que afloran con respecto al coste de adquisición deben reflejarse en el pasivo como “reserva de revaluación” (artículo 33.2,a). Esta reserva *“puede convertirse en capital, en todo o en parte, en cualquier momento”* (artículo 32.2,b, de forma análoga a lo previsto en el artículo 15.3). Sin embargo, *“ninguna parte de la reserva de revaloración podrá ser objeto de una distribución, directa o indirecta, a menos que corresponda a una plusvalía realizada”* (artículo 33.2,c II, último inciso). Por el mismo motivo, sólo podrán efectuarse adiciones a la cuenta de pérdidas y ganancias con cargo a la reserva de revaluación, *“en la medida en que los importes transferidos hayan sido anotados como cargas en la cuenta de pérdidas y ganancias o representen plusvalías efectivamente realizadas”* (artículo 33.2,c II, primer inciso).

La Directiva contenía, además, una serie de previsiones específicas sobre determinadas partidas del balance. En el caso de que las legislaciones nacionales autorizaran la activación de los gastos de establecimiento en el activo del balance, éstos deberían amortizarse en un plazo máximo de cinco años (artículo 34.1,a). En tanto no fueran completamente amortizados, *“se prohibirá cualquier distribución de beneficios”*, a no ser que el importe de las reservas disponibles a tal fin y de los resultados diferidos *“sea, al menos, igual al importe de los gastos no amortizados”* (artículo 34.1,b). El mismo régimen debía aplicarse, en principio, a los gastos de investigación y desarrollo, si bien los Estados miembros podían autorizar excepciones *“en casos particulares”*, que debían aparecer debidamente motivadas en la memoria (artículo 37.1). El fondo de comercio también debía amortizarse en un plazo máximo de cinco años, aun cuando los Estados miembros podían autorizar su amortización sistemática en un periodo limitado superior, siempre que este *“no exceda de la duración de utilización de este activo, que se mencione en la Memoria y que se motive debidamente”* (artículo 37.2).

### 4.3. El control y la publicidad de las cuentas anuales

Las legislaciones nacionales contemplaban, con grandes diferencias entre sí, la necesidad de someter las cuentas anuales de las sociedades anónimas a un proceso de revisión y verificación por un profesional independiente de la sociedad experto en materia contable<sup>595</sup>. Dos son los factores que se asocian al desarrollo de la auditoría, por una parte, la creciente complejidad de la vida económica, y, por otra, la reticencia –muy destacada en algunos sistemas legales- a la intervención directa del Estado en la vida de las sociedades mercantiles<sup>596</sup>. No obstante, en relación al control de las cuentas, la Directiva se limita a formular algunos principios muy generales, que se reducen a la previsión de que *“las sociedades deberán hacer controlar las cuentas por una o*

---

<sup>595</sup> Sobre los antecedentes en el Reino Unido, véase, *infra*, pp. 120 y 121.

<sup>596</sup> María Victoria PETIT LAVAL, Régimen jurídico de la auditoría de las cuentas anuales, Madrid (1994), pp. 43 y 44; Ángel ROJO, en Aurelio MENÉNDEZ y Ángel ROJO (Dir.), *Lecciones....*, p. 192.

*varias personas habilitadas en virtud de la ley nacional para el control de cuentas” y “las personas encargadas del control de las cuentas, deberán verificar igualmente la concordancia del informe de gestión con las cuentas anuales del ejercicio” (artículo 51.1,a y b). Asimismo se prevé que los Estados miembros puedan dispensar a determinadas sociedades de la obligación de someter sus cuentas a verificación (artículo 51).*

La materia fue desarrollada posteriormente en la Directiva 84/253/CEE del Consejo, de 10 de abril de 1984, Octava Directiva en materia de Derecho de sociedades, relativa a autorización de las personas encargadas del control legal de documentos contables. El grado de armonización inicial perseguido por ésta última sólo puede calificarse de muy modesto. La Directiva se centra en la determinación de *“las cualificaciones de las personas autorizadas para efectuar el control legal de los documentos contables”* y en garantizar que *“esas personas sean independientes y honorables”* (Preámbulo, III). La trascendencia práctica de la misma radicó en la aceptación en el ámbito comunitario del modelo profesional de revisión de las cuentas anuales y en la exigencia de unos elevados estándares de exigencia en cuanto a la independencia del auditor (artículos 25 y 26)<sup>597</sup>. Tras dos décadas de aplicación, la Directiva 84/254/CEE ha sido derogada y sustituida por la Directiva 2006/43/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de mayo de 2006, relativa a la auditoría legal de las cuentas anuales y de las cuentas consolidadas, que con una perspectiva más amplia *“se propone armonizar en gran medida —aunque no completamente— los requisitos de auditoría legal”* (Preámbulo, 5).

#### 4.4. La publicidad

La publicidad de las cuentas anuales también contaba con numerosos antecedentes en las legislaciones nacionales y ya había sido prevista en la Directiva 68/151/CEE. Este las diversas funciones que está llamada a cumplir, puede estimarse que constituye una medida complementaria de las disposiciones relativas al mantenimiento y la pérdida del capital. La posibilidad de que cualquier interesado pueda tener acceso a una información actualizada acerca de la situación patrimonial de determinado tipo de sociedades (las que limitan la responsabilidad de los socios), permite contrastar la efectividad de la garantía que representa el capital en cuanto cifra de retención. Es decir, si la contrapartida de bienes en el activo que las disposiciones de la Directiva garantizan en el momento fundacional (o en el de la emisión de nuevas acciones) se mantiene o ha desaparecido como consecuencia de las pérdidas en que haya podido incurrir la compañía.

A tal efecto se establece como regla general que *“las cuentas anuales regularmente aprobadas y el informe de gestión, así como el informe establecido por la persona encargada del control de las cuentas, serán objeto de publicidad efectuada según las formas previstas por la legislación de cada Estado miembro de conformidad con el artículo 3 de la Directiva 68/151/CEE”* (artículo 47.1,I). Los Estados miembros pueden dispensar de este régimen al

---

<sup>597</sup> M. V. PETIT LAVAL, *ob. cit.*, pp. 217 y 218.

Informe de Gestión. En este caso, el Informe deberá estar a *“disposición del público en el domicilio social de la sociedad”* y *“se deberá poder obtener una copia íntegra o parcial del informe, sin gastos y mediante simple solicitud”* (artículo 47.2,II). Asimismo se prevé la posibilidad de que los Estados miembros permitan a determinadas sociedades la publicación de estados financieros abreviados (artículo 47.2 y 3). Los requisitos de publicidad se extendieron también a las cuentas anuales consolidadas en virtud de la Directiva 83/349/CEE del Consejo, de 13 de junio de 1983, Séptima Directiva en materia de Derecho de sociedades relativa a las cuentas consolidadas (artículo 38).

#### 4.5. Las cuentas consolidadas

Aun cuando los textos legales tienden a considerar aisladamente a las sociedades de capital, la realidad muestra que el esquema habitual de la gran empresa es una estructura de grupo. Esta situación ha determinado la progresiva exigencia de mecanismos adicionales de información que complementen la proporcionada por las cuentas individuales de las sociedades integradas en el grupo. Esta es el papel asignado a las cuentas consolidadas a las que se refiere la Directiva 83/349/CEE. Es preciso destacar, no obstante, que así como la regulación de las cuentas individuales anuales que resulta de la Directiva 78/660/CEE aparece estrechamente relacionada con el régimen legal sustantivo de las sociedades de capital, las cuentas consolidadas no tienen otra función que la meramente informativa. No condicionan la aplicación del resultado, ni en la sociedad dominante ni en las restantes sociedades incluidas en el perímetro de consolidación<sup>598</sup>. Así lo pone de manifiesto el Preámbulo de la Directiva en el que se destaca que *“...un número importante de sociedades forman parte de grupos de empresas...”* por lo que *“...se deben establecer cuentas consolidadas para que la información financiera sea conocida por los asociados y por terceros...”* (párrafo I). Se trata de una información orientada al mercado y, en consecuencia, el principio básico es el de que las cuentas consolidadas *“...deben dar una imagen fiel del patrimonio, de la situación financiera y de los resultados del grupo de empresas comprendidas en la consolidación...”* (párrafo V).

### 5. El régimen del capital social en el Reglamento 2157/2001

La Sociedad Anónima Europea (SE) se configura como *“una sociedad de capital por acciones, que es el régimen que mejor se adapta, tanto desde el punto de vista financiero como del de su gestión, a las necesidades de las*

---

<sup>598</sup> Véase, Fernando CERDÁ ALBERO, *Las cuentas anuales consolidadas*, Noticias de la Unión Europea, nº 152 (1997), p. 57, y Luis FERNÁNDEZ DEL POZO, *La aplicación de resultados en las sociedades mercantiles. Estudio especial del artículo 213 de la Ley de sociedades anónimas*, Madrid (1997), p. 235, y la bibliografía citada por ambos.

*empresas que lleven a cabo sus actividades a escala europea*” (Considerando 13º del Preámbulo al Reglamento 2157/2001). No obstante, el Reglamento sólo contiene unas pocas previsiones particulares en relación al estatuto del capital. El legislador comunitario estimó sin duda que no eran necesarias precisiones adicionales en relación a una figura bien perfilada en la Directiva 77/91/CEE y en las legislaciones nacionales. De esta forma, se establece que el capital de la SE ha de expresarse en euros (artículo 4.1 del Reglamento) y que el capital suscrito no podrá ser inferior a 120.000 euros (artículo 4.2), salvo cuando las legislaciones nacionales exijan una cifra superior para el desarrollo de determinadas actividades (artículo 4.3). Por lo demás, *“su mantenimiento y sus modificaciones...estarán regulados por las disposiciones que se aplicarían a una sociedad anónima que tuviera el domicilio social en el Estado miembro en el que esté registrada la SE”* (artículo 5). Lo que, en definitiva, conduce a la aplicación del esquema general de la Directiva 77/91/CEE. El Reglamento indica expresamente, al fijar el complejo sistema de fuentes, que las disposiciones legales que adopten los estados miembros específicamente para la SE, *“...deberán ser conformes con las Directivas aplicables a las sociedades anónimas...”* (artículo 9.2). En consecuencia, no hay previsiones específicas sobre la integración, el mantenimiento o la pérdida del capital.

## 6. La Directiva y las legislaciones nacionales

### 6.1. El Ordenamiento jurídico comunitario

El problema de la eficacia de las Directivas y de su proyección en el sistema jurídico de los Estados miembros se inserta en el marco general de la relación entre las legislaciones nacionales y el Ordenamiento comunitario. Los términos del Tratado excluyen, en principio, la aplicación directa. Las Directivas vinculan únicamente a los Estados miembros (antiguo artículo 189, II TCE y actual artículo 288, II TFUE). En consecuencia, sólo de la norma interna de trasposición resultarán derechos y obligaciones para los particulares. Por el contrario, la falta de incorporación de una Directiva en el plazo previsto puede dar lugar, por iniciativa de la Comisión, a un recurso frente al Estado incumplidor, que puede concluir con la imposición al mismo de una multa coercitiva (artículos 226 a 338 TCE y 258 a 260 TFUE)<sup>599</sup>. Sin embargo, los propios Tratados contienen una serie de elementos que han alterado este planteamiento inicial. En primer término, el hecho de haber dotado a la Unión Europea de una estructura judicial propia<sup>600</sup>. En segundo lugar, la existencia de

---

<sup>599</sup> V. ABELLÁN y B. VILLA, *ob. cit.*, p. 197 y 198; Damian CHALMERS, Gereth DAVIES y Giorgio MONTI, *European Union Law*, Cambridge (2010), pp. 315 y ss. A título de ejemplo, la sentencia del Tribunal de Justicia de la Comunidades Europeas de 18 de diciembre de 2008, *Comisión de las Comunidades Europeas v. Reino de España* (asunto C-338/06) estimó que la normativa interna española no se ajustaba plenamente a las exigencias del artículo 29 de la Directiva 77/91/CEE. Con el fin de dar cumplimiento a lo ordenado en el fallo, la Ley 3/2009 dio una nueva redacción a los artículos 158.1 y 293 LSA.

<sup>600</sup> Con carácter general se establece que *“el Tribunal de Justicia de la Unión Europea comprenderá el Tribunal de Justicia, el Tribunal General y los tribunales especializados. Garantizará el respeto del Derecho en la interpretación y aplicación de los Tratados”* (artículo

un mecanismo específico de cooperación entre el Tribunal de Justicia de la Unión Europea y los órganos jurisdiccionales de los Estados miembros. Es la llamada cuestión prejudicial<sup>601</sup>, cuya finalidad es precisamente la de asegurar la aplicación uniforme del Derecho comunitario<sup>602</sup>.

La articulación entre el Ordenamiento comunitario y las legislaciones nacionales es el resultado de una construcción jurisprudencial. El Tribunal la ha delimitado a partir de una interpretación sistemática y teleológica de los Tratados, basada en dos nociones fundamentales: el llamado efecto directo y la primacía de la norma comunitaria<sup>603</sup>. La doctrina del efecto directo fue formulada por primera vez en una sentencia de 5 de febrero de 1963, *Van Gend & Loos v. Nederlandse Administratie der Belastingdienst* (asunto 26/62). A partir de una cuestión prejudicial planteada por un juez holandés, el Tribunal de Justicia argumenta que si el objetivo del Tratado constitutivo de la CEE era el de crear un mercado común, cuyo funcionamiento afecta directamente a los particulares sometidos a la jurisdicción de la Comunidad, este Tratado ha de ser "*algo más*" que un acuerdo que se limitara a crear obligaciones mutuas entre los Estados. A partir de aquí es posible afirmar que "*...la Comunidad constituye un nuevo ordenamiento jurídico...cuyos sujetos no son sólo los estados miembros, sino también sus nacionales...*". Además, el mecanismo de la cuestión prejudicial, a través del cual las jurisdicciones nacionales quedan asociadas a la aplicación del Derecho comunitario, confirma que los Estados "*...han reconocido al derecho comunitario una autoridad susceptible de ser invocada ante las jurisdicciones nacionales*". De todo lo anterior deduce el Tribunal que "*...el Derecho comunitario, independiente de la legislación de los Estados miembros, al igual que crea deberes para los particulares, está también destinado a engendrar derechos que entran en su patrimonio jurídico*". A partir de este principio general, concluye que el artículo del Tratado invocado

---

19.1 TUE). A su vez, se le atribuye una jurisdicción exclusiva en relación a todos aquellos procedimientos en los que, con arreglo a los Tratados, la Unión Europea deba ser parte (artículo 274 TFUE). Véase con detalle, D. CHALMERS, G. DAVIES y G. MONTI, *ob. cit.*, pp. 144 y 149.

<sup>601</sup> El Tribunal de Justicia de la Unión Europea es competente para pronunciarse, "*con carácter prejudicial*" sobre la interpretación de los Tratados y sobre la validez e interpretación de los actos adoptados por las instituciones y órganos de la Unión. Con independencia de lo anterior, "cuando se plantee una cuestión de esta naturaleza ante un órgano jurisdiccional de uno de los Estados miembros, dicho órgano podrá pedir al Tribunal que se pronuncie sobre la misma, si estima necesaria una decisión al respecto para poder emitir su fallo" (artículo 267 TFUE; antiguo artículo 177 TCEE) .

<sup>602</sup> V. ABELLÁN y B. VILLA, *ob. cit.*, p. 207 y 208; D. CHALMERS, G. DAVIES y G. MONTI, *ob. cit.*, pp. 150 a 152.

<sup>603</sup> Araceli MANGAS MARTÍN, *Las relaciones entre el Derecho comunitario y el Derecho interno de los Estados miembros a la luz de la jurisprudencia del Tribunal de Justicia*, en Gil Carlos RODRÍGUEZ IGLESIAS y Diego J. LIÑÁN NOGUERAS (Dir.), *El Derecho Comunitario Europeo y su aplicación judicial*, Madrid (1993), pp. 58 y ss.; María Teresa MATA SIERRA, *El efecto directo de las directivas en la jurisprudencia comunitaria y española*, Madrid (1994), p. 15; Jean-Victor LOUIS, *El Ordenamiento jurídico comunitario*, Bruselas – Luxemburgo (1995), pp. 141 y ss.

"...produce efectos inmediatos y engendra derechos individuales que las jurisdicciones internas deben salvaguardar"<sup>604</sup>.

A su vez, la aplicación preferente de las normas comunitarias sobre las del Derecho nacional de los Estados miembros es una consecuencia necesaria de la doctrina sobre la aplicabilidad inmediata y el efecto directo. Esta quedaría vacía de contenido si los Estados pudieran oponer un acto legislativo interno a los textos comunitarios. El principio de primacía del Derecho comunitario fue formulado de forma explícita en la sentencia de 15 de julio de 1964, *Costa v. ENEL* (asunto 6/64), en la que el Tribunal de Justicia se enfrentaba a una eventual disconformidad entre ciertas disposiciones del Tratado CEE y una ley nacional posterior (la ley italiana de nacionalización de la producción y distribución de la energía eléctrica, de 6 de septiembre de 1962)<sup>605</sup>. El alcance de la doctrina de la aplicabilidad inmediata y la primacía de las normas comunitarias está condicionado, no obstante, por la diversa naturaleza de estas últimas. Cabe reconocer una aplicabilidad directa completa a las disposiciones contenidas en los propios Tratados, que no solo pueden ser alegadas por los ciudadanos frente a los poderes públicos nacionales (el llamado "*efecto directo vertical*"), sino que están dotadas de una eficacia que se extiende incluso a las relaciones entre particulares ("*efecto directo horizontal*"). Así sucede con las disposiciones que sancionan la prohibición de acuerdos o prácticas restrictivas de la competencia (antiguo artículo 85 TCE y actual artículo 101 TFUE) o de abuso de posición dominante en el mercado (antiguo artículo 86 TCE y actual artículo 102 TFUE). Lo mismo cabe afirmar respecto a los Reglamentos (de conformidad con el antiguo artículo 189, II TCE y actual artículo 288, II TFUE)<sup>606</sup>.

## 6.2. La eficacia de las Directivas

La cuestión presenta mucha mayor complejidad en relación a las Directivas. Aquí existen serias objeciones para el reconocimiento de un efecto directo. Tanto la clara distinción entre Directivas y Reglamentos como el ámbito de discreción reconocido a los Estados en cuanto a la forma y a los medios adecuados para obtener el resultado prescrito, parecen excluir esta posibilidad<sup>607</sup>. A pesar de ello el Tribunal de Justicia a partir de la sentencia de 4 de diciembre de 1974, *Van Duyn v. Home Office* (asunto 41/74), ha definido una línea jurisprudencial que admite bajo ciertas circunstancias la invocabilidad por los particulares de los derechos reconocidos en una Directiva. A tal efecto, es preciso que los términos de ésta sean suficientemente claros y precisos, no dejen un margen sustantivo de discrecionalidad al Estado miembro y haya

<sup>604</sup> Guy ISAAC, *Manual de Derecho comunitario general*, Barcelona (1991) [*Droit communautaire general*, Paris, 1985], pp. 163 y ss.; V. ABELLÁN y B. VILLA, *ob. cit.*, pp. 114 y ss.; D. CHALMERS, G. DAVIES y G. MONTI, *ob. cit.*, pp. 269 a 271.

<sup>605</sup> G. ISAAC, *ob. cit.*, pp. 174 y ss.; J.V. LOUIS, *ob. cit.*, pp. 179 y ss.; D. CHALMERS, G. DAVIES y G. MONTI, *ob. cit.*, pp. 186 y 187.

<sup>606</sup> G. ISAAC, *ob. cit.*, p. 167; A. MANGAS MARTÍN, *ob. cit.*, p. 61; J.V. LOUIS, *ob. cit.*, pp. 148 y 149.

<sup>607</sup> G. ISAAC, *ob. cit.*, p. 169; D. CHALMERS, G. DAVIES y G. MONTI, *ob. cit.*, p. 286.

transcurrido el plazo para su transposición, sin que ésta se hubiera llevado a cabo adecuadamente<sup>608</sup>.

El Tribunal llega a esta conclusión a través de una doble línea argumental. Por una parte, en razón del "*efecto obligatorio*" que el Tratado reconoce a las directivas, y el "*efecto útil*" que a estas disposiciones debe reconocerse. Ambos quedarían seriamente debilitados si las obligaciones que las directivas imponen a los estados miembros únicamente pudieran ser invocadas por las propias instituciones comunitarias (como sucedería se impidiera a los individuos hacerlas valer ante los Tribunales nacionales). Por otra parte, basándose en el hecho de que el Tratado permite a los órganos jurisdiccionales de los Estados miembros someter al Tribunal de Justicia de la Unión Europea cualquier cuestión relativa a la interpretación o a la validez de los actos de las instituciones, sin excepción alguna. Lo que supone que todos ellos, con independencia de su naturaleza, son directamente invocables por los ciudadanos.

El reconocimiento del efecto directo de las directivas aparece vinculado, por lo tanto, a un contexto jurídico patológico<sup>609</sup>. Se trata de la sanción a una aplicación tardía o incorrecta y no goza de la amplitud que se le reconoce en relación a las disposiciones de los Tratados y de los reglamentos. Por el contrario, queda reducido -en principio- a la posibilidad de invocar la directiva frente al Estado miembro que ha incumplido su deber de ejecución (es decir, al llamado "*efecto directo vertical*"). Aunque no es éste el contexto habitual en el que se suscitará la eventual aplicación de las directivas en materia de Derecho de sociedades, cabe reseñar al respecto una serie sucesiva de decisiones del Tribunal de Justicia de la Unión Europea, que se inician con la sentencia de 30 de mayo de 1991, *Marina Karella y Nicolas Karellas v. OAE* (asuntos acumulados 19/90 y 20/90). En todas ellas determinados accionistas se oponían a una decisión administrativa adoptada por el Estado griego a través de un organismo autónomo, facultado en virtud de la Ley nacional para acordar el aumento de capital de las sociedades mercantiles que se encontraran en una situación de crisis económica. Es decir, sin intervención de la Junta general (frente a la exigencia que al respecto deriva del artículo 25.1 de la Directiva 77/91/CEE). El Tribunal de Justicia estima que ni siquiera en las circunstancias excepcionales en que se produce tal decisión, las disposiciones de derecho interno pueden privar a los accionistas del ámbito de protección que para éstos resulta de las disposiciones de la Directiva 77/91/CEE (no sólo en razón de la previsión del artículo 25.1, sino también en virtud del principio de igualdad de trato entre accionistas sancionado en su artículo 41)<sup>610</sup>.

---

<sup>608</sup> José Antonio GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ, *La eficacia jurídica del Derecho de sociedades no desarrollado (en torno a la STJCE de 13 de noviembre de 1990)*, ADC, tomo XLV, Madrid (1992), p. 335; M. T. MATA SIERRA, *ob. cit.*, pp. 20; D. CHALMERS, G. DAVIES y G. MONTI, *ob. cit.*, pp. 287 y 288.

<sup>609</sup> G. ISAAC, *ob. cit.*, p. 169.

<sup>610</sup> Puede verse una referencia detallada a esta serie de sentencias en V. EDWARDS, *ob. cit.*, pp. 79 a 83; D. VAZQUEZ ALBERT y J. ARESTÉ GONZÁLEZ, *ob. cit.*, pp. 1061 a 1066; Carlos VARGAS VASSEROT, *El derecho de sociedades comunitario y la jurisprudencia del TJCE en*

En cambio, el Tribunal de Justicia ha excluido expresamente la posibilidad de que una Directiva pueda generar obligaciones para los particulares tanto frente al Estado ("*efecto directo vertical inverso*"), como frente a otros particulares ("*efecto directo horizontal*"). La sentencia de 5 de abril de 1979, *Ministerio Publicco v. Ratti* (asunto 148/78) afirma que el Estado miembro que no ha adoptado en los plazos previstos las medidas de ejecución impuestas por la directiva, no puede oponer a los particulares su propio incumplimiento de las obligaciones que ésta establece. La sentencia de 26 de febrero de 1986, *Marshall v. Southampton an SW Hampshire Areal Health Authority* (asunto 152/84) subraya que el carácter obligatorio de una Directiva sobre el que se basa la posibilidad de invocar ésta ante un órgano jurisdiccional, sólo existe respecto a todo estado miembro destinatario, de donde se deduce que una Directiva no puede, por sí sola, crear obligaciones a cargo de los particulares. Por consiguiente, no puede ser invocada frente a éstos, en su calidad de tal<sup>611</sup>.

### 6.3. El efecto horizontal indirecto

Sin abandonar formalmente la doctrina anterior, el Tribunal de Justicia ha abierto con posterioridad una vía indirecta a través de la cual las previsiones de una Directiva no incorporada puede proyectarse sobre las relaciones entre particulares. Esta orientación se fundamenta en la obligación que incumbe a los órganos jurisdiccionales de los Estados miembros de interpretar su derecho nacional de conformidad con las normas comunitarias, con independencia de que sean o no directamente aplicables. A través del expediente de la interpretación conforme se reconocer un cierto grado de invocabilidad de las directivas ante las jurisdicciones nacionales. En la sentencia de 10 de abril de 1984, *Von Colson y Kaman v. Land Nordrhein-Westfalen* (asunto 14/84) el Tribunal de Justicia ya había afirmado que corresponde al juez nacional "*dar a la Ley adoptada para la aplicación de la directiva, en todo lo que su derecho le concede un margen de apreciación, una interpretación y una aplicación conforme a las exigencias del derecho comunitario*". Una formulación aún más explícita de este principio aparece en la sentencia de 13 de noviembre de 1990, *Marleasing v. La comercial internacional de alimentación S.A.* (asunto C-106/89). El Tribunal se enfrentaba aquí a un problema de derecho de sociedades: la eficacia que debía reconocerse a las disposiciones de la Directiva 68/151/CEE sobre la nulidad de las sociedades en un momento en el que el Reino de España todavía no había procedido a su incorporación al derecho interno<sup>612</sup>.

---

*la interpretación de las Directivas de Sociedades*, RdS, nº 22 (2004), pp. 328 y 329; A. SANTA MARÍA, *ob. cit.* p. 130.

<sup>611</sup> J. V. LOUIS, *ob. cit.* p. 162; J. A. GARCÍA CRUCES, *ob. cit.* p. 356; D. CHALMERS, G. DAVIES y G. MONTI, *ob. cit.* pp. 288 a 290.

<sup>612</sup> J. A. GARCÍA CRUCES, *ob. cit.* pp. 344 y ss.; D. VAZQUEZ ALBERT y J. ARESTÉ GONZÁLEZ, *ob. cit.* pp. 1052; A. SANTA MARÍA, *ob. cit.* p. 135; 7 D. CHALMERS, G. DAVIES y G. MONTI, *ob. cit.* pp. 295 y 296.

El origen de esta sentencia se encuentra en una cuestión prejudicial planteada en el año 1989 por el juez de Primera Instancia e Instrucción nº 1 de Oviedo, a la vista de la demanda interpuesta por la compañía Marleasing S.A. en la que se solicitaba la declaración judicial de la nulidad de una sociedad anónima -La Comercial Internacional de Alimentación S.A.- por falta de causa del convenio fundacional. Según alegaba la demandante, se trataba de un contrato simulado y celebrado en fraude de acreedores. Esta pretensión resultaba perfectamente congruente dentro del marco legislativo en aquél momento vigente en España. A falta de un tratamiento específico en la Ley de 1951, los diversos problemas que planteaba la nulidad del negocio jurídico constitutivo de la sociedad anónima debían resolverse mediante la aplicación de las disposiciones generales del Código Civil en materia de nulidad contractual<sup>613</sup>. En el caso debatido, la remisión a las disposiciones del derecho común (artículo 2 C. Com.) hubiera debido determinar la aplicación de las disposiciones que sancionan la nulidad de los contratos sin causa o con causa ilícita (artículo 126y 1275 C.C.) así como la retroactividad de los efectos de la correspondiente declaración judicial (artículo 1303 C. C.). Resultaba patente la enorme divergencia entre el régimen del Código Civil español y el de la norma comunitaria. Como hemos visto, ésta última excluye la retroactividad de la declaración judicial de nulidad (artículo 12.1 y 3) y sólo permite que los Tribunales pudieran declarar la nulidad en una serie de supuestos tasados (artículo 11.2) entre los que no se encontraba la falta o la ilicitud de la causa<sup>614</sup>.

El Tribunal de Justicia reitera (en los mismos términos de la sentencia Marshall) su doctrina anterior sobre la inexistencia de efecto directo horizontal. En consecuencia, entiende que la Directiva 68/151/CEE no es directamente aplicable, al tratarse de un litigio entablado entre particulares. Sin embargo, añade a continuación que la obligación de los Estados miembros de alcanzar el resultado previsto en la Directiva, así como su deber (conforme al artículo 5 TCE) de adoptar todas las medidas generales y particulares apropiadas para asegurar el cumplimiento de dicha obligación, *"se imponen a todas las autoridades de los Estados miembros, con inclusión, en el marco de sus competencias, de las autoridades judiciales"*. De esta forma, *"al aplicar el derecho nacional, ya sea disposiciones anteriores o posteriores a la Directiva, el órgano jurisdiccional nacional que debe interpretarla está obligado a hacer todo lo posible, a la luz de la letra y finalidad de la Directiva, para, al ejecutar dicha interpretación, alcanzar el resultado a que se refiere la Directiva y, de esta forma, atenerse al párrafo tercero del artículo 189 TCEE"*. A través de este razonamiento, el Tribunal llega a la conclusión de que, en el caso debatido, la obligación de interpretación del derecho interno de conformidad con la normativa comunitaria *"impide interpretar las disposiciones del Derecho nacional sobre sociedades anónimas de manera tal que pueda declararse la nulidad de una sociedad anónima por motivos distintos de los que se enumeran en el artículo 11 de la Directiva de referencia"*.

La sentencia Marleasing fue valorada como una ruptura de cierta consideración con respecto a la línea jurisprudencial anterior, en la medida en que conducía a

---

<sup>613</sup> J. GARRIGUES y R. URÍA, *Comentario....*, Tomo I, p. 179.

<sup>614</sup> Véase, *infra*, pp 136 y 137.

un reconocimiento implícito del efecto directo en las relaciones horizontales<sup>615</sup>, o, expresado de otra forma, a un “efecto indirecto” de la Directiva sobre las relaciones entre particulares<sup>616</sup>. En decisiones posteriores el Tribunal de Justicia de la Unión Europea ha reiterado la obligación de los órganos jurisdiccionales de los Estados miembros de interpretar el derecho nacional a la luz de la Directiva. Sin embargo, ha establecido una serie de limitaciones al alcance de esta doctrina<sup>617</sup>. En primer lugar, se aparta de la técnica utilizada en la sentencia *Marleasing*, que constituye el único fallo en el que el Tribunal de Justicia, en el marco de una cuestión prejudicial, ha impuesto una determinada interpretación del derecho nacional. En sentencias posteriores se ha limitado a determinar la correcta interpretación del Derecho comunitario, dejando a la instancia nacional la correspondiente valoración sobre su propio ordenamiento jurídico. En segundo lugar, ha contemplado expresamente la posibilidad de que no pueda obtenerse el resultado exigido por la Directiva mediante el expediente de la interpretación conforme<sup>618</sup>.

En definitiva, que la doctrina de la interpretación conforme no comporta una sustitución automática de la norma interna incompatible con la correlativa de la Directiva. Este efecto sigue limitado al ámbito de las relaciones verticales. En el terreno de las relaciones horizontales, la eficacia de la Directiva se limita a forzar “en la medida de lo posible”, una reinterpretación o una interpretación correctora de la correspondiente disposición de la legislación nacional. Este planteamiento encaja perfectamente dentro de los parámetros del Derecho español. No cabe duda de que la Directiva integra los “antecedentes históricos y legislativos” de la norma de trasposición, y en consecuencia delimita uno de los criterios de interpretación que la Ley impone al intérprete (artículo 3,1 C.C.). Sin embargo, si la conciliación entre el Derecho nacional y el comunitario se hace imposible (como, en último término acabaron entendiendo los tribunales

---

<sup>615</sup> Maria Pilar BELLO MARTÍN CRESPO, *Las Directivas como criterio de interpretación del Derecho nacional (especial consideración de la jurisprudencia del Tribunal Supremo en la aplicación de normas de Derecho Mercantil*, Madrid (1999), pp. 82 y ss.

<sup>616</sup> D. CHALMERS, G. DAVIES y G. MONTI, *ob. cit.*, p. 294.

<sup>617</sup> M. P. BELLO, *ob. cit.*, pp. 83, 89 y 109; A. SANTA MARÍA, *ob. cit.* p. 136 y 137.

<sup>618</sup> Responden a esta línea más restrictiva las sentencias de 16 de diciembre de 1993, *Wagner Miret v. Fondo de Garantía salarial* (asunto 334/92), en la que la cuestión prejudicial planteada tenía por objeto determinar si la legislación española que excluía al personal de alta dirección del sistema de garantía proporcionado por el FOGASA se adecuaba o no a la Directiva 80/987/CEE sobre protección de los trabajadores en caso de insolvencia del empresario; la de 14 de julio de 1994, *Faccini Dori v. Recreb srl* (asunto c-91/92), que resuelve una cuestión prejudicial planteada por un juez italiano sobre la interpretación de la Directiva 85/577/CEE, relativa a la protección de los consumidores en el caso de los contratos negociados fuera de los establecimientos mercantiles; en la de 7 de diciembre de 1995, *Luigi Spano v. Fiat Geotech SpA and Fiat Hitachi Excavators SpA* (asunto c-472/93), en la que se planteaba la conformidad de la norma nacional de trasposición con la Directiva 77/187/CEE sobre mantenimiento de los derechos de los trabajadores en el caso de cesión de empresa, y en la de 7 de marzo de 1996, *El Corte Inglés S.A. v. Cristina Blázquez Rivero* (asunto c-193/94), que había tenido su origen en una cuestión prejudicial planteada por el Juez de primera instancia nº 10 de Sevilla, ante la falta de incorporación al Derecho interno español de la Directiva 87/102/CEE sobre crédito al consumo, que reconocía al consumidor la facultad de reclamar a la entidad que había financiado la adquisición en caso de los bienes o servicios adquiridos resultaran defectuosos.

nacionales que habían planteado la cuestión prejudicial en los asuntos Wagner Miret, Faccini Dori y El Corte Inglés/Cristina Blázquez), de debe descartar la aplicación de la correspondiente norma de la Directiva. En este caso, sólo quedará a disposición del particular el ejercicio de una acción de indemnización de daños y perjuicios frente al Estado incumplidor<sup>619</sup>.

## 6.4. Conclusión

No cabe duda de que las Directivas comunitarias han condicionado la evolución del derecho de sociedades en Europa durante los últimos cuarenta años. Es discutible, sin embargo, el grado de armonización entre las legislaciones internas efectivamente alcanzado<sup>620</sup>. Las limitaciones del proceso derivan en parte del propio instrumento utilizado por el legislador comunitario. Es inevitable que la trasposición de las Directivas se realice a partir de las categorías conocidas y la tradición propia de cada una de las legislaciones nacionales. Especialmente en una materia tan técnica como la regulación de las sociedades mercantiles. Al respecto, se ha llegado a afirmar que las disposiciones de la Directiva pueden llegar a significar cosas distintas en función de la formación y la cultura jurídica en la que se desenvuelva el intérprete<sup>621</sup>. Como tendremos ocasión de examinar en el Capítulo siguiente en relación al derecho interno español, no cabe duda de que la trasposición de la Directiva estuvo condicionada por el marco general del derecho de sociedades de capital preexistente.

En este contexto el principio de interpretación conforme o de eficacia horizontal indirecta desempeña –con todas sus limitaciones– un papel importante en relación al tema que nos ocupa. La extrema complejidad de las normas relativas al capital social confieren un especial valor a los antecedentes normativos y a la existencia de un criterio de interpretación privilegiada. Los supuestos de falta o de incorrecta incorporación de la Directiva, sin ser del todo desconocidos, no son excesivamente frecuentes (al menos, desde la perspectiva del Derecho español de sociedades). Por este motivo, la sola consideración de la regla de derecho interno puede ofrecer una visión insuficiente o incompleta. En la Unión Europea, a día de hoy, el derecho de sociedades presenta un sistema de fuentes extraordinariamente complejo. En ocasiones, la norma aplicable estará integrada por elementos procedentes de

---

<sup>619</sup> D. CHALMERS, G. DAVIES y G. MONTI, *ob. cit.*, pp. 301 y ss.

<sup>620</sup> Un análisis muy detallado de esta cuestión puede verse en Gian Franco CAMPOBASSO (Dir.), *Armonie e Disarmonie nel Diritto Comunitario delle società di capitali*, Milano (2003).

<sup>621</sup> Luca ENRIQUES, *EC Company Law Directives and Regulations: How Trivial are they?* (2004), pp. 20 a 23 [disponible en [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).] En buena medida los problemas son lingüísticos, puesto que difícilmente una traducción va a poder reflejar con precisión todos los matices del texto original. A título de ejemplo, apunta T. BACHNER. *ob. cit.*, pp. 97 a 99, la distinta significación que, en los respectivos países, pueden tener dos expresiones, aparentemente equivalentes, como son el término inglés “*capital maintenance*” y el alemán, “*Kapitalerhaltung*”.

dos bloques normativos, que el intérprete deberá tomar en consideración conjuntamente: el procedente de la directiva (que determina un criterio privilegiado de interpretación) y el que resulta de la norma de derecho interno (de la que derivan directamente derechos y obligaciones para los particulares).



## CAPITULO IV

# LA INCORPORACIÓN DE LA DIRECTIVA 77/91/CEE AL DERECHO INTERNO: LAS OPCIONES DEL LEGISLADOR ESPAÑOL

## 1. La incorporación de las Directivas y la reforma del Derecho de sociedades

La Ley de sociedades anónimas de 1951 había representado un extraordinario avance en la evolución del derecho de sociedades español. En palabras de la Exposición de Motivos de la Ley de Sociedades de capital, se trataba de un texto *“de notable perfección técnica para la época en que fue promulgada”*. Sin embargo, el extraordinario proceso de transformación que experimentó la economía española en la segunda mitad del siglo pasado pronto puso de relieve sus insuficiencias y limitaciones. Los intentos de llevar a cabo una reforma de alcance general (como el Anterproyecto de Ley de Sociedades Anónimas de 1979) quedaron en suspenso durante las negociaciones que culminaron con la integración del Reino de España en las Comunidades Europeas<sup>622</sup>. El Tratado de Adhesión fue firmado el 12 de junio de 1985, para entrar en vigor el 1 de enero de 1986, y no contemplaba ningún plazo transitorio para la incorporación al Derecho interno del acervo de legislación comunitaria relativa a las de sociedades mercantiles. A pesar de ello, la adaptación de la legislación mercantil española se llevó a cabo de una forma bastante pausada. El ciclo de las reformas asociadas a la incorporación de las Directivas vigentes en el momento de la integración se prolongará prácticamente durante una década.

El proceso se inicia en el año 1988 con dos disposiciones legales de contenido muy concreto<sup>623</sup>. La mayor parte de la adecuación a la normativa comunitaria se llevó a cabo mediante la Ley 19/1989, de 25 de julio, de reforma parcial y adaptación de la legislación mercantil a las Directivas de la Comunidad

---

<sup>622</sup> Al respecto, véase, José GIRON TENA, *El Derecho español ante el Derecho Comunitario de sociedades*, CDC, nº 5 (1989), pp. 7 y ss.

<sup>623</sup> Mediante la Ley 19/1988, de 12 de julio, de auditoria de cuentas, se incorpora al Derecho interno la Directiva 84/253/CEE. La auditoria de cuentas se define como *“la actividad consistente en la revisión y verificación de documentos contables”* siempre que tenga por objeto *“la emisión de un informe que pueda tener efectos frente a tercero”* (artículo 1.2). La Ley apuntaba a la inminente superación del viejo sistema de revisión de las cuentas por un órgano interno de la sociedad (los accionistas censores de cuentas, de conformidad con el artículo 108 LSA 1951). A su vez el contenido de la Ley 24/1988, de 24 de julio, del mercado de valores, no se limitó a la *“regulación de los mercados primarios y secundarios de valores”* (tal como proclamaba el artículo 1 en su redacción original), sino que incide directamente en el estatuto de los valores negociables y, entre ellos, lógicamente, las acciones emitidas por las sociedades anónimas. Entre otras novedades, permitió su representación mediante anotaciones en cuenta (artículos 5 y ss.).

Económica Europea en materia de sociedades<sup>624</sup>. La Ley 19/1989 modificó las disposiciones del Código de Comercio relativas al Registro Mercantil, a la contabilidad de los empresarios y al régimen de la sociedad comanditaria por acciones. Asimismo, dio una nueva redacción a la mayor parte de los preceptos de la Ley de sociedades anónimas de 1951. En cambio, la correlativa reforma de la Ley de sociedades de responsabilidad limitada de 1953 tuvo un alcance mucho más modesto. Además, se realizó en buena medida mediante una técnica de remisiones en bloque al régimen de las sociedades por acciones, que dio lugar a dudas y dificultades en la práctica. La Ley facultaba al gobierno para la aprobación de un Texto Refundido de la Ley de sociedades anónimas (*“con autorización expresa para regularizar, aclarar y armonizar los textos legales objeto de refundición”*, tal como indicaba la Disposición Final Primera). El Texto Refundido [en adelante TRLSA] fue aprobado por el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, seguido a los pocos días por un nuevo Reglamento del Registro Mercantil, aprobado por Real Decreto 1597/1989, de 29 de diciembre. La última etapa está representada por la Ley 2/1995, de 23 de marzo, de sociedades de responsabilidad limitada<sup>625</sup> y la subsiguiente modificación del Reglamento del Registro Mercantil en virtud del Real Decreto 1784/1996, de 19 de julio.

La reforma se plantea inicialmente como una puesta al día del régimen legal de la sociedad anónima. Este era el punto de partida lógico dado que, en aquél momento, la anónima era la forma social predominante en nuestro país<sup>626</sup>. La adecuación a la Directiva 77/91/CEE no presentaba grandes dificultades desde la perspectiva del Derecho español, cuyo contenido coincidía, en lo sustancial, con los elementos básicos del estatuto del capital que ya estaban presentes en la Ley de 1951. Las nuevas disposiciones no venían a ser el desarrollo o la actualización de figuras o principios bien conocidos. Sólo la figura del capital mínimo puede considerarse como una verdadera innovación en nuestro sistema legal. Sin embargo, el efecto disuasorio de esta última exigencia, el mayor rigor de las reglas relativas a la integración del capital y la supresión del límite máximo anteriormente establecido para las sociedades de responsabilidad limitada<sup>627</sup>, contribuyeron al desarrollo de una tendencia

---

<sup>624</sup> Sobre la génesis y el contenido de la misma, Aurelio MENÉNDEZ, *El Anteproyecto de Ley de reforma parcial y de adaptación de la legislación mercantil a las directivas de la CEE en materia de sociedades*, en Angel ROJO (Dir.), *La reforma de la Ley de sociedades anónimas*, Madrid (1987), pp. 13 y ss.

<sup>625</sup> En virtud de la Ley 2/1995 se incorporan al Derecho interno la Directiva 92/101/CEE, de 23 de noviembre de 1992 por la que se modifica el régimen de la Directiva 77/91/CEE en relación a la autocartera indirecta y la Directiva 89/667/CEE del Consejo, de 21 de diciembre de 1989, Duodécima Directiva en materia de Derecho de sociedades, relativa a las sociedades de responsabilidad limitada de socio único.

<sup>626</sup> Véase, *infra*, pp. 8 y 9.

<sup>627</sup> Como vimos, en el régimen anterior, las sociedades de responsabilidad limitada estaban sujetas a un régimen de capital máximo, inicialmente de cinco millones de pesetas y establecido en 1968 en cincuenta millones (artículo 4 LSA de 1951 y artículo 3 LSRL 1953). Sobre las consecuencias de la eliminación de este límite, Manuel OLIVENCIA RUIZ y Pablo Luis NÚÑEZ LOZANO, en R. URÍA, A. MENÉNDEZ y M. OLIVENCIA, *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, Tomo III, *Disposiciones generales de la Ley de*

aparentemente no prevista por el legislador. La entrada en vigor de las nuevas disposiciones legales produjo un cambio radical en la preferencia de los empresarios en relación a los tipos sociales. En un periodo de tiempo muy breve, la sociedad de responsabilidad limitada pasará a ser, de forma abrumadora, la forma social predominante. A su vez, la anónima queda reducida, desde el punto de vista numérico, a una posición marginal<sup>628</sup>.

La insuficiencia de la primera reforma hizo necesario abordar una nueva modificación en profundidad del régimen de las sociedades limitadas. La Ley 2/1995, de 23 de marzo, de sociedades de responsabilidad limitada [en adelante LSRL] también responde al esquema de la sociedad de capitales, aunque con características particulares. La disciplina del capital social se adecua aquí al carácter cerrado del tipo social y la opción del legislador por un régimen más flexible de funcionamiento, tiene como contrapartida que la tutela de socios y acreedores se articule “...a través de un régimen sustantivo más riguroso en defensa del capital social...” (Exposición de Motivos LSRL, II, último párrafo). Por este motivo cabría identificar, en realidad, en nuestro derecho un doble régimen del capital social: el que es resultado de la incorporación de la Directiva 77/91/CEE, aplicable a las sociedades anónimas y comanditarias por acciones y la regulación diferenciada introducida en 1995 para las sociedades de responsabilidad limitada.

Las disposiciones contenidas en el TRLSA y la LSRL, junto con las previsiones del Código de Comercio sobre la sociedad comanditaria por acciones y las de la Ley del Mercado de Valores en relación a la sociedad anónima cotizada han quedado integradas, a día de hoy, en el Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por Real Decreto Legislativo 1/2010 de 10 de julio [en adelante LSC]. De esta forma se supera (en el plano formal) la regulación separada de las formas o tipos sociales que usualmente ya venían siendo designados con la genérica expresión de “*sociedades de capital*”. A su vez, esta última, “*al ascender al título de la Ley, alcanza rango definidor*” (Exposición de Motivos, I LSC). La refundición no se ha limitado a una mera yuxtaposición de artículos, dado que el encargo al Gobierno (en virtud de la Disposición Adicional 7ª de la Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles), comprendía la facultad de regularizar, aclarar y armonizar los textos legales anteriores. Los términos de la habilitación se han entendido en un sentido amplio (Exposición de Motivos, II LSC), por lo que son bastantes numerosas las innovaciones que cabe reseñar

---

*Sociedades Anónimas*, volumen 1º,a), *Capital mínimo, nacionalidad y domicilio de la sociedad anónima*, Madrid (2007), pp. 265 y 266.

<sup>628</sup> La doctrina de la época también reflejaba una cierta incertidumbre sobre el desarrollo en el futuro del sistema de relaciones entre los tipos sociales. Véase, José María GONDRA ROMERO, *La posición de la sociedad limitada en el marco de la reforma del Derecho de Sociedades*, en *La reforma del Derecho español de sociedades de capital (Reforma y adaptación de la legislación mercantil a la normativa comunitaria en materia de sociedades)*, VV.AA., Madrid (1987), pp. 916 y 917; José Manuel OTERO LASTRES, *Sociedad anónima y sociedad de responsabilidad limitada*, en A. ROJO (Dir), *La reforma...*, p. 415; Víctor M. GARRIDO DE PALMA, *Las sociedades de capital conforme a la nueva legislación*, Madrid (1991), pp. 49 a 53. Con una mayor perspectiva temporal, M. OLIVENCIA RUIZ y P. L. NÚÑEZ LOZANO, *ob. cit.*, pp. 267 y 268.

en la nueva Ley de Sociedades de Capital frente al derecho anterior. Las opciones de política legislativa adoptadas en 1989 y 1995 se han mantenido, sin embargo, en sus líneas fundamentales.

## 2. El estatuto del capital en la sociedad anónima

### 2.1. El capital en la constitución de la sociedad anónima

En lo que se refiere estrictamente al proceso de constitución de la sociedad anónima, el planteamiento tradicional del Derecho español no estaba demasiado alejado de las exigencias de las Directivas 68/151/CEE y 77/91/CEE<sup>629</sup>. En ninguna de las dos Directivas se contempla la necesidad de requisitos formales específicos en relación al acto constitutivo de la sociedad anónima. Sólo se prevé su documentación en escritura pública en caso de inexistencia de un control preventivo de la constitución (artículo 10 en la redacción original de la Directiva 68/151/CEE y artículo 11 en la versión consolidada de 2009). En cuanto al valor de la inscripción, se inserta dentro de las medidas de “*publicidad obligatoria*” (artículo 2.1,a en la redacción original y artículo 2,a en la versión consolidada). En consecuencia, no suscitaba dificultad alguna el mantenimiento de la solución tradicional en nuestro Derecho, con arreglo a la cual la sociedad anónima se constituye mediante escritura pública, adquiriendo su personalidad jurídica como consecuencia de la inscripción en el Registro Mercantil (artículo 7.1,I TRLSA; artículos 20 y 33 LSC).

Sí constituía, por el contrario, una novedad en nuestro Derecho la tipificación de las causas de nulidad (de acuerdo con las exigencias del artículo 11 de la Directiva 68/151/CEE, artículo 12 en la versión consolidada). Entre éstas se incluyen la omisión de la preceptiva referencia a las aportaciones de los socios (en la escritura fundacional), a la cifra del capital social (en los estatutos), o el no haberse realizado el desembolso mínimo previsto en la Ley (artículo 34.1,b TRLSA; artículo 56.1,c, f y g LSC). Todas ellas se sitúan en un esquema más amplio, que responde a la idea de que la omisión de menciones esenciales impide a la sociedad operar en el tráfico<sup>630</sup>. Entre éstas ocupa un lugar singularmente relevante las relativas al capital social, que aparece como el elemento configurador del tipo más relevante. De acuerdo con las exigencias de la Directiva la nueva regulación responde a un doble principio: la enumeración taxativa de las causas de nulidad (artículo 34.1, primer inciso TRLSA y 56.1, primer inciso LSC) y la protección de los terceros frente a sus efectos (artículos 35 TRLSA y 57 LSC)<sup>631</sup>.

---

<sup>629</sup> R. GARCÍA VILLAVERDE, *ob. cit.*, pp. 222 y 226; Fernando MARTINEZ SANZ, *Constitución e invalidez de las sociedades de capital*, Noticias de la Unión Europea, nº 151 (1997), p. 11.

<sup>630</sup> Guillermo J. JIMÉNEZ SÁNCHEZ y Alberto DÍAZ MORENO, en R. URÍA, A. MENÉNDEZ y M. OLIVENCIA, *Comentario...*, Tomo III, *Fundación de la sociedad anónima*, volumen 2º, *Nulidad de la sociedad* (1995), pp. 75 y 76; F. MARTINEZ SANZ, *ob. cit.*, p. 25.

<sup>631</sup> José Manuel EMBID IRUJO, *La validez de las obligaciones sociales*, en A. ROJO (Dir.), *La reforma...*, p. 65.; Fernando SANCHEZ CALERO, *La sociedad nula*, en VV.AA. *Derecho de*

De la misma forma, siguiendo la pauta del Derecho anterior, se da cumplimiento a la exigencia de la indicación de la forma social en la denominación (artículo 1.1,II Directiva 77/91/CEE; artículo 2 TRLSA; artículo 6.2 LSC). Se regula tanto la fundación simultánea como la fundación sucesiva (artículo 3,f de la Directiva 77/91/CEE; artículos 14 y 18 TRLSA; artículo 19.2 LSC). Se determinan –ahora con un mayor grado de detalle- las menciones mínimas de la escritura de constitución (artículo 2 de la Directiva 77/91/CEE; artículo 8 TRLSA; artículo 22 LSC) y de como los Estatutos (artículo 3 Directiva; artículo 9 TRLSA; artículo 23 LSC). Entre las menciones en la escritura se incluye la relativa a la cuantía, al menos aproximada, de los gastos de constitución (artículos 3,j de la Directiva, 8,e TRLSA y 22.3 LSC). Inicialmente no se alteró el criterio tradicional de nuestro derecho que exigía la concurrencia de una pluralidad de fundadores (artículos 10 LSA 1951 y 14.1 TRLSA), si bien no se contemplaba como causa de disolución la reunión de todas las participaciones en una sola mano o la reducción del número de socios por debajo del número legal (de conformidad con lo previsto en el artículo 5 de la Directiva)<sup>632</sup>. Esta situación se mantuvo hasta la incorporación de la Directiva 89/667/CEE en 1995. Por este motivo, en la actualidad y con mejor técnica jurídica que sus antecedentes, se indica que las sociedades de capital “...se constituyen por contrato entre dos o mas personas o, en caso de sociedades unipersonales, por acto unilateral” (artículo 19.1 LSC).

## 2.2. La configuración formal del capital y las acciones

A pesar de las opciones que al efecto ofrece la Directiva 77/91/CEE, el legislador español también se mantuvo en este punto fiel al planteamiento del derecho anterior. El modelo que se adopta es el del capital fijo, caracterizado por la necesidad de la íntegra suscripción (artículos 12 TRLSA y 21 y 79 LSC) y por su determinación en los estatutos sociales (artículos 9,f y g TRLSA y 32,d LSC). En consecuencia, la emisión de nuevas acciones y la amortización de las anteriormente emitidas implica necesariamente la modificación de los estatutos sociales, que habrá de ser acordada por la Junta general (artículos 144, 151 y 163 TRLSA y, con mayor claridad aún, artículos 285, 296 y 318 LSC), sin otra excepción que la derivada del llamado capital autorizado (artículos 153.1,b TRLSA y 297.1,b LSC). A su vez, cifra de capital ha de corresponder exactamente con valor nominal de las acciones. Por este motivos, cualquier alteración de la cifra de capital habrá de proyectarse sobre el número o el valor nominal de las acciones previamente emitidas y, correlativamente, la emisión o amortización de acciones afectará a la cifra de capital (artículos 151.1 y 163.2 TRLSA, 295.1 y 317.2 LSC).

---

*Sociedades Anónimas*, Tomo I, Madrid (1991), pp. 1014 y 1016; F. MARTINEZ SANZ, *ob. cit.*, p. 25.

<sup>632</sup> Siguiendo, de nuevo, el precedente de la LSA de 1951, cuya Exposición de Motivos afirmaba que la Ley “...rindiendo tributo a realidades que no pueden desconocerse [no] considera causa de disolución la reunión de todas las acciones en una sola mano...” (epígrafe VIII).

No se contemplan figuras que carecían de antecedentes en nuestra práctica societaria como las acciones sin valor nominal<sup>633</sup>, aun cuando esta figura tiene, como vimos, un alcance bastante limitado en el sistema de la Directiva<sup>634</sup>. La estructura de capital (cifra de capital y número y clase de las acciones emitidas) es accesible a cualquier interesado a través de la consulta del Registro (artículos 22.2 C. Com. y 94.1,1º y 2º RRM). El significado y la función que debe reconocerse a la configuración formal del capital coincide plenamente con el planteamiento del legislador comunitario, en los términos que anteriormente tuvimos ocasión de examinar<sup>635</sup>.

## 2.3. El capital social mínimo

### 2.3.1. La cuantía y la naturaleza del capital mínimo

El capital mínimo de las sociedades anónimas quedó fijado en 1989 en la suma de diez millones de pesetas (artículo 4 TRLSA). Tras la Ley 46/1998, de 17 de diciembre, sobre introducción del euro, y por aplicación de los criterios de conversión, la cifra correspondiente resultaba ser 60.101 euros. Es decir, algo más del doble de los 25.000 euros exigido por la Directiva 77/91/CEE (artículo 6.1,1). La Ley de sociedades de capital ha realizado un pequeño redondeo a la baja que evita los inconvenientes prácticos del excesivo fraccionamiento de la cifra de capital y de las acciones. Establece al efecto que *“el capital de la sociedad anónima no podrá ser inferior a sesenta mil euros y se expresará precisamente en esta moneda”* (artículo 4.2)<sup>636</sup>.

No se trata, al igual que en la Directiva, de un requisito fundacional, sino un elemento configurador del tipo<sup>637</sup>. No cabe ni el nacimiento ni la subsistencia de una sociedad anónima con un capital estatutario inferior al mínimo legal. En la Ley 19/1989 y el TRLSA esta idea se expresaba a través de una disposición de derecho transitorio (situada en la Disposición Transitoria 1ª de cada uno de estos dos cuerpos legales), por referencia al momento de su entrada en vigor. En la LSC aparece, en cambio, como una regla sustantiva, con arreglo al cual,

---

<sup>633</sup> Ignacio QUINTANA, *El capital social*, en A. ROJO (Dir.), *La reforma....*, p. 113.

<sup>634</sup> Véase, *infra*, pp. 149 a 152.

<sup>635</sup> Véase, *infra*, pp. 146 y 147.

<sup>636</sup> En los veinte años transcurridos desde la entrada en vigor del TRLSA la cuantía del capital mínimo no ha sido objeto de actualización. En consecuencia, el significado real y efectivo de este requisito ha experimentado una progresiva degradación como consecuencia del proceso de depreciación monetaria. El incremento del IPC en el periodo comprendido entre el 1 de enero de 1990 y el 31 de diciembre de 2010 se sitúa en un 99,83%, según los datos oficiales del Instituto Nacional de Estadística. El capital mínimo exigido a día de hoy para las sociedades anónimas equivale, por tanto, a 30.000 euros de 1989.

<sup>637</sup> Véase, *infra*, pp. 142 y 143.

*“no se autorizarán escrituras de constitución de sociedad de capital que tengan una cifra de capital social inferior al legalmente establecido, ni escrituras de modificación del capital que lo dejen reducido por debajo de dicha cifra, salvo que sea consecuencia del cumplimiento de una Ley”* (artículo 5, bajo el enunciado *“prohibición de capital inferior al mínimo legal”*)

La exigencia del capital mínimo se extendió, en consecuencia, a las sociedades anónimas constituidas con anterioridad al 1 de enero de 1990 (fecha de entrada en vigor de las nuevas disposiciones legales, de conformidad con la DF 3ª de la Ley 18/1989). A éstas últimas se les concedió un plazo, que terminaba el 31 de diciembre de 1995, para la adecuación de su cifra de capital. En su defecto, quedaban disueltas de pleno derecho (Disposición Transitoria 6ª, 2 TRLSA)<sup>638</sup>. De la misma forma, el TRLSA introdujo, en sede de reducción de capital, una regla prohibitiva de los acuerdos sociales que lo dejaran establecido en una cifra inferior al mínimo legal. Al mismo tiempo, esta última circunstancia se configura como una causa específica de disolución. La finalidad perseguida resulta clara en ambos casos. No obstante, la articulación entre ambas medidas suscitó una serie de problemas de técnica jurídica que no habían sido resueltos de forma completamente satisfactoria por el legislador.

### 2.3.2. La reducción por debajo del mínimo legal y la disolución de la sociedad

El tratamiento de la primera de las cuestiones indicadas se resuelve mediante el juego combinado de varias previsiones legales. El acuerdo de reducción del capital social *“por debajo de la cifra mínima legal sólo podrá adoptarse cuando simultáneamente se acuerde la transformación o el aumento de su capital hasta una cantidad igual o superior a la mencionada cifra mínima”* (artículos 169.1,I TRLSA y 343.1 LSC). En todo caso, la eficacia del acuerdo de reducción queda condicionada a la ejecución del aumento de capital (artículos 169.2 TRLSA y 344 LSC). De forma correlativa, la inscripción del acuerdo de reducción en el Registro Mercantil, *“no podrá practicarse a no ser que*

---

<sup>638</sup> Sobre los problemas a que dio lugar la adecuación de la cifra de capital, Heliodoro SÁNCHEZ RUS, *Aplicación práctica de la Disposición Transitoria 6ª, 2 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas*, RDM, nº 219 (1996). Se trataba de una disposición legal difícil de interpretar. Por una parte establecía que las sociedades que antes del 31 de diciembre de 1995 no hubieran presentado en el Registro mercantil *“el acuerdo de aumentar el capital hasta el mínimo legal, la suscripción total de las acciones emitidas y el desembolso de una cuarta parte, por lo menos, del valor de cada una de sus acciones”* quedarían *“disueltas de pleno derecho”*. Al mismo tiempo, el Registrador debía cancelar *“inmediatamente de oficio...los asientos correspondientes a la sociedad disuelta”*. Se trataba de dos medidas contradictorias, puesto que en el régimen general de las sociedades de capital la cancelación de los asientos no es consecuencia de la disolución, sino de la conclusión de la liquidación y la extinción de la personalidad jurídica. La DGRN entendió que, aun cuando la finalidad de la norma no era otra que la desaparición de las sociedades anónimas que no hubieran ampliado capital por encima del mínimo legal, no podía implicar la extinción inmediata de las mismas, sino únicamente la apertura del proceso de liquidación, encaminado a la conclusión de las relaciones jurídicas pendientes. Esta situación no resultaba incompatible con la eventual práctica de asientos posteriores compatibles con la finalidad liquidatoria, e, incluso con la reactivación (RR. de 4 de marzo, 29 de mayo y 26 de julio de 1996 y 20 de marzo de 1998).

*simultáneamente se presente a inscripción el acuerdo de transformación o aumento de capital, así como, en este último caso su ejecución”* (artículos 169.3 TRLSA y 345 LSC). Al mismo tiempo, se contemplaba como causa de disolución la *“reducción del capital social por debajo del mínimo legal”* (artículo 260.1,5º TRLSA). Esta última opera con independencia de la eventual disolución por pérdidas (artículo 260.1,4º TRLSA y 363.1,d LSC). La sociedad se disuelve aquí porque infringe una de las normas configuradoras del tipo social, al margen de cual pueda ser su situación patrimonial<sup>639</sup>. En una primera aproximación, parece que se trata de previsiones incompatibles, puesto que, o bien el acuerdo de reducción de capital es nulo, como contrario a la Ley (artículos 115.2 TRLSA y 204.2 LSC), o bien es válido pero constituye una causa legal de disolución (sujeta al complejo procedimiento de los artículos 260 y 262 TRLSA)<sup>640</sup>.

Una posible línea interpretativa hubiera sido entender, por analogía a lo previsto para la transformación, que cabía acordar la reducción por debajo del mínimo legal cuando ésta fuera acompañada o seguida del correspondiente acuerdo de disolución. E incluso, con mayor flexibilidad, que el acuerdo de disolución estaba implícito en el de reducción (tal como, en otro supuesto, prevé el artículo 161 RRM). En todo caso, la reducción y la disolución deberían inscribirse simultáneamente en el Registro Mercantil (esta es la solución podía fundamentarse en el régimen de la DT 6ª,2 TRLSA que vinculaba la insuficiencia del capital con la disolución de la sociedad). Sin embargo, prevaleció una interpretación más rigurosa, que daba preferencia a la regla que excluye la reducción del capital por debajo del mínimo legal y atribuía a la causa de disolución un carácter residual. Esta última sólo podría operar cuando a reducción no fuera consecuencia de una decisión de la sociedad sino que viniera impuesta por una circunstancia externa. Por ejemplo, cuando la reducción estuviera motivada por el ejercicio del derecho de separación (artículos 147 y 149 TRLSA y 346 y 358.1 LSC), o en el caso de amortización de acciones propias ordenado por el Juez (artículos 76.1,III y 78.2 TRLSA y 139.3, 145 y 147 LSC)<sup>641</sup>. En relación a esta última situación, se contemplaba

---

<sup>639</sup> Juan BATALLER, *La disolución*, en Ángel ROJO y Emilio M. BELTRÁN, *Disolución y liquidación de sociedades mercantiles*, Valencia (2009), p. 47. En pura teoría la distinción entre ambas causas de disolución no suscita dudas. En la práctica, hay que pensar que los problemas aparecerán en estrecha relación con situaciones de déficit patrimonial. Parece evidente que si la sociedad abocada a la reducción de capital -por motivos que, como veremos a continuación, pueden muy variados- dispone de un patrimonio neto positivo, sin duda, optará por capitalizar reservas en la medida suficiente en lugar de afrontar la disolución forzosa.

<sup>640</sup> Esta era una opinión bastante difundida en el momento inmediatamente posterior a la entrada en vigor de las nuevas disposiciones legales. Al respecto, Roberto BLANQUER UBEROS, *La disolución, la liquidación y la extinción de la sociedad*, AAMN, nº XXX, vol. I (1991), pp. 459, 469, 499 y 500; J. MASSAGUER, *El capital....*, p. 5581; Emilio BELTRÁN, *La disolución de la sociedad anónima*, Madrid (1991), p. 115; Rodrigo URÍA, Aurelio MENÉNDEZ y Emilio BELTRÁN en R. URÍA, A. MENÉNDEZ y M. OLIVENCIA, *Comentario....*, Tomo XI, *Disolución y Liquidación de la Sociedad Anónima*, Madrid (1992), pp. 44 y 45; Ignacio ARROYO MARTÍNEZ y Francisco MERCADAL VIDAL, *Artículo 4. Capital mínimo*, en Ignacio ARROYO, José Miguel EMBID y Carlos GÓRRIZ (coord.), *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas*, Volumen I, Madrid (2009), p. 73.

<sup>641</sup> A. ROJO y E. BELTRÁN, *El capital....*, pp. 158 y 159; E. BELTRÁN, *La disolución....*, p. 116; R. URÍA, A. MENÉNDEZ y E. BELTRÁN, *Comentario....*, pp. 45 y 46.

una solución específica a través de la técnica del cierre registral. Si como consecuencia de la resolución judicial “*el capital social resultara inferior al mínimo legal, el Registrador suspenderá la inscripción y extenderá nota de cierre provisional hasta que se presente en el Registro mercantil la escritura de transformación, de aumento de capital en la medida necesaria o de disolución*” (artículo 173.2 RRM).

Mayores dificultades suscitaban otros supuestos en los que, directa o indirectamente, la sociedad también podía venir obligada a amortizar acciones o a reducir el capital. Así sucedía en relación al socio que se encuentra en mora del pago de los desembolsos pendientes (los anteriormente llamados “*dividendos pasivos*”), cuando las acciones no puedan ser enajenadas (artículos 45.2,III TRLSA y 84.2,II LSC); en la amortización de las acciones propias adquiridas “*en contravención*” de las normas legales (artículos 76.1 y 78 TRLSA y 139.2, 145 y 147 LSC)<sup>642</sup>, y, sobre todo, en el caso de reducción obligatoria por pérdidas (artículo 163.1,II TRLSA y 327 LSC). Se ha dicho que, en todos ellos, la sociedad siempre podía acudir a otras medidas, por lo que la reducción tiene un cierto matiz de voluntariedad. Cabía apuntar, además, un argumento de carácter operativo. A diferencia de lo que sucede en los dos casos anteriormente reseñados, aquí era conocido, con anterioridad a la convocatoria de la Junta que ha de decidir sobre la reducción, el dato de si como consecuencia de la misma el capital quedaría o no establecido en una cuantía inferior al mínimo legal. En consecuencia, nada impedía dar materialmente cumplimiento a la regla legal que imponía la adopción simultánea del acuerdo de aumento o del de transformación<sup>643</sup>.

Sin embargo, en la mayoría de los casos las alternativas a la reducción tendrán un carácter más teórico que real. No siempre será posible proceder de forma efectiva contra el accionista moroso o encontrar un adquirente para sus acciones o para las que la sociedad tenga en autocartera. En el caso de pérdidas (sin duda, el supuesto más relevante) los únicos expedientes a disposición de la sociedad son la reintegración (bien de forma directa por los socios, bien a través de un aumento de capital), o la transformación. Por este motivo, una rigurosa incompatibilidad entre la reducción de capital por debajo el mínimo legal (incluso cuando ésta tenga, con distintos matices, carácter forzoso para la compañía) y la disolución de la sociedad puede llegar a introducir en el sistema, de forma indirecta, una consecuencia no prevista de forma explícita en la Ley. Esto es, la necesidad de realizar aportaciones adicionales para cubrir la cifra mínima de capital, con ocasión de diversas vicisitudes que pueden plantearse a lo largo de la vida de la compañía<sup>644</sup>. La

---

<sup>642</sup> Sobre el equívoco sentido de esta expresión, véase, *infra*, pp. xx y xx, y, *supra*, pp. xx y xx.

<sup>643</sup> E. BELTRÁN, *La disolución...*, p. 115; R. URÍA, A. MENÉNDEZ y E. BELTRÁN, *Comentario...*, p. 45.

<sup>644</sup> La transformación queda subordinada a que la sociedad cumpla con los requisitos propios de la forma social que pretende adoptar. No será posible acudir a esta vía si existen desembolsos pendientes del capital o la sociedad anónima hubiera emitido obligaciones u otros valores agrupados en emisiones (artículos 11 y 13 LME, en relación con el artículo 402 y la DA 1º LSC).

LSC ha alterado el planteamiento anterior al generalizar para todas las sociedades de capital la solución (algo más depurada técnicamente) que en su día había introducido la LSRL de 1995.

### 2.3.3. La inexistencia de un deber de reintegración

La nueva Ley distingue dos modalidades en la disolución que es consecuencia de la reducción del capital social por debajo del mínimo legal. En primer lugar, aquella en la que el acuerdo de reducción es *“consecuencia del cumplimiento de una Ley”*. En este caso la sociedad quedará disuelta *“por el transcurso de un año desde la adopción del acuerdo”*, siempre que *“no se hubiere inscrito en el Registro Mercantil la transformación o la disolución de la sociedad o el aumento de capital hasta una cantidad igual o superior al mínimo legal”* (360.1,b,I LSC). Transcurrido este plazo sin que se hubiera practicado la referida inscripción, *“los administradores responderán personal y solidariamente entre sí y con la sociedad de las deudas sociales”* (artículo 360.1,b,II LSC), y el Registrador *“de oficio o a instancia de cualquier interesado, hará constar la disolución de pleno derecho en la hoja abierta a la sociedad”*. Frente al esquema del TRLSA se ha flexibilizado el deber de conservación del capital mínimo, permitiendo su infracción temporal en determinados supuestos<sup>645</sup>. El acuerdo de reducción será, por tanto, válido e inscribible y la sociedad dispondrá de un plazo razonable para regularizar su situación. No se prevé, en cambio, con carácter general un efecto de cierre registral que sólo se producirá cuando la autoridad judicial ordene la amortización de las acciones en autocartera (artículo 173.2 RRM).

Los términos empleados por el legislador pueden suscitar alguna duda acerca de los supuestos de reducción que quedan sometidos a este régimen legal. De forma expresa se remite al mismo la reducción de capital que, sin acuerdo específico de la junta general, se produce con ocasión de la separación o exclusión de socios (artículo 358.1 y 2 LSC). En los demás casos habrá que estar a la cláusula general. La fórmula a la que, de forma reiterada, acude la LSC (que la reducción sea *“consecuencia del cumplimiento de una Ley”*: artículos 5, 360.1,b y 363.1,d) no exige estrictamente que se trate de una operación obligatoria para la sociedad. Al efecto, será suficiente con que ésta se realice en cumplimiento de una opción legal, aun cuando la sociedad disponga de vías alternativas a la reducción de capital<sup>646</sup>. Hay que entender, en consecuencia, que quedan comprendidos la amortización de las acciones del socio moroso (artículo 84.2,II LSC), la amortización de las acciones en autocartera (artículos 139.2, 145 y 147 LSC), y la reducción de capital por pérdidas que tenga carácter obligatorio (artículo 327 LCS). En ninguno de estos supuestos los accionistas vendrán obligados a realizar aportaciones adicionales a través de un aumento de capital. Aun cuando no fuera posible la

---

<sup>645</sup> Emilio BELTRÁN SÁNCHEZ, *Disolución y liquidación de la sociedad de responsabilidad limitada*, en Cándido PAZ-ARES (Coord.), *Tratado de la sociedad limitada*, Madrid (1997), p. 941.

<sup>646</sup> E. BELTRÁN, *Disolución y liquidación.....*, pp. 942 y 943.

transformación, siempre podrán acudir a la liquidación, ya sea ésta consecuencia de un acuerdo específico de disolución o del transcurso del plazo que marca la Ley. En este último supuesto, al tratarse de una disolución “*de pleno derecho*” no cabe la reactivación (artículo 370.1, último inciso LSC).

Un régimen completamente diferente se aplicará cuando la reducción de capital no se realice “*como consecuencia del cumplimiento de una Ley*”. Por ejemplo, cuando ésta tuviera por objeto la restitución de aportaciones o la compensación de pérdidas que no tenga carácter obligatorio. En este caso, la determinación de una cifra estatutaria de capital por debajo del mínimo legal, constituye, al igual que en el TRLSA, una causa de disolución ordinaria (artículo 363.1, e LSC). El esquema resultante no deja de presentar una notable complejidad. El acuerdo de reducción es nulo (artículos 204.1 y 343.1 LSC) y no tendrá acceso al Registro Mercantil (artículo 345 LSC). Obviamente, estas circunstancias patológicas no implican una dispensa de las medidas establecidas en interés de los acreedores (artículos 321 a 326 LSC en el caso de reducción por pérdidas; artículos 334 a 337 LSC si se pretende restituir aportaciones). El acuerdo social será susceptible de impugnación por socios, administradores “*y cualquier tercero que acredite un interés legítimo*” (artículo 206.1 LSC). Pero junto a la acción de impugnación (que presupone la continuidad de la sociedad), los socios, administradores y “*cualquier interesado*” (artículo 366.1 LSC), podrán hacer valer la causa de disolución (de conformidad con las reglas generales de los artículos 364 a 367 LSC), con la finalidad proceder a la liquidación de la compañía.

## 2.4. La integración del capital: las aportaciones

### 2.4.1. Reglas generales

La Ley de 1951 había asumido como principio fundamental el de que sólo cabe adquirir la condición de accionista a través de una aportación de naturaleza patrimonial, lo que había supuesto la eliminación de las “*acciones liberadas*” que conocía la práctica anterior (Exposición de Motivos I, párrafo tercero LSA). Por este motivo, en el momento en el que se plantea la incorporación de la Directiva 77/91/CEE, la mayor parte de las disposiciones de carácter sustantivo que ésta establece con la finalidad de asegurar la realidad del capital social ya contaban con un equivalente en el derecho español. De esta forma, en muchas ocasiones, la adaptación del derecho interno no precisó más que de la introducción de algún tipo de precisión terminológica o sistemática. Así, por ejemplo, el régimen las aportaciones recibe un tratamiento individualizado (en el Capítulo III TRLSA, y el Título III LSC), frente a su regulación anterior como un aspecto del proceso fundacional<sup>647</sup>.

---

<sup>647</sup> Ignacio LOJENDIO OSBORNE, en R. URÍA, A. MENÉNDEZ y M. OLIVENCIA, *Comentario...*, Tomo III, *Fundación de la sociedad anónima*, volumen 3º, *Aportaciones sociales* (1994), p. 15.

La regla tradicional que se limitaba a exigir la concurrencia de una “*efectiva aportación patrimonial*” como contrapartida de una emisión de acciones (artículos 33 LSA de 1951, 47.1 TRLSA u 59.1 LSC), se completa con la indicación de que “*sólo podrán ser objeto de aportación los bienes o derechos patrimoniales susceptibles de valoración económica*” (artículos 36.1,I TRLSA y 58.1 LSC, que reproducen el tenor literal del artículo 7 de la Directiva 77/91/CEE). Al igual que en la Directiva, se establece como corolario que “*en ningún caso podrán ser objeto de aportación el trabajo o los servicios*”. La Ley de 1951 había contemplado la posibilidad de retribuir las iniciativas y la actividad realizada por los fundadores mediante títulos diversos de las acciones (artículos 12 LSA, 11 TRLSA y 27 LSC). Las vías para retribuir los servicios prestados por los socios se amplían al admitirse expresamente la posibilidad de establecer, con carácter obligatorio para todos o algunos de los accionistas, prestaciones accesorias, sin que, en ningún caso “*puedan integrar el capital de la sociedad*” (artículos 36.1,II TRLSA y 58.2 y 86.2 LSC). La inexistencia de una efectiva contrapartida patrimonial determina la prohibición de suscribir acciones propias o acciones emitidas o participaciones creadas por la sociedad dominante (artículos 18.1 de la Directiva y 74.1 TRLSA y 134 LSC). Las acciones suscritas infringiendo la prohibición anterior son propiedad de la sociedad suscriptora, si bien los socios fundadores o los promotores y, en caso de aumento de capital social los administradores, quedan solidariamente obligados a realizar el desembolso (artículos 18.3 de la Directiva y 74.2 TRLSA y 136 LSC).

El capital debe quedar íntegramente suscrito y desembolsado, en una cuarta parte, al menos, el valor nominal “*de cada una*” de las acciones en el momento de otorgar la escritura de constitución de la sociedad o de ejecución del aumento de capital (artículos 12 TRLSA y 21 y 79 LSC, frente al artículo 8 LSA de 1951, que únicamente contemplaba el desembolso de una cuarta parte “*del capital suscrito*”). El legislador español no ha hecho uso de la habilitación contenida en la Directiva que permite dispensar de la exigencia del desembolso mínimo cuando se trate de facilitar la participación de los trabajadores en el capital de la compañía (artículos 9.1 y 41.1 de la Directiva 77/91/CEE). De la misma forma, aun cuando nada establece la norma comunitaria, en nuestro Derecho la prima de emisión “*deberá satisfacerse íntegramente en el momento de la suscripción*” (artículos 47.3, segundo inciso TRLSA y 298.2 LSC, que, al igual que el artículo 26 de la Directiva, formula esta norma en sede de aumento de capital)<sup>648</sup>.

---

<sup>648</sup> La emisión de acciones con prima es la técnica que impide la dilución de la participación de los antiguos accionistas en caso de entrada de nuevos socios en el capital de la compañía. Por este motivo su función típica se desenvuelve en relación a las acciones creadas con ocasión de un aumento de capital. Sin embargo –a pesar del tenor literal del nuevo artículo 298.1 LSC- no se ven los motivos que debieran excluir en la constitución de una sociedad de capital la creación de participaciones o la emisión de acciones con prima. Este expediente puede derivar tanto de la intención de los fundadores de limitar la cuantía del patrimonio vinculado, en la idea de que con el desarrollo del negocio pueden no ser necesarios en el futuro la totalidad de los fondos comprometidos inicialmente en el proyecto empresarial, como de consideraciones de índole fiscal, puesto que la restitución de la prima de emisión suele tener un tratamiento más favorable que la distribución de dividendos. Así, a los efectos del IRPF, esta última tiene siempre la consideración de rendimientos del capital mobiliario, mientras que la distribución de la prima de emisión reduce, hasta su anulación, el valor de adquisición de las acciones o participaciones de la sociedad y sólo el exceso tributa como rendimiento del capital (artículo

El accionista queda obligado a aportar a la sociedad la porción de capital que hubiera quedado pendiente de desembolso, en la forma y en el plazo previstos en los estatutos sociales (artículos 42 TRLSA y 81 LSC; esta última ha sustituido la tradicional expresión “*dividendos pasivos*” por la de “*desembolsos pendientes*”). Tratándose de aportaciones no dinerarias el desembolso deberá realizarse en un plazo no superior a cinco años (artículos 9.2 de la Directiva, 40.1 TRLSA y 80.2 LSC)<sup>649</sup>. El accionista que no haya satisfecho en plazo los desembolsos pendientes queda privado del derecho de voto (artículos 44.1 TRLSA y 83.1 LSC) y puede ser excluido de la sociedad (artículos 45 TRLSA y 84 LSC). La eventual condonación de esta obligación del accionista queda sujeta al régimen de la reducción de capital (artículos 12 de la Directiva, 163.1 TRLSA y 317.1 LSC). La necesaria correspondencia entre la cifra de capital y las aportaciones que le sirven de cobertura excluye la emisión de acciones por una cifra inferior a su valor nominal (artículos 47.1 TRLSA y 59.2 LSC). Tampoco se dió entrada en nuestro Derecho a la posible dispensa de esta regla a favor de quienes se encarguen profesionalmente de colocar las acciones entre el público inversor (artículo 8 de la Directiva 77/91CEE).

## 2.4.2. La verificación de las aportaciones dinerarias

La LSA de 1951 había tratado de garantizar la efectividad de las aportaciones a través de un régimen específico de responsabilidad de fundadores y promotores (artículos 13 y 28), que se completaba, en el caso de aportaciones no dinerarias, con la delimitación de las obligaciones que incumbían al aportante en ciertos supuestos (artículo 31), y con un sistema interno de revisión (artículo 32). En el sistema de la Directiva 77/91/CEE la responsabilidad personal de los fundadores sólo se contempla, como hemos visto, en un supuesto muy concreto como es el de la suscripción originaria de acciones propias (artículo 18). El legislador comunitario confía, por el contrario, en un sistema de valoración externa de las aportaciones no dinerarias (artículo 10). En el momento de incorporación de la Directiva el legislador español optó

---

25.1 de la Ley 35/2006, de 28 de Noviembre, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas).

<sup>649</sup> Como regla general es el capital suscrito el módulo que determina la extensión de los derechos del accionista. Así, a los efectos de la solicitud de convocatoria de la junta (artículos 100.2 TRLSA y 168 LSC), del complemento de convocatoria (artículos 97.3 TRLSA y 172 LSC), del derecho de información (artículos 112.4 TRLSA y 197.4 LSC), de la constitución de la junta (artículos 102 y 103 TRLSA y 193 y 194 LSC), del ejercicio del derecho de voto (artículos 50.2 y 103.3 TRLSA y 188.2 y 201 LSC), de la oposición a la transacción o renuncia sobre la acción de responsabilidad de los administradores (artículos 134.2 TRLSA y 238.2 LSC), de la impugnación de los acuerdos del congreso de administración (artículos 143.1 TRLSA y 251.1 LSC), de la solicitud de nombramiento de auditor en las sociedades no obligadas a someter sus cuentas anuales a verificación (artículos 205.2 TRLSA y 265.2 LSC) o del derecho de preferencia en los aumentos de capital (artículos 158.1 TRLSA y 304 LSC). Sin embargo, la Ley toma en consideración el capital desembolsado, es decir, la cuantía de los recursos económicos efectivamente comprometidos en el patrimonio social, a los efectos de la distribución de dividendos (artículos 215.2 TRLSA y 275.2 LSC) y del abono de la cuota de liquidación (artículos 277.2, 2º, II TRLSA y 392.2 LSC).

por mantener algunas de las disposiciones del derecho anterior, lo que determina la existencia de un doble mecanismo de tutela del capital en nuestro derecho de sociedades<sup>650</sup>. En primer término (y sólo en sede constitución), los “fundadores” responden “frente a la sociedad, los accionistas y terceros” de “la realidad de las aportaciones sociales” y la “valoración de las no dinerarias” (artículos 18.1 TRLSA y 77,1 LSC). Una responsabilidad equivalente alcanza a los “promotores” en la constitución sucesiva (artículos 32 TRLSA y 54 LSC). Al mismo tiempo, se contempla un ámbito de responsabilidad individual del aportante de bienes muebles, inmuebles o derechos asimilados, derechos de crédito, empresas o establecimientos (artículos 39 TRLSA y 64, 65 y 66 LSC). Por otro lado, en lo que, sin duda, constituía la principal innovación de la reforma, se establecen procedimientos de verificación y control externo de las aportaciones, tanto para las dinerarias (artículos 40.1 TRLSA y 62 LSC) como para las no dinerarias (artículos 38 TRLSA y 67 a 71 LSC).

La Directiva no prevé ningún tipo de verificación de las aportaciones no dinerarias. A pesar de ello, el legislador español, siguiendo el ejemplo de algunas de las legislaciones de nuestro entorno<sup>651</sup>, considero oportuno extender también a las mismas el principio de supervisión externa que ha pasado a presidir el régimen de integración del capital en las sociedades anónimas. A estos efectos, ante el Notario autorizante de la escritura de constitución o de ejecución del aumento de capital “deberá acreditarse la realidad de las aportaciones dinerarias”. Cabe dar cumplimiento a este requisito, bien mediante “certificación del depósito de las correspondientes cantidades a nombre de la sociedad en una entidad de crédito, que el Notario incorporará a la escritura”, bien a través de su entrega a aquél, para que lo constituya a nombre de la sociedad (artículos 40.1 TRLSA y 62 LSC). Aun cuando el depósito en poder del Notario era una figura conocida y regulada con anterioridad (los artículos 216 y 217 RN se ocupan de las “actas de depósito ante notario”), en razón de la mayor simplicidad del trámite, sólo se acude en la práctica a la primera de las opciones que ofrece la Ley.

El TRLSA sólo contemplaba la indisponibilidad de las aportaciones con anterioridad a la inscripción en el Registro Mercantil en el caso de fundación sucesiva (artículo 23, cuyo contenido coincide con el artículo 45 LSC). La ausencia de una regla equivalente en el caso de constitución por contrato (la anteriormente denominada, “fundación simultánea”, única modalidad que conoce la práctica), determinaba una cierta insuficiencia en el sistema de garantías diseñado en la Ley. Aun cuando se garantizaba el ingreso de una suma dineraria en la cuenta de la sociedad, no se impedía su inmediata restitución a los aportantes<sup>652</sup>. La LSC (generalizando las previsiones que, al efecto, contenía la LSRL de 1995) ha sancionado la indisponibilidad del depósito. A estos efectos se establece que la vigencia de la certificación bancaria será de dos meses a contar desde su fecha (artículo 62.2) y que, en

---

<sup>650</sup> I. QUINTANA, *ob. cit.* p. 117.

<sup>651</sup> Véase, *infra*, pp. 105, 109 y 112.

<sup>652</sup> V. GARRIDO DE PALMA, *ob. cit.* p. 111; I. LOJENDIO, *ob. cit.* p. 163; Emilio BELTRÁN SÁNCHEZ, *Las aportaciones*, Noticias de la Unión Europea, nº 151 (1997), p. 43.

tanto no transcurra este periodo, *“la cancelación del depósito por quien lo hubiera constituido exigirá la previa devolución de la certificación a la entidad de crédito emisora”* (artículo 62.3).

### 2.4.3. La valoración de las aportaciones no dinerarias

Las aportaciones no dinerarias, *“cualquiera que sea su naturaleza”*, habrán de ser objeto *“de un informe elaborado por uno o varios expertos independientes”* (artículo 38.1 TRLSA), que habrán de contar *“con competencia profesional”* (tal como añade ahora el artículo 67.1 LSC). El supuesto de hecho se define de forma negativa de modo que, en principio, quedan sujetas a este trámite que no consistan en dinero (tal como exige el artículo 10.1 de la Directiva)<sup>653</sup>. El legislador español no ha hecho uso de la posibilidad de excluir la intervención del experto independiente en el caso de que el 90 por ciento de las acciones se emitieran en contrapartida de una aportación no dineraria realizada por una o varias sociedades (única excepción que contemplaba el artículo 10 de la Directiva 77/91/CEE en su redacción original). Probablemente, se ha estimado que las condiciones impuestas en la norma comunitaria revestían un grado de complejidad tal que no justificaba el eventual ahorro de costes. En cambio, si se han acogido las nuevas excepciones que ha permitido introducir la Directiva 2006/68/CE: la aportación de valores mobiliarios que coticen en un mercado secundario oficial y la existencia de un informe equivalente elaborado dentro de los seis meses anteriores (artículo 69 LSC). En estos casos es precisa la elaboración de un informe sustitutivo por los administradores (artículo 70 LSC).

La Directiva 77/91/CEE ofrece la posibilidad de que los expertos sean *“designados o aceptados por una autoridad administrativa o judicial”* (artículo 10.1, primer inciso). El legislador español optó por la primera solución por entender, sin duda, que es la que proporciona una mayor garantía de independencia a la actuación del experto. De esta forma, se encomienda la designación al Registrador Mercantil del domicilio social (artículos 38.1, último inciso y 67.1, último inciso LSC). El procedimiento de designación aparece regulado con detalle en el Reglamento del Registro Mercantil (artículos 338 a 349). Precisamente con la finalidad de evitar la obtención de un informe ajustado a la conveniencia de los socios, se excluye el nombramiento si en los tres meses anteriores se hubiera obtenido otra valoración de los mismos bienes por un experto independiente designado por el Registrador Mercantil (artículo 338.1, 3º RRM). En su informe el experto deberá contener la descripción de la aportación y su valoración, *“expresando los criterios utilizados y si se corresponde con el valor nominal y, en su caso, con la prima de emisión de las acciones que se emitan en contrapartida”* (artículo 38.2 TRLSA y 67.2 LSC). No es necesario, por tanto, que el experto se pronuncie sobre el valor exacto que a su juicio corresponde atribuir a los bienes aportados. El mandato legal se

---

<sup>653</sup> Antonio PÉREZ DE LA CRUZ, *La fundación cualificada (ventajas de fundadores o promotes y aportaciones “in natura”)*, en *La Reforma del Derecho...*, p. 160; Vicente MAMBRILLA RIVERA, *Fundación con aportaciones “in natura”*, en VV.AA., *Derecho de las Sociedades Anónimas*, I. *La fundación*, Madrid (1991), p. 756; I. LOJENDIO, *ob. cit.* p. 163; E. BELTRÁN, *Las aportaciones...*, p. 50.

concreta en la manifestación acerca de si éste si alcanza o no a cubrir -es decir, si “*se corresponde*” con- el nominal y en su caso la prima de emisión de las acciones emitidas<sup>654</sup>. Lógicamente, la opinión profesional del experto habrá de expresarse en términos claros e incondicionados.

En el esquema legal, la intervención del experto no tiene por objeto la tutela de los intereses de quienes ostentan la condición de socio en el momento en que se solicita el informe. En consecuencia, ni sustituye ni corrige la valoración de los bienes que, con efectos en el ámbito interno de la compañía, se hubiera estipulado en el convenio fundacional o en el acuerdo de aumento de capital (artículos 8,c, 40.2 y 155.1 TRLSA y 22.1,c, 80.1 y 301.1 LSC)<sup>655</sup>. Al igual que en el sistema de la Directiva, se orienta a la protección de terceros ajenos al negocio de aportación: los acreedores y los futuros adquirentes de las acciones. Esta protección opera a través de una doble vía. Si la opinión del experto resulta favorable a la suficiencia de la aportación, se hace efectiva a través de la publicidad del informe, que habrá de depositarse en el Registro Mercantil en el plazo de un mes a partir de la fecha efectiva de la aportación (artículo 71.1 LSC). La Ley exige que en el informe se especifiquen los “*criterios utilizados*” por el experto, lo que permitirá a los terceros formar su propia opinión acerca de la adecuada valoración de las aportaciones no dinerarias realizadas. De esta forma se proporciona a quien pueda tener interés un elemento de juicio independiente, lo que explica el hecho de que la Ley no proporcione pautas o criterios materiales de valoración (además, obviamente, de la dificultad objetiva de establecer reglas generales que puedan servir para cualquier tipo de aportación no dineraria). El experto goza de un amplio margen de discrecionalidad técnica, y los criterios de valoración serán, en consecuencia, los que, bajo su responsabilidad (artículo 68 LSC) considere oportunos atendida la finalidad de su actuación. Esta no es otra que es la de asegurar que a través del expediente de la aportación no dineraria puedan eludirse la prohibición de emitir acciones por debajo de su valor nominal. Lo que apunta, en definitiva, a un valor objetivo o de mercado<sup>656</sup>.

---

<sup>654</sup> La función asignada por la Directiva y la Ley al informe conducen de forma inequívoca a esta solución, a pesar del tenor literal de algunos preceptos del RRM (el artículo 133.2,II alude al “...valor atribuido por el experto a cada uno de los bienes objeto de la aportación...”). En este sentido, V. MAMBRILLA, *ob. cit.*, p 759; A. PÉREZ DE LA CRUZ, *La Fundación...*, p. 163; I. LOJENDIO, *ob. cit.* pp. 92 y 93; E. BELTRÁN, *Las aportaciones...*, p. 52.

<sup>655</sup> En este sentido, I. LOJENDIO, *ob. cit.* pp. 78 y 95. La Ley no contiene más exigencia que la de que el informe se incorpore “*como anexo*” a la escritura de constitución o de ejecución del aumento de capital (artículos 88.3 TRLSA y 71.2 LSC). En caso de aumento de capital no es preciso que se ponga a disposición de los socios con carácter previo a la celebración de la junta que deba decidir sobre el aumento. Incluso en la constitución, el informe podrá ser posterior al convenio fundacional si, en el momento del otorgamiento, el Notario formula las oportunas advertencias a los otorgantes (artículo 194 RN), y aquél se incorpora posteriormente a la escritura por medio de diligencia (tal como para otros supuestos semejantes prevén los artículos 153,III, 164,III y 176,II RN). Cuestión distinta es que, por elementales razones de prudencia, los interesados procuren disponer del informe con anterioridad a la documentación de la operación o que, dado que en todo caso habrá de darse cumplimiento al trámite legal, puedan tener interés en acceder con anterioridad al informe del experto.

<sup>656</sup> Rafael BONARDELL LENZANO y Ricardo CABANAS TREJO, *Artículo 38. Aportaciones no dinerarias. Informe del experto* en I. ARROYO, J. M. EMBID y C. GÓRRIZ, *Comentarios...*, Volumen I, p. 431.

En cambio, si el experto emite una opinión negativa, no puede llevarse a cabo la operación. Como vimos, la Directiva no quiso atribuir carácter vinculante a la opinión del experto, centrandose sus efectos en el ámbito de la publicidad<sup>657</sup>. En su versión original TRLSA no se pronunciaba sobre este punto, si bien el RRM de 1989 adoptó (con independencia de cualquier tipo de soporte legal) una solución peculiar que consistía en asumir el carácter vinculante del informe, pero introduciendo una corrección en el sistema, puesto que el Registrador sólo debía denegar la práctica de la inscripción si el valor escriturado superaba el valor atribuido por el experto en más de un 20 por 100 (artículo 133.2,II)<sup>658</sup>. Este sistema se mantuvo hasta el año 2009. Con ocasión de la incorporación de la Directiva 2006/68/CE, la nueva norma legal determina que *“el valor que se de a la aportación en la escritura social no podrá ser superior a la valoración realizada por los expertos”* (artículos 38.3 TRLSA, modificado, y 67.3 LSC). A pesar de las consecuencias que puede tener para la sociedad, no se contempla un sistema de revisión de la opinión del experto. En su caso, la única vía que la Ley ofrece a los socios disconformes es el ejercicio de una acción de responsabilidad, dado que *“el experto responderá frente a la sociedad, frente a los accionistas y frente a los acreedores de los daños causados por la valoración...”* (artículo 68.1 LSC).

#### 2.4.4. Adquisiciones posteriores

Las aportaciones no dinerarias pueden disfrazarse bajo la forma de una adquisición onerosa realizada en un momento posterior a la constitución de la sociedad. Con la finalidad de evitar esta maniobra, la Directiva 77/91/CEE contempla un sistema de cautelas (artículo 11), que no resultaba del todo desconocido en nuestro derecho (artículo 32, VI LSA de 1951). En consecuencia, las adquisiciones onerosas realizadas por una sociedad anónima en el plazo de dos años a contar desde la inscripción en el Registro Mercantil de la escritura de constitución o de la de transformación en este tipo social se sujetan a un régimen especial. Se exceptúan las adquisiciones comprendidas en las operaciones ordinarias de la sociedad y las que se verifiquen en un mercado secundario oficial o en subasta pública (artículos 41.2 TRLSA y 72.3 LSC). Desde un punto de vista subjetivo, la norma de derecho interno tiene un alcance más amplio que la correlativa previsión de la Directiva, puesto que su aplicación no se limita a la transmisión de bienes realizadas por alguno de los fundadores o promotores, sino que se extiende a cualquier tipo de adquisición onerosa. Por este motivo, el sistema finalmente acogido en nuestro derecho no puede considerarse únicamente como una forma de prevenir las aportaciones sociales encubiertas, sino como una técnica general de tutela del capital durante el periodo inicial de vida de la sociedad<sup>659</sup>.

---

<sup>657</sup> Véase, *infra*, p. 158 y 159.

<sup>658</sup> Aun sin desconocer las consideraciones de índole práctica que habían servido de fundamento a esta solución, la técnica normativa utilizada fue objeto de fundadas críticas; véase al respecto, I. LOJENDIO, *ob. cit.* pp. 94 y 95.

El régimen de estas adquisiciones se concreta en un doble requisito. Han de ser aprobadas por la junta, siempre que el importe de aquéllas exceda de la décima parte del capital social (artículos 41.1,I TRLSA y 72.1 LSC) y, al tiempo de la convocatoria de la misma, deberá ponerse a disposición de los accionistas un informe elaborado por los administradores justificativo de la adquisición y otro elaborado por un experto independiente conforme a lo previsto para las adquisiciones no dinerarias (artículos 41.1,II TRLSA y 72.2 LSC). El informe del experto queda sujeto a idénticos requisitos de publicidad que el relativo a la valoración de las aportaciones no dinerarias (artículo 72.2, último inciso LSC). Nada dice sobre el contenido del mismo, pero atendida la finalidad del informe, esta laguna debe colmarse sin especial dificultad mediante una aplicación analógica de lo previsto para las aportaciones no dinerarias<sup>660</sup>. Tampoco es demasiado explícita la Ley acerca de la función y la eficacia del informe. En la medida en que se configura como una pieza del derecho de información del accionista, su omisión constituirá un defecto de convocatoria, sin perjuicio de que, además, determine la ineficacia del negocio de adquisición<sup>661</sup>. La Ley no se pronuncia sobre el carácter vinculante a la opinión del experto (lo que contrasta con la expresa remisión que se realiza, en cambio al régimen de la publicidad del informe)<sup>662</sup>.

#### 2.4.5. La integración del capital en los supuestos de modificación estructural

Los diversos supuestos de modificación estructural se caracterizan por la transmisión en bloque del patrimonio de una sociedad mercantil (o de una parte del mismo) y la existencia de una contraprestación consistente en acciones o participaciones de la entidad beneficiaria de la transmisión. Cuando esta última es una sociedad de capital, la emisión de acciones o la creación participaciones plantea las mismas cuestiones que aparecen con carácter general en relación a

---

<sup>659</sup> Ángel ROJO, *Adquisiciones onerosas por la sociedad anónima durante el periodo inicial*, en VV.AA., *Derecho Mercantil de la Comunidad Económica Europea – Estudios en homenaje a José Girón Tena*, Madrid (1991), p. 851; I. LOJENDIO, *ob. cit.* pp. 188 y 189.

<sup>660</sup> A. ROJO, *Adquisiciones onerosas...*, pp. 870 y 871; I. LOJENDIO, *ob. cit.* pp. 207 y 208.

<sup>661</sup> En este sentido, A. ROJO, *Adquisiciones onerosas...*, p. 872 y 873 y I. LOJENDIO, *ob. cit.*, p. 212. Un enfoque distinto puede verse en Joaquín LANZAS GALVACHE, *Comentarios prácticos a la Ley de Sociedades Anónimas y el Reglamento del Registro Mercantil en lo aplicable a dicho tipo societario*, Madrid (1991), pp. 200 y ss., y R. BONARDELL y R. CABANAS, *ob. cit.*, p. 469, quienes estiman que, atendida la naturaleza del poder de representación atribuido por la Ley a los administradores (artículos 128 y 129 TRLSA y 233 y 234 LSC), ha de estimarse que los requisitos indicados sólo se imponen a efectos internos y no pueden perjudicar a tercero.

<sup>662</sup> A favor de la aplicación de las mismas reglas establecidas para las aportaciones no dinerarias, bajo el régimen de TRLSA, I. LOJENDIO, *ob. cit.* p. 208. No obstante, no parece que exista aquí una absoluta identidad de razón, puesto que los bienes valorados no integran la aportación que sirve de contrapartida a una emisión de acciones, como sí sucede, en cambio, en los casos de constitución, aumento de capital o transformación en sociedad anónima.

la realidad, la suficiencia o la verificación de las aportaciones. En lo que se refiere a la integración del capital social, el supuesto es equiparable al de las aportaciones no dinerarias consistentes en la aportación de una “*empresa*” al margen del efecto típico de la sucesión universal (artículos 39.3 TRLSA y 66 LSC, por contraposición al artículo 71 LME).

Por este motivo, la Directiva la Directiva exige que los Estados miembros adopten, en el caso de transformación de otra forma social en sociedad anónima, “*al menos, unas garantías idénticas*”, a la previstas con carácter general en orden a la integración del capital (artículo 13). El TRLSA no realizó una interpretación adecuada de la norma comunitaria al exigir la incorporación del “*...informe de los expertos independientes sobre el patrimonio social no dinerario...*” a la escritura de transformación (artículo 231.1,II). La valoración del patrimonio no dinerario, al margen de la liquidez y de las deudas de la compañía poco indica acerca de su situación patrimonial. De lo que se trata es de si la valoración neta del patrimonio, tomado en consideración en su conjunto, es decir, activos y pasivos, se corresponde, al menos, con el valor nominal y, en su caso, de la prima de emisión asignada a las acciones de la sociedad anónima resultante de la transformación<sup>663</sup>. La Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles [en adelante LME], ha abordado el tema con una técnica jurídica más adecuada, al establecer que “*si las normas sobre la constitución de la sociedad cuyo tipo se adopte así lo exigieran, se incorporará a la escritura el informe de los expertos independientes sobre el patrimonio social*” (artículo 18.3 LME). El supuesto se equipara, por tanto, al de la aportación no dineraria y, en consecuencia, hay que estimar que no podrá llevarse a cabo la operación si el valor asignado por el experto al patrimonio social resulta ser inferior a la cifra de capital de la nueva sociedad anónima (por aplicación del artículo 67.3 LSC)<sup>664</sup>.

Unas consideraciones similares deben realizarse en relación a la emisión de acciones que es consecuencia de la constitución o de la ampliación de capital de una sociedad anónima, con ocasión de una operación de fusión o escisión (artículos 233 y 252 TRLSA y 22, 23 y 68 a 71 LME). A estos efectos, el TRLSA se ocupaba con detalle del informe que un experto independiente designado por el Registrador Mercantil debía elaborar sobre el proyecto de fusión (artículo 236). Éste debía manifestarse acerca de “*si el tipo de canje de las acciones está o no justificado*”, con referencia a los métodos seguidos para establecerlo (artículo 236.4,I) así como “*si el patrimonio aportado por las sociedades que se extinguen es igual, por lo menos, al capital de la nueva sociedad o al aumento de capital de la absorbente, según los casos*” (artículo 236.4,II). La Directiva 77/91/CEE permitía a las legislaciones nacionales dispensar la intervención del experto cuando el aumento del capital fuera consecuencia de la absorción de

---

<sup>663</sup> Heliodoro SÁNCHEZ RUS, *Constitución de la SE por transformación de la SA*, en Gaudencio ESTABAN VELASCO y Luis FERNÁNDEZ DEL POZO (coord.), *La Sociedad Anónima Europea. Régimen jurídico societario, laboral y fiscal*, Madrid (2004), p. 506.

<sup>664</sup> Por el mismo motivo (la necesidad de respetar el principio de realidad del capital), la asignación, en la transformación, de un determinado número de acciones al socio industrial exige una reducción proporcional de la participación de los demás socios (artículo 12.2,I LME).

otra sociedad o de una oferta pública de compra o intercambio de acciones (artículo 27.2). El legislador español no hizo uso de esta posibilidad, aunque permitió acumular en un solo trámite esta actuación del experto y la que viene exigida por la Directiva 78/855/CEE del Consejo, de 9 de octubre de 1978, Tercera Directiva en materia de Derecho de sociedades.

De esta forma el experto en la fusión y (en función de sus modalidades en la escisión) debía emitir una doble opinión. Por una parte debía pronunciarse acerca de la relación de canje (artículo 11 de la Directiva 78/855/CEE), y, por otra, acerca de la valoración del patrimonio que sirve de contrapartida a la ampliación de capital. Esta última no era sino una aplicación concreta que se establece en todo supuesto de aportación no dineraria (artículos 10 y 27.2 de la Directiva 77/91/CEE). De hecho, el legislador hubiera podido prescindir de esta última indicación puesto que, a los efectos de la valoración del patrimonio, bastaba con la simple aplicación de las reglas generales (artículo 38 TRLSA). La actuación del experto acerca de la relación de canje tenía un mero valor informativo; no tiene más significación que la que resulta de la puesta a disposición de los socios de una opinión independiente como presupuesto de la adopción en la junta de una decisión especialmente relevante. En cambio, en relación a la valoración del patrimonio, habrá que reconocer al informe el mismo valor vinculante que en sede de aportaciones no dineraria. La acumulación de las tareas encomendadas al experto determinaba, además, una especialidad de carácter procedimental. A diferencia de lo que sucede con carácter general en sede de aportaciones no dinerarias, el informe único debía estar a disposición de accionistas, obligacionistas, titulares de derechos especiales, así como de los representantes de los trabajadores desde la publicación de la convocatoria de la junta que hubiera de pronunciarse sobre la fusión (artículo 238.1,a TRLSA). Como tendremos ocasión de examinar, el tema no ha quedado resuelto con la necesaria claridad en la nueva Ley de Modificaciones Estructurales (artículo 34 y 78)<sup>665</sup>.

## 2.5. El aumento y la reducción del capital social

### 2.5.1. El acuerdo de aumento y su ejecución

En sede de aumento y reducción de capital la Ley española contiene una regulación bastante detallada, sólo en parte impuesta por la Directiva 77/91/CEE, y no siempre perfectamente ajustada a las previsiones de la normativa comunitaria. La principal innovación de la reforma de 1989 en relación a la ampliación de capital consistió en el tratamiento de la operación como un proceso complejo, en el que aparecen definidas con claridad dos fases que se desarrollan de forma sucesiva: el proceso interno de toma de decisiones que conduce a la adopción del correspondiente acuerdo social y la ejecución del aumento mediante el ofrecimiento, la suscripción, el desembolso

---

<sup>665</sup> El tema es objeto de un análisis detallado en el Capítulo VIII.

y la adjudicación de las nuevas acciones<sup>666</sup>. El acuerdo de aumento y su ejecución aparecen claramente diferenciados en el supuesto típico de ampliación de capital con nuevas aportaciones al patrimonio social, aun cuando puedan desarrollarse de forma simultánea. Así sucede cuando las nuevas acciones son suscritas y desembolsadas en el propio acto de una junta universal (artículos 99 TRLSA y 178 LSC). De la misma forma, en el caso de ampliación con cargo a reservas, la ejecución se circunscribe a la operación material de adjudicación de las nuevas acciones a los antiguos accionistas o a los cesionarios del derecho de asignación gratuita de las nuevas acciones (artículos 158.3,II TRLSA y 306.2,II LSC), e, incluso al mero canje de los títulos o a la modificación de las características de la emisión que figuran en el Registro de anotaciones en cuanta (si se realiza mediante la técnica de la elevación del valor nominal de las acciones ya existentes). No obstante, conceptualmente, siempre será posible distinguir acuerdo y ejecución como fases autónomas<sup>667</sup>.

La competencia para adoptar el acuerdo de aumento corresponde a la junta general de socios (artículos 25.1 de la Directiva, 152.1 TRLSA y 296.1 LSC), sin perjuicio de la posible delegación en los administradores de *“la facultad de acordar en una o varias veces el aumento de capital”*, que queda sometida a un doble límite cuantitativo y temporal. La Ley española mantiene, también al margen de las previsiones de la norma comunitaria una restricción adicional, por cuanto que este tipo de aumentos realizados sólo pueden realizarse mediante aportaciones dinerarias (artículos 25.2 de la Directiva, 153.1,b TRLSA y 297.1,b LSC). Un supuesto distinto es el de la atribución a los administradores *“mera facultad”* de ejecutar el acuerdo ya adoptado en junta (artículos 153.1,a TRLSA y 297.1,a LSC que contemplan una posibilidad no prevista expresamente en la Directiva)<sup>668</sup>. La adopción del acuerdo de aumento en la junta debe realizarse a partir de una propuesta justificada que han de formular los administradores, y que habrá de estar a disposición de los accionistas desde el momento de la convocatoria (artículos 144.1 TRLSA y 286 y 287 LSC). El fortalecimiento del derecho de información de los socios tiene como contrapartida la limitación de la competencia de la junta, que podrá admitir o rechazar la propuesta, pero no modificarla<sup>669</sup>. No hay ninguna

---

<sup>666</sup> Ángel ROJO, *El acuerdo de aumento de capital de la sociedad anónima* en VV.AA., *Estudios jurídicos en homenaje al profesor Aurelio Menéndez*, Tomo II, *Sociedades Mercantiles*, Madrid (1994), p. 2340; María José CASTELLANO RAMÍREZ, *El aumento de capital social*, Noticias de la Unión Europea, nº 151 (1997), pp. 99 y 114; José MACHADO PLAZAS. *Artículo 162. Inscripción del aumento*, en I. ARROYO, J. M. EMBID y C. GORRIZ, *ob. cit.*, volumen II, p. 1843.

<sup>667</sup> Al respecto, María José CASTELLANO RAMÍREZ, en R. URÍA, A. MENÉNDEZ y M. OLIVENCIA, *Comentario...*, Tomo VII, *Modificación de estatutos en la sociedad anónima, aumento y reducción del capital*, volumen 2º, *El aumento del capital* (2006), pp. 460 y 461. En todo caso, la LSC ha dado acogida de forma explícita a esta construcción sistemática, puesto que dedica del sección segunda del Capítulo II del Título VIII al *“acuerdo de aumento”* y la sección tercera a *“la ejecución del acuerdo de aumento”*

<sup>668</sup> La LSA de 1951 sólo se refería a la delegación *“para acordar”* (artículo 96), la delegación *“para integrar”* un acuerdo ya adoptado procede del RRM de 1956 (artículo 116).

referencia explícita en la Ley española a la exigencia de una votación separada de cada clase de acciones cuando el aumento afecte a los derechos de éstas (artículo 25.3 de la Directiva). La interpretación conforme deberá construirse, en consecuencia, a partir de la regla establecida con carácter general para todo supuesto de modificación estatutaria (artículos 148 TRLSA y 293 LSC)<sup>670</sup>.

La ejecución del acuerdo da comienzo con el ofrecimiento de las nuevas acciones a los accionistas, con el fin de que cada uno de ellos pueda suscribir “un número de acciones proporcional al valor nominal de las que ya posea” (artículos 29.1 de la Directiva, 158.1 TRLSA y 304.1 y 305 LSC)<sup>671</sup>. El derecho de preferencia (anteriormente denominado “derecho de suscripción preferente”) se atribuye a todos los accionistas, sin distinguir entre las diversas clases de acciones (tal como permite el artículo 29.2,b de la Directiva)<sup>672</sup>. Tampoco se ha hecho uso de la posibilidad de excluir este derecho cuando la emisión de las nuevas acciones tenga por objeto favorecer la participación de los trabajadores u otras categorías de personas en el capital de las empresas (artículo 41.1 de la Directiva). La posible suscripción de acciones por terceros queda, por tanto, circunscrita a supuestos muy concretos. En primer lugar, en los de absorción de otra sociedad o de todo o parte del patrimonio escindido, así como en el de conversión de obligaciones en acciones, en los que es la propia Ley la que elimina su existencia (artículos 29.6, último inciso Directiva 77/91/CEE y 158.4 TRLSA y 304.2 LSC). En segundo término, cuando se hubiera seguido el procedimiento que permite a los órganos sociales proceder a su exclusión (artículos 29.4 y 5 de la Directiva, 159.1 y 2 LSA y 308 LSC). Finalmente, las acciones no suscritas en primer término por los socios podrán ser ofrecidas por los administradores a terceras personas, en los términos previstos, en su caso, en el acuerdo de ampliación, puesto que no se ha reconocido a los accionistas el “derecho de preferencia de segundo grado” atribuido a los socios de las

---

<sup>669</sup> Dicho de otra forma, que, en razón de la tutela que la Ley ha querido dispensar al accionista, sólo podrán adoptarse acuerdos de aumento que coincidan con el formal y anticipadamente propuesto, tal como pone de relieve A. ROJO, *El acuerdo...*, p. 2357 y en R. URÍA, A. MENÉNDEZ y M. OLIVENCIA, *Comentario...*, Tomo VII, *Modificación...*, pp. 50 a 56.

<sup>670</sup> Véase al respecto, A. ROJO, *El acuerdo...*, p. 2348; M. J. CASTELLANO RAMÍREZ, *El aumento...*, p. 106.

<sup>671</sup> El criterio del valor nominal como medida de la extensión del derecho de preferencia ha eliminado las dudas que había suscitado la dicción literal de la LSA de 1951, que tomaba como referencia el “número” de acciones poseídas (artículo 92). Al respecto, véase Rafael LARA GONZÁLEZ, en R. URÍA, A. MENÉNDEZ y M. OLIVENCIA, *Comentario...*, Tomo VII, *Modificación...*, pp. 319 A 321, y Daniel VÁZQUEZ ALBERT, *Artículo 158. Derecho de suscripción preferente*, en I. ARROYO, J. M. EMBID y C. GÓRRIZ, *Comentarios...*, Volumen II, p. 1773.

<sup>672</sup> De hecho, la regla de derecho interno que prohíbe cualquier tipo de alteración de la proporcionalidad entre el valor nominal de la acción y el derecho de voto o el de preferencia (artículos 50.2 TRLSA y 96.2 LSC), excluye esta posibilidad en nuestro sistema legal. Por el mismo motivo, tampoco era posible dar entrada al otro supuesto de exclusión legal contemplado en la Directiva. Esto es, el de las acciones que atribuyan exclusivamente un derecho de participación en los beneficios y en el patrimonio resultante de la liquidación (artículo 29.2,a).

sociedades de responsabilidad previsto para las limitadas (artículos 75.4 LSRL y 307 LSC)<sup>673</sup>.

Aun cuando las acciones de la sociedad no estén admitidas a negociación en un mercado secundario oficial, cabe la posibilidad de ofrecer públicamente las acciones para su suscripción. En este caso, la oferta queda sujeta a la normativa reguladora del mercado de valores y las condiciones de la misma habrán de hacerse constar en un *“boletín de suscripción”* (artículos 160 TRLSA y 309 LSC). El requisito institucional de la íntegra suscripción del capital plantea un problema específico en el caso de que la ampliación acordada por la sociedad no quede efectivamente cubierta. En este caso el aumento queda sin efecto salvo cuando en el acuerdo de aumento se hubiera estipulado expresamente que el capital quedará ampliado en la cuantía de las suscripciones efectuadas (artículos 28 de la Directiva, 161 TRLSA y 311 LSC). Los suscriptores quedan obligados a hacer su aportación desde el momento mismo de la suscripción (artículos 162.3, primer inciso TRLSA y 312 LSC). Cada una de las nuevas acciones emitidas deberá quedar desembolsada, al menos, en un veinticinco por ciento (artículos 26 de la Directiva, 152.3 TRLSA y LSC).

Sólo cuando concluye la fase de ejecución puede entenderse realizado el aumento el aumento de capital. En consecuencia, como regla general, hasta éste momento no podrá procederse a su inscripción en el Registro Mercantil (artículos 162.1 TRLSA, 315.1 LSC y 165.2 RRM). La inscripción simultánea del aumento y su ejecución responde a motivos de claridad. Se trata de evitar la práctica de asientos que puedan arrojar dudas al público no especializado acerca de la cuantía efectiva del capital social. Sin embargo, es posible que en este punto no se haya incorporado con total exactitud la correlativa regla de la Directiva, cuyo tenor literal puede interpretarse en el sentido de que el acuerdo y la ejecución deben acceder de forma autónoma al Registro (el artículo 25.1. de la Directiva establece que *“...esta decisión [el acuerdo de aumento], así como, la realización del aumento de capital...”* habrán de ser objeto de una publicidad efectuada de conformidad con la Directiva 68/151/CEE [hoy Directiva 2009/101/CE])<sup>674</sup>. Por excepción, se permite la inscripción separada del acuerdo de aumento de capital cuando la emisión de nuevas acciones hubiera sido autorizada o verificada por la CNMV y se hubiera previsto expresamente la suscripción incompleta (artículos 162.2 TRLSA y 315.2 LSC). Si transcurrieran seis meses desde la apertura del plazo para el ejercicio del derecho de preferencia, sin que se hubieran presentado en el Registro los documentos relativos a la ejecución del aumento, los suscriptores de las nuevas acciones podrán pedir la resolución de la obligación de aportar y exigir

---

<sup>673</sup> R. LARA GONZÁLEZ, *ob. cit.*, pp. 333 y 334; D. VAZQUEZ ALBERT, *ob. cit.*, pp. 1782 a 1784.

<sup>674</sup> En cambio, presupone la correcta incorporación de la Directiva M. J. CASTELLANO RAMÍREZ, *El aumento...*, p. 125. La defectuosa incorporación de la norma comunitaria aparece con más claridad en relación al acuerdo de delegación, que sólo tiene acceso al Registro a través de la escritura otorgada por los administradores *“en uso de la facultad de aumentar el capital delegada por la junta general”* (artículo 167.1 RRM), aun cuando la Directiva exige expresamente que la decisión de la junta *“sea objeto de publicidad”* de acuerdo con las reglas generales (artículo 25.2).

la restitución de las aportaciones realizadas (artículos 162.3 TRLSA y 316 LSC).

## 2.5.2. Las modalidades de aumento

El modelo del capital fijo exige una absoluta identidad entre la cifra de capital y el valor nominal agregado de las acciones emitidas por las sociedades anónimas. En consecuencia, toda ampliación de capital deberá determinar un incremento del número de acciones en circulación o una elevación del valor nominal de las mismas (artículos 151.1 TRLSA y 296.2 LSC). La opción por una u otra técnica tiene importantes consecuencias para los socios. En el caso de la elevación del valor nominal habrán de acudir necesariamente a la ampliación, por lo que esta operación sólo podrá llevarse a efecto si concurre el consentimiento de todos los accionistas o la ampliación se realiza íntegramente con cargo a reservas o beneficios de la sociedad (artículo 152.2 TRLSA y 296.2 LSC).

A su vez, el aumento de capital queda sujeto a diversos requisitos en razón de la naturaleza del contravalor. La emisión de nuevas acciones o el incremento del valor nominal de las existentes puede tener como contrapartida el ingreso de nuevas aportaciones dinerarias o no dinerarias en el patrimonio social (artículos 151.2 TRLSA y 295.2 LSC). Además, a diferencia de lo que sucede en el momento fundacional, en una sociedad en funcionamiento existen otras vías de integración del capital. En primer término, ésta podrá llevarse a cabo mediante el traspaso de la cuenta de reservas a la de capital. Esta operación no determina un incremento de los recursos propios de la sociedad, pero tiene importantes consecuencias jurídicas, dado que eleva la cuantía de la cifra de retención y, correlativamente, sustrae una porción adicional de bienes de la disponibilidad de los socios<sup>675</sup>. De la misma forma, la contrapartida de la ampliación de capital puede consistir en la capitalización de créditos contra la sociedad. Al igual que en el supuesto anterior, esta modalidad de aumento no comportada la entrada de nuevos bienes en la sociedad, sino la disminución del pasivo exigible<sup>676</sup>.

Las aportaciones dinerarias y no dinerarias en la ampliación de capital quedan sujetas, respectivamente, al régimen de verificación y valoración por experto independiente establecido con carácter general (artículos 62 y 67 y concordantes LSC). Cuando el contravalor consista en aportaciones no dinerarias, además del informe del experto independiente, que habrá de

---

<sup>675</sup> J. GARRIGUES, *Curso...*, Volumen I, p. 433; Manuel DE LA CÁMARA, *El capital social en la sociedad anónima, su aumento y reducción*, Madrid (1996), p. 330; Juan Luis IGLESIAS PRADA y Javier GARCÍA DE ENTERRÍA, en Aurelio MENÉNDEZ y Ángel ROJO (Dir.), *Lecciones de Derecho Mercantil*, Madrid (2010), p. 530.

<sup>676</sup> Estas modalidades de aumento carecen, sin embargo, de un tratamiento específico en la Directiva 77/91/CEE. En la norma comunitaria no parece más que una escueta referencia al "aumento del capital suscrito por incorporación de reservas" como posible alternativa a la distribución de dividendos (artículo 15.3).

incorporarse a la escritura que documento la ejecución del aumento de capital (artículos 27.2 de la Directiva, 38quater.2 TRLSA y 71.2 LSC), deberá ponerse a disposición de los socios en el momento de convocatoria de la junta un informe de los administradores en el que se describan las aportaciones proyectadas, su valoración, las personas que han de realizarlas, el número y valor nominal de las acciones que hayan de entregarse y las garantías, en su caso, adoptadas (155.1 TRLSA y 300.1 LSC). Las aportaciones no dinerarias tienen un destinatario predeterminado, por lo que no cabe que la suscripción se realice por los antiguos accionistas. Este es el motivo por el que la Ley permite que, en este caso, la ampliación pueda llevarse a cabo aun cuando no se hubiera completado el desembolso de las acciones emitidas anteriormente (artículos 154.1 TRLSA y 299.1 LSC, que no responden a una previsión equivalente de la Directiva)<sup>677</sup>. De la misma forma, salvo que el acuerdo de aumento resulte de una decisión unánime de los accionistas, será preciso dar cumplimiento, de forma acumulativa, al procedimiento de exclusión del derecho de preferencia (artículos 159 TRLSA y 308 LSC)<sup>678</sup>. En todo caso las acciones

---

<sup>677</sup> La regla tradicional de nuestro derecho que exigía para la emisión de nuevas acciones el íntegro desembolso de las emitidas anteriormente (artículos 165 del Código de Comercio de 1885 y 89 LSA de 1951) se ha circunscrito ahora a los supuestos de aumento de capital con aportaciones dinerarias. Aun cuando parece lógico que la sociedad no acuda al complejo procedimiento de la ampliación de capital cuando obtener nuevos fondos mediante la reclamación de los desembolsos pendientes, en el origen histórico de esta disposición legal se encontraba, también, el deseo del legislador de evitar maniobras especulativas con las nuevas acciones. Véase, *infra*, p. xx. En la reforma de 1989 se flexibilizó este requisito al permitir que se pudiera llevar a cabo la ampliación cuando la cantidad pendiente de desembolso no exceda del tres por ciento del capital social (artículos 154.2 TRLSA y 299.2 LSC).

<sup>678</sup> También en este sentido, D. VAZQUEZ ALBERT, *ob. cit.* pp. 1828 y 1829. Esta es la solución más prudente, a pesar de que, tras la Ley 3/2009, en sede de ampliación de capital, sólo se reconoce expresamente a los accionistas el derecho de preferencia en el caso de emisión de nuevas acciones “*con cargo a aportaciones dinerarias*” (artículos 158.1 TRLSA y 304.1 LSC). Esta matización no resultaba de la redacción originaria del TRLSA. Inicialmente se atribuía un “*derecho de suscripción preferente*” en “*los aumentos del capital social con emisión de nuevas acciones*” (sin condicionar la naturaleza de la contrapartida) tanto a “*los antiguos accionistas*” como a “*los titulares de obligaciones convertibles*” (artículo 158.1 primer inciso). Este precepto tuvo que ser modificado después de que la sentencia del Tribunal de Justicia de la Comunidades Europeas de 18 de diciembre de 2008, *Comisión de las Comunidades Europeas v. Reino de España* (asunto c-338/06), estimara que nuestro país no había incorporado correctamente el artículo 29.1 de la Directiva 77/91/CEE, al atribuir conjuntamente el derecho de preferencia a los antiguos accionistas y a los titulares de obligaciones convertibles. El legislador español, sin duda con el fin de disipar toda duda acerca del adecuado cumplimiento por el Reino de España de las obligaciones derivadas de los Tratados, ha optado por una redacción que reproduce literalmente el contenido de la correlativa norma comunitaria. No obstante, así como la atribución de un derecho de preferencia a los titulares de obligaciones convertibles disminuía, en la medida correspondiente, el contenido mínimo del derecho que la Directiva había querido reconocer a los accionistas, el hecho de que la preferencia se reconozca “*en todo aumento de capital suscrito por aportaciones dinerarias*” (artículo 29.1, primer inciso de la Directiva 77/91/CEE), no prejuzga ni condiciona el régimen a que deban quedar sujetas las ampliaciones de capital con aportaciones no dinerarias cuya concreción corresponderá, en definitiva, a las legislaciones de los Estados miembros. Por lo que hace referencia al derecho español, la disposición legal que venimos examinando (artículos 158.1 TRLSA y 304.1 LSC) no deja de contener una regla particular; el derecho de preferencia continúa atribuyéndose a los accionistas de forma genérica sin distinción en función de la contrapartida del aumento de capital (artículos 48.2,b TRLSA y 93,b LSC, que sigue utilizando la antigua terminología de “*derecho de suscripción preferente*”) y, sobre todo, la

así emitidas deberán ser totalmente liberadas en el plazo máximo de cinco años a contar desde el acuerdo de aumento (artículos 27.1 de la Directiva, 155.3 TRLSA y 79 LSC).

En el aumento con cargo a reservas pueden utilizarse las reservas disponibles, la prima de emisión y la reserva legal en la parte que exceda del diez por ciento del capital ya aumentado (artículos 157.1 TRLSA y 303.1 LSC)<sup>679</sup>. Con el fin de garantizar la realidad de las partidas que se traspasan, la operación debe servir de base a la operación un balance aprobado por la junta, referido a una fecha comprendida dentro de los seis meses inmediatamente anteriores al acuerdo de aumento, verificado por el auditor de cuentas de la sociedad, o por un auditor nombrado por el Registrador Mercantil si la sociedad no estuviera obligada a verificación contable (artículos 157.2 TRLSA y 303.2 LSC). La capitalización de créditos contra la sociedad se asimila, en principio, al régimen de las aportaciones no dinerarias (así resulta de la nueva redacción del artículo 295.2 LSC, que alude a la posibilidad de que el contravalor consista en nuevas aportaciones “...no dinerarias, incluida la aportación de créditos contra la sociedad...”)<sup>680</sup>. Al margen de este supuesto, la Ley contempla dos supuestos en los que la capitalización del crédito queda sujeta a un régimen particular: la conversión de obligaciones en acciones (artículos 156.2 TRLSA y 302 LSC) y la llamada “*compensación de créditos*” (artículos 156.1 TRLSA y 301 LSC).

Esta última exige que, “*al menos un veinticinco por ciento de los créditos a compensar*” sean líquidos vencidos y exigibles, y que el vencimiento de los restantes no sea superior a cinco años (artículos 156.1,a TRLSA y 301.1 LSC). Se trata de un requisito de difícil comprensión. La correlación que, a primera vista, parece existir con la regla general sobre desembolso mínimo y el plazo de desembolso de las aportaciones no dinerarias (artículos 12 TRLSA y 21, 79 y 80.2 LSC), llevaría a entender que las nuevas acciones sólo quedarían desembolsadas por la parte vencida del crédito, produciéndose los sucesivos desembolsos a medida que fueran llegando los vencimientos previamente establecidos. En la práctica, sin embargo, se ha venido entendiendo que el crédito queda extinguido y las acciones completamente liberadas desde el momento de la aportación. Esta modalidad de aumento también está sujeta a requisitos de verificación externa, puesto que al tiempo de la convocatoria de la junta deberá ponerse a disposición de los accionistas una certificación del auditor de cuentas de la sociedad y, en su defecto, por un auditor designado

---

ampliación con aportaciones no dinerarias no ha sido incluida entre los supuestos en los que la Ley excluye directamente el derecho de preferencia (artículos 159.4 TRLSA y 304.2 LSC).

<sup>679</sup> La claridad de estas disposiciones ha disipado las dudas que bajo la vigencia de la LSA de 1951 había suscitado la referencia a la posibilidad de que la contrapartida de la ampliación consistiera en la “*transformación de reservas o plusvalías*” del patrimonio social (artículo 88). El tenor literal de este precepto parecía apuntar a una eventual capitalización de beneficios no realizado al margen del sistema general de la Ley.

<sup>680</sup> La LSC ha generalizado en este punto el criterio de la LSRL (artículo 73.2), frente al del TRLSA que había visto en la capitalización de créditos un supuesto de “*compensación*” y no de “*aportación*” (artículo 151.2). Este nuevo enfoque se adecua mejor al sistema general de la Directiva, que reconduce a la categoría de las “*aportaciones no dinerarias*” (artículo 27) todo supuesto de contravalor en el aumento distinto de la aportación en metálico.

por el Registrador Mercantil, que acredite que resultan exactos ofrecidos por los administradores sobre los créditos a compensar (artículos 156.1,b TRLSA y 301.3 LSC).

### 2.5.3. La reducción de capital: caracterización y modalidades

De una forma muy general cabe caracterizar la reducción de capital como una operación simétrica, aunque de signo inverso, al aumento. En ambos casos estamos en presencia de un supuesto especial de modificación de los estatutos sociales. Con una sistemática equivalente, el legislador contempla dos criterios de clasificación, también compatibles entre sí, que atienden a la finalidad de la reducción y a la forma en que ésta se proyecta sobre las acciones en circulación. Desde un punto de vista sustantivo, la reducción presenta dos modalidades básicas: la “reducción real” o “efectiva” y la reducción “reducción nominal” o “contable”<sup>681</sup>. La primera puede tener por objeto tanto la “devolución del valor de las aportaciones” como “la condonación de la obligación de realizar las aportaciones pendientes”. La segunda, por el contrario, no determina una alteración en la composición o la cuantía del patrimonio social, y comprende los supuestos de reestablecimiento del equilibrio entre el capital y el patrimonio neto de la sociedad disminuido por consecuencia de pérdidas, así como los de la constitución o el incremento de la reserva legal o de las reservas voluntarias (artículos 163.1 TRLSA y 317.1 LSC). A su vez, la Ley contempla tres procedimientos de reducción<sup>682</sup>: la disminución del valor nominal, la amortización o la agrupación de las acciones para su canje (artículos 163.2 TRLSA y 317.2 LSC).

Al igual que en sede de aumento de capital, cabe contraponer el acuerdo de reducción y su ejecución. Estas dos fases aparecen nítidamente separadas en el supuesto de restitución de aportaciones. Aquí el acuerdo social y a las preceptivas publicaciones (artículos 165 TRLSA, 319 LSC y 170.3 RRM) deben ir seguidas de una serie de trámites encaminados a hacer efectivo el derecho de oposición de los acreedores (artículo 170.4 RRM) y a la realización del correspondiente reembolso a los accionistas (artículo 170.5 RRM). Este último deberá ir precedido de oferta de compra cuando la reducción se lleve a cabo mediante la adquisición de acciones para su posterior amortización: artículos 170 TRLSA y 338 a 341 LSC). Incluso en los supuestos en los que la reducción tenga una mera significación contable, será preciso dar cumplimiento a una

---

<sup>681</sup> A. PÉREZ DE LA CRUZ, *La reducción...*, pp. 66 a 70, y A. PÉREZ DE LA CRUZ y A. AURIOLLES, *ob. cit.*, pp. 14 a 19.

<sup>682</sup> Según la terminología que se ha generalizado en la doctrina. Al respecto, véase José María DE LA CUESTA RUTE, *Aumento y reducción del capital social*, en A. ROJO (Dir.) *La Reforma de la Ley...*, p. 211; María Candelas SÁNCHEZ DE MIGUEL, *La reducción del capital social: modalidades y requisitos*, en VV.AA., *Derecho de las Sociedades Anónimas*, III, Volumen 2º, Madrid (1994), p. 781; Antonio PÉREZ DE LA CRUZ BLANCO y Antonio AURIOLLES MARTÍN, en R. URÍA, A. MENÉNDEZ y M. OLIVENCIA, *Comentario...*, Tomo VII, Volumen 3º, *La reducción del capital*, Madrid (1995), p. 47; M. DE LA CÁMARA, *ob. cit.*, p. 507; H. SÁNCHEZ RUS, *La amortización...*, p. 210; José MACHADO PLAZAS en I. ARROYO, J. M. EMBID y C. GÓRRIZ, *Comentarios...*, Volumen II, p. 1856 a 1859.

serie de operaciones materiales, como el canje, estampillado o anulación de los títulos o la adecuación de las indicaciones del Registro de anotaciones en cuenta a las nuevas características del capital. En todo caso, la reducción de capital que no se encuentre debidamente ejecutada tampoco puede tener acceso al Registro Mercantil (artículo 165.2 RRM).

La reducción de capital entraña graves peligros –si bien, de distinta naturaleza– tanto para los socios como para los acreedores. En cuanto a los primeros, la propia estructura de la operación puede dar ocasión a la ruptura del principio de igualdad de trato (consagrado, como regla fundamental de funcionamiento de las sociedades de capital en los artículos 42 de la Directiva 77/91/CEE y 97 LSC). Por lo que se refiere a los acreedores, la restitución de aportaciones determina una minoración del patrimonio sobre el que, en su caso, podrían hacer efectivos sus derechos. En todo caso, la disminución de la cifra de retención, vaya o no unida a una atribución patrimonial a los accionistas, determinará un empeoramiento de su posición relativa con respecto a éstos. La Ley trata de conjurar estas amenazas a través de diversos mecanismos que examinaremos separadamente. Ha de tenerse en cuenta que así como el aumento de capital tiene siempre carácter voluntario y es el resultado de una decisión de los órganos sociales<sup>683</sup>, la reducción de capital tiene carácter obligatorio para la sociedad anónima cuando las pérdidas superen un determinado límite (artículos 163 TRLSA y 327 LSC) y, en ocasiones, puede ser decretada por la autoridad judicial (artículo 30, I, primer inciso de la Directiva 77/91/CEE), como sucede en el caso de amortización de acciones propias (artículos 76.1, III y 78.2 TRLSA y 139.3, 145 y 147 LSC).

#### 2.5.4. La tutela de los accionistas

En orden a la defensa del accionista individual, la Directiva contempla una serie de cautelas que se desenvuelven en el proceso interno de formación de la voluntad social. Estas se refieren a la información que ha de estar a disposición de los accionistas y a las mayorías necesarias para la adopción del correspondiente acuerdo social (artículos 30, I, segundo inciso, y II). En nuestro derecho la reducción de capital no presenta en este punto especialidad alguna, puesto que es preciso dar cumplimiento a estos requisitos adicionales en todo supuesto de modificación de estatutos (artículos 144 TRLSA y 287 y 288.1 LSC). Desde un punto de vista material, las técnicas de tutela de los accionistas son distintas en función de las distintas modalidades que puede presentar la reducción. No son especialmente intensas en la llamada “reducción nominal” o “contable”, dado que, por su propia naturaleza, afecta por igual a todos los accionistas. En consecuencia, basta con reiterar (de forma un tanto redundante) la necesidad de respetar los privilegios que, a estos efectos, hubieran podido otorgarse en la Ley o en los estatutos para determinadas clases de acciones (artículos 164.4 TRLSA y 320 LSC), como sucede con las acciones sin voto (artículos 91.2 TRLSA y 100 LSC). Un supuesto con perfiles

---

<sup>683</sup> A. ROJO, *El acuerdo...*, pp. 2343 a 2345, y en R. URÍA, A. MENÉNDEZ y M. OLIVENCIA, *Comentario...*, Tomo VII, *Modificación...*, pp. 57 a 60.

específicos es aquél en el que resulta necesario llevar a cabo una completa reintegración o reconstrucción del capital a través de su reducción a cero seguida de una ampliación de capital. Dado que esta operación equivale a una auténtica refundación de la compañía, bajo el régimen de la LSA de 1951 se entendía que resultaba necesario el consentimiento unánime de los accionistas<sup>684</sup>. Tras la reforma de 1990 la Ley se limita a exigir que “*en todo caso*” se respete el “*derecho de suscripción preferente*” de los socios (artículos 169.1, II TRLSA y 343.2 LSC). Todo ello sin perjuicio de la concurrencia, además, de un mecanismo externo de verificación (artículos 168.2 TRLSA y 323 LSC) si, como es habitual, la reducción tiene su origen en la necesidad de compensar pérdidas que han consumido íntegramente el capital social.

La situación es completamente distinta en la “*reducción real*” o “*efectiva*”. Ningún problema se suscita cuando la reducción de capital se realice mediante la disminución del valor nominal de las acciones y afecte por igual a todos los socios. En este caso, la devolución del valor de las aportaciones habrá de hacerse a prorrata del valor desembolsado de las respectivas acciones, salvo si por unanimidad se acordara otra cosa (artículo 330 LSC, que ha generalizado para todas las sociedades de capital lo previsto en el artículo 81.4 LSRL). Sin embargo, si la vía elegida es la de la amortización, la propia naturaleza de la operación exige delimitar un grupo de accionistas llamado a soportar de forma exclusiva los efectos de la reducción<sup>685</sup>. La Ley contempla en este punto dos mecanismos diferentes de tutela del accionista. Si la reducción ha lleva a cabo mediante la adquisición de acciones para su posterior amortización, la oferta de compra deberá dirigirse a todos los socios (artículos 170.1 TRLSA y 338.1 LSC), y si las peticiones exceden del número de acciones previamente fijado en el acuerdo, se reducirán las ofrecidas por cada socio en proporción al número de acciones cuya titularidad ostente (artículos 170.3 TRLSA y 340.2 LSC).

No obstante, la determinación de las acciones a amortizar puede resultar también del propio acuerdo social. A diferencia del supuesto anterior, en el que el socio sólo queda privado de las acciones que voluntariamente decida transmitir, ahora estamos en presencia de un supuesto de amortización forzosa<sup>686</sup>. En este caso, siguiendo el precedente de la LSA de 1951 (artículo 100, II), la Ley acude a la técnica de la doble votación, exigiendo, además, el acuerdo “*de la mayoría de los accionistas interesados*” (artículos 31 de la Directiva, 164.3 TRLSA y 329 LSC). No se ha recogido, en cambio, en el

---

<sup>684</sup> A. PÉREZ DE LA CRUZ, *La reducción...*, p. 239; A. SÁNCHEZ ANDRÉS, *ob. cit.*, pp. 109 y 110; Aurelio MENÉNDEZ, *Pérdida del capital social y continuación de la sociedad anónima*, en VV.AA., *Estudios de Derecho mercantil en homenaje al profesor Antonio Polo*, Madrid (1981), p. 499.

<sup>685</sup> Los socios se enfrentan aquí a una amenaza más intensa de la que aparece en el caso de ampliación de capital con creación de nuevas acciones, puesto que la consecuencia de la operación no es simplemente la dilución de su participación, sino que puede determinar su exclusión de la sociedad. Al respecto, véase, J. RUBIO, *ob. cit.*, p. 87; H. SÁNCHEZ RUS, *La amortización...*, p. 218.

<sup>686</sup> A. PÉREZ DE LA CRUZ y A. AURIOLES, *ob. cit.*, p. 199.

Derecho interno español la exigencia de una previa habilitación estatutaria para proceder a la retirada forzosa de las acciones (artículo 36.1,a de la Directiva)<sup>687</sup>. En todo caso, el sistema de protección se revela del todo punto inadecuado. El grupo mayoritario goza de una completa discrecionalidad para la delimitación de las acciones que han de ser objeto de amortización, lo que convierte la votación separada en un mero trámite formal. No siempre será fácil determinar si los “*accionistas interesados*” son los que permanecen en la sociedad o aquellos a los que se reembolsan las acciones. No hay mecanismos externos de valoración, como los previstos, por ejemplo, a los efectos del ejercicio del derecho de separación (artículos 147.2 TRLSA y 353 LSC)<sup>688</sup>.

### 2.5.5. La protección de los acreedores

La distinción entre la reducción nominal o contable y la real o efectiva se proyecta aún con especial intensidad sobre los distintos mecanismos de protección de los acreedores. El tratamiento de la restitución de las aportaciones ha sufrido numerosas vicisitudes en nuestro derecho. El Código de Comercio había articulado un procedimiento de homologación judicial basado en un test de solvencia (artículo 168). La LSA de 1951 optó, en cambio, por la atribución a los acreedores de un derecho de oposición (artículo 99) y este sistema se mantuvo en la reforma de 1989<sup>689</sup>. El acuerdo de reducción de capital queda sujeto a un régimen de publicidad obligatoria (artículos 165 TRLSA y 319 LSC)<sup>690</sup>. Los acreedores cuyos créditos hayan nacido antes de la fecha del último anuncio y no se encuentran “*suficientemente garantizados*”, “*tendrán el derecho de oponerse a la reducción*” (artículos 166.1 TRLSA y 334 LSC). Esta facultad habrá de ejercitarse en el plazo de un mes a contar desde la fecha del último anuncio del acuerdo (artículos 166.2 TRLSA y 336 LSC). En caso de ejercicio del derecho de oposición, “*la reducción de capital no podrá*

---

<sup>687</sup> Sobre la posibilidad de integrar este requisito por vía de una interpretación conforme a partir de la función atribuida a la configuración estatutaria del capital y las acciones, H. SÁNCHEZ RUS, *La amortización...*, pp. 234 a 238. Una visión alternativa, en la que la conformidad con la norma comunitaria derivaría de la consideración de que no es precisa una específica habilitación estatutaria, puesto que la retirada forzosa es una operación expresamente prevista en la Ley puede verse en Luis FERNÁNDEZ DEL POZO, *La amortización de acciones y las acciones rescatables*, Madrid (2002), pp. 95 y ss.

<sup>688</sup> Todo estos desajustes derivan de la circunstancia de que, en su origen, la “*amortización*” a la que se refería la LSA de 1951 no se identificaba con una retirada forzosa de acciones, sino con su sustitución por bonos de disfrute; véase, al respecto, H. SÁNCHEZ RUS, *La amortización...*, pp. 215 a 218. Las dificultades que plantea una integración coherente de esta modalidad de reducción de capital en el sistema general de la Ley se han acentuado en la LSC. No puede dejar de llamar la atención que para acordar un simple reembolso parcial que no responda a un estricto criterio proporcional, se exija acuerdo unánime (artículo 330 LSC), mientras que un reembolso total que -por definición- sólo afecta a una categoría de accionistas, baste con una votación separada (artículo 331 LSC).

<sup>689</sup> Véase, *infra*, pp. 124 y 125.

<sup>690</sup> Tras la modificación introducida en el artículo 319 LSC por el Real Decreto-Ley 13/2010, de 3 de diciembre, el acuerdo de reducción de capital habrá de publicarse en el Boletín Oficial del Registro Mercantil y en la página web de la sociedad y sólo en defecto de ésta, en un periódico de gran circulación de la provincia en la que la sociedad tenga su domicilio.

*llevarse a cabo*” (artículos y 337, primer inciso, LSC), ni, consecuentemente, inscribirse en el Registro Mercantil (artículo 170.4,I RRM). Por este motivo, más que de un derecho de oposición a la reducción, cabría hablar de un derecho a suspender la ejecución de la reducción acordada<sup>691</sup>.

Frente la oposición entablada en el plazo legal la Ley reconoce una doble posibilidad a la sociedad: la prestación de una “*garantía a satisfacción del acreedor*” o la notificación de haberse constituido una “*fianza solidaria a favor de la sociedad por una entidad de crédito*” (artículos 166.3 TRLSA y 337 LSC). Estas previsiones no responden exactamente al régimen de la Directiva, que remite a una decisión judicial en caso de discrepancia sobre la idoneidad de la garantía (artículo 32.2)<sup>692</sup>. También evita la suspensión de la reducción el pago realizado al acreedor (artículo 170.4,II RRM), si bien, hay que entender que esta solución sólo podrá llevarse a término en virtud de un convenio expreso con el acreedor puesto que no hay regla legal alguna que imponga el vencimiento del crédito como consecuencia del ejercicio del derecho de oposición<sup>693</sup>. Los acreedores no pueden oponerse a la reducción cuando la atribución patrimonial a los accionistas se realice “*con cargo a beneficios o reservas libres*” o “*por vía de amortización de...acciones adquiridas por la sociedad a título gratuito*”. En este caso es preciso el valor nominal de las acciones amortizadas o de la disminución del valor nominal de las mismas deberá destinarse a una reserva “*de la que sólo será posible disponer con los mismos requisitos exigidos para la reducción de capital*” (artículos 167,3º TRLSA y 335,c LSC). De esta forma la cifra de retención permanecerá inalterada<sup>694</sup>.

El enfoque es completamente distinto en la reducción nominal o contable. No se reconoce un derecho de oposición a los acreedores ni en la reducción por pérdidas, ni en la que tiene por objeto la constitución o el incremento de la reserva legal, ni cuando se realice “*con cargo a beneficios o reservas libres*” o por vía de amortización de acciones adquiridas por la sociedad a título gratuito (artículos 167 TRLSA y 335 LSC). En el primer caso porque el acuerdo de reducción se limita a constatar un hecho. En el segundo y el tercero en razón del mantenimiento de la cifra de retención a pesar de la reducción del capital. La reserva legal tiene carácter indisponible (artículo 274.2 LSC). En los otros supuestos el importe del valor nominal de las acciones amortizadas o de la disminución del valor nominal de las mismas deberá destinarse a una reserva, “*de la que sólo será posible disponer con los mismos requisitos exigidos para la reducción del capital social*” (artículos 167,3º, último inciso TRLSA y 335,b, último inciso LSC).

---

<sup>691</sup> Francisco José ALONSO ESPINOSA, *Modificación de estatutos y aumento y reducción del capital social*, CDC, nº 8 (1990), p.96; A. PÉREZ DE LA CRUZ y A. AURIOLES, *ob. cit.*, p. 109; J. MACHADO, *ob. cit.*, p. 1861.

<sup>692</sup> Véase, A. PÉREZ DE LA CRUZ y A. AURIOLES, *ob. cit.*, p. 113.

<sup>693</sup> M. DE LA CÁMARA, *ob. cit.*, p. 507. En un sentido distinto se pronuncian A. PÉREZ DE LA CRUZ y A. AURIOLES, *ob. cit.*, p. 114.

<sup>694</sup> Véase, *infra*, p. xx.

No obstante, la Ley establece a estos efectos una serie de garantías adicionales, aplicables a las modalidades anteriores (artículos 33.1 de la Directiva y 328 LSC). En primer término, se contempla un mecanismo de verificación externa. La operación debe realizarse en base aun balance referido a una fecha comprendida dentro de los seis meses inmediatamente anteriores al acuerdo, aprobado por la junta y verificado por el auditor de cuentas de la sociedad. Si ésta no estuviera obligada a someter a auditoria las cuentas anuales, el auditor será nombrado por los administradores (artículos 168.2 TRLSA y 323 LSC)<sup>695</sup>. Además, se establecen una serie de requisitos de índole material. No cabe reducir el capital con estas finalidades cuando la sociedad cuente con cualquier clase de reservas voluntarias o cuando la reserva legal, una vez efectuada la reducción exceda del diez por ciento del capital social (artículos 168.1 TRLSA y 322.2 LSC). En el supuesto de que la operación determinara la aparición de un *“excedente del activo sobre el pasivo”*, éste deberá atribuirse a la reserva legal, sin que ésta pueda llegar a superar la décima parte de la nueva cifra de capital (artículos 168.3 TRLSA y 325 LSC)<sup>696</sup>. Para que la sociedad pueda repartir dividendos una vez reducido el capital será preciso que la reserva legal alcance el diez por ciento del nuevo capital social (artículos 168.4 TRLSA y 326 LSC).

## 2.6. Las atribuciones patrimoniales a los accionistas: el mantenimiento del capital

### 2.6.1. Los dividendos

La LSA de 1951 había formulado la regla básica del mantenimiento del capital en términos muy semejantes a los que un cuarto de siglo más tarde acogería la Directiva 77/91/CEE. Sólo podían ser pagados *“dividendos sobre las acciones en razón de beneficios realmente obtenidos”* y siempre que *“el valor del activo”*

---

<sup>695</sup> El Reglamento del Registro Mercantil alude también a estos requisitos en relación a la reducción que tiene por objeto la constitución de las reservas voluntarias (artículo 171.2). No obstante, aun cuando esta modalidad pueda calificarse formalmente como un supuesto de reducción contable, desde un punto de vista material determina la desvinculación de una porción del patrimonio social y, correlativamente, una disminución real y efectiva de la garantía de los acreedores (circunstancia que no se produce en los supuestos tipo de reducción contable). Es decir, implica una restitución de aportaciones potencial y, por tanto es a este régimen al que debe quedar asimilada en cuanto a los mecanismos de protección de acreedores.

<sup>696</sup> A pesar de la sistemática legal, este precepto de difícil comprensión debe referirse exclusivamente al supuesto de reducción por pérdidas. El supuesto de aplicación será el del acuerdo de reducción por un importe nominal superior al de las pérdidas que resulten del balance. Se trata de una cautela que complementa de la regla que excluye que la reducción de capital por pérdidas pueda dar lugar a reembolsos a los accionistas o a la dispensa de la obligación de realizar las aportaciones pendientes (artículos 33.2 de la Directiva, 168.2, segundo inciso, TRLSA y 321 LSC). Al respecto, véase A. PÉREZ DE LA CRUZ y A. AURIOLES, *ob. cit.*, p. 172 y J. MACHADO, *ob. cit.*, p. 1878.

no fuera inferior al capital social (artículo 107,l). La reforma de 1989 se ha limitado, por tanto, a incorporar a la Ley una serie de precisiones y mejoras técnicas. En primer término, en relación a la competencia de los órganos sociales. Se establece expresamente que corresponde a junta la aprobación de las cuentas anuales (artículos 212.1 TRLSA y 272.1 LSC), así como la decisión sobre “la aplicación del resultado del ejercicio de acuerdo con el balance aprobado” (artículos 213.1 TRLSA y 273.1 LSC)<sup>697</sup>. Frente a la noción tradicional de “distribución de dividendos” (que es la que está presente en el artículo 15 de la Directiva), se acoge el más amplio concepto de “aplicación del resultado”, que engloba tanto las atribuciones patrimoniales a los accionistas como otras aplicaciones impuestas por la Ley o los estatutos o decididas por la junta<sup>698</sup>.

La decisión de la junta sólo podrá adoptarse a partir de un estado contable que ponga de manifiesto las alteraciones patrimoniales producidas durante el ejercicio social (lo que sólo aparece de forma implícita en el artículo 15 de la Directiva)<sup>699</sup>. De esta forma, el trámite formal de la aprobación del balance no sólo constituye un requisito indispensable para proceder a la distribución de dividendos<sup>700</sup>, sino que la determinación de la cuantía de los fondos repartibles entre los accionistas vendrá determinada por la aplicación de la normativa contable vigente en cada momento. Dicho de otra forma, que la disciplina del capital social descansa sobre el concepto de “beneficio contable”, que no tiene por que coincidir con lo que, bajo otros parámetros, pudiera considerarse como beneficio real o beneficio económico (por ejemplo, el derivado de plusvalías no realizadas). El concepto de beneficio contable es único. A los efectos del abono de dividendos es irrelevante el origen del mismo (el resultado de la explotación o los rendimientos financieros) o su naturaleza (ordinario o extraordinario)<sup>701</sup>.

---

<sup>697</sup> La Directiva no se pronuncia sobre el órgano competente para decidir sobre la distribución de dividendos, lo que contrasta con la expresa exigencia de un acuerdo de la junta en sede de aumento y reducción de capital (artículos 25.1 y 30). Hubiera sido posible, por tanto, atribuir la competencia al órgano de administración, como, de forma concurrente con la junta se hace en relación a los dividendos a cuenta lo que, en la práctica, introduce una significativa corrección en el sistema general de la Ley.

<sup>698</sup> Rafael ILLESCAS ORTIZ, en R. URÍA, A. MENÉNDEZ y M. OLIVENCIA, *Comentario...*, Tomo VIII, *Las cuentas anuales de la sociedad anónima*, volumen 2º, *Auditoria, aprobación, depósito y publicidad de las cuentas anuales* (1993), pp. 194 y 195; José MASSAGUER FUENTES, *Beneficio, reservas y dividendos en la sociedad anónima*, Noticias de la Unión Europea, nº 152 (1997), p. 44; L. FERNÁNDEZ DEL POZO, *La aplicación...*, p. 31.

<sup>699</sup> Los trabajos preparatorios de la Directiva 77/91/CEE se desarrollaron simultáneamente con los de la Directiva 78/660/CEE, Cuarta Directiva del Consejo en materia de Derecho de sociedades, relativa a las “cuentas anuales de determinadas formas de sociedad”, lo que explica la renuencia del legislador comunitario a abordar cuestiones de naturaleza contable en la primera.

<sup>700</sup> R. ILLESCAS, *ob. cit.*, pp. 196 y 197; L. FERNÁNDEZ DEL POZO, *La aplicación...*, pp. 173 y 232. Ha de tenerse en cuenta que esta exigencia se refiere exclusivamente a las cuentas individuales. Las cuentas consolidadas tienen una función exclusivamente informativa y no condiciona la aplicación de resultados de la sociedades del grupo. Al respecto, véase *infra*, p. xx.

<sup>701</sup> Aun cuando ésta puede ser tomada en consideración a otros efectos. Así, por ejemplo, el usufructuario de acciones o participaciones sociales puede exigir al nudo propietario el

La Ley española proporciona una sistemática más clara que la Directiva en orden a la distinción entre la base del reparto -los fondos disponibles- y el destino o la aplicación que estos deben recibir<sup>702</sup>. Aun cuando el beneficio se determina periódicamente y por referencia a un lapso de tiempo acotado (el ejercicio social), el criterio que toma en consideración la Ley es el de los beneficios absolutos de la sociedad<sup>703</sup>. Por este motivo no sólo pueden repartirse dividendos “*con cargo al benéfico del ejercicio*”, sino también “*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*” (artículos 15.1,a y c de la Directiva, 213.2,I TRLSA y 273.2,I LSC). La introducción de un nuevo régimen contable en 2007 determinó una matización en la formulación de la regla tradicional en relación a los “*beneficios imputados directamente al patrimonio neto*”. Estos son los que se ponen de manifiesto con ocasión de las variaciones de valor originadas por la aplicación a determinados activos del criterio del valor razonable (artículo 38bis C. Com.). En la medida en que se trata de un resultado contable que aflora al margen del criterio general que exige la efectiva realización del bien, estos beneficios “*no podrán ser objeto de distribución, directa ni indirecta*” (artículos 213.2,I TRLSA y 273.2,I LSC, último inciso).

La junta general no dispone de una absoluta discrecionalidad en orden de la aplicación del excedente del ejercicio. La distribución de dividendos sólo puede acordarse “*una vez cubiertas las atenciones previstas por la ley o los estatutos*” (artículos 213.2,I TRLSA y 273.2,I LSC, inciso inicial). La regla del mantenimiento del capital exige que éste se destine a compensar las pérdidas producidas en ejercicios anteriores si, como consecuencia de las mismas, el “*valor del patrimonio neto de la sociedad fuera inferior a la cifra de capital social*” (artículos 15.1,a y c de la Directiva, 213.2,II TRLSA y 273.2,II LSC). La ley impone la detracción de una parte de los beneficios con la finalidad de constituir un fondo de reserva, en previsión de la existencia de pérdidas futuras. Debe destinarse “*en todo caso*” una cifra igual al diez por ciento del beneficio del ejercicio a la dotación de la reserva legal, “*hasta que esta alcance, al menos, el veinte por ciento del capital social*” (artículos 214.1 TRLSA y 274.1 LSC). El saldo de la misma “*sólo podrá destinarse a la compensación de pérdidas en el caso de que no existan otras reservas disponibles suficientes para este fin*” (artículos 214.2 TRLSA y 274.2 LSC). Tras una reducción de capital por pérdidas o para dotar la reserva legal, la sociedad no podrá repartir dividendos en tanto esta última no alcance el diez por ciento del nuevo capital social (artículos 168.4 TRLSA y 326 LSC). Finalmente, la realización de una atribución patrimonial a los accionistas se condiciona, además, al saneamiento de determinados activos ficticios<sup>704</sup>, si bien éste se lleva a cabo a través de

---

incremento de valor que corresponda a “*los beneficios propios de la explotación de la sociedad integrados durante el usufructo en las reservas*” (artículos 68.1 TRLSA y 128.1 LSC). Al respecto, véase L. FERNÁNDEZ DEL POZO, *La aplicación....*, pp. 227 y 233.

<sup>702</sup> I. QUINTANA, *ob. cit.* p. 119; L. FERNÁNDEZ DEL POZO, *La aplicación....*, pp. 31 y 121.

<sup>703</sup> L. FERNÁNDEZ DEL POZO, *La aplicación....*, p. 221.

<sup>704</sup> L. FERNÁNDEZ DEL POZO, *La aplicación....*, pp. 209 a 212.

técnicas diferentes en relación a los gastos de investigación y desarrollo y al fondo de comercio.

En tanto los primeros no hayan sido amortizados se prohíbe toda distribución de beneficios, a menos que el importe de las reservas disponibles sea, como mínimo, igual al de los gastos de esta naturaleza que figuren en el activo del balance (artículos 213.3 TRLSA y 273.3 LSC). En cambio, es preciso dotar una reserva indisponible “*equivalente al fondo de comercio que aparezca en el activo del balance*”, destinándose a tal efecto una porción del beneficio que represente, al menos, un cinco por ciento del mismo importe del indicado fondo de comercio. Si no existiera beneficio o éste fuera insuficiente se emplearán al efecto reservas de libre disposición (artículos 213.4 TRLSA y 273.4 LSC). Este régimen responde al distinto tratamiento contable actual de ambos tipos de activos. Los gastos de investigación y desarrollo deben ser objeto de amortización de conformidad con las reglas generales, es decir, “*de manera racional y sistemática durante el tiempo de su utilización*” (artículo 39.1 C. Com.). Por el contrario, el fondo de comercio, no es objeto de amortización, sin perjuicio de “*las correcciones de valor pertinentes, al menos anualmente, en caso de deterioro*” (artículo 39.4,II C. Com.). Los efectos en relación a la distribución de beneficios son, sin embargo, equivalentes. En el primer caso, la amortización sistemática determina una menor base de reparto. En el segundo, la aparición de un beneficio más elevado se corrige en sede de aplicación de resultados mediante la detracción obligatoria de una parte del mismo<sup>705</sup>.

La distribución de dividendos quede revestida, en principio, de un carácter anual y su efectividad subordinada al proceso de formulación y aprobación de las cuentas anuales del ejercicio anterior. No obstante, la práctica ha puesto de relieve, especialmente en el ámbito de las sociedades cotizadas, la conveniencia de realizar pagos a los accionistas en periodos más breves<sup>706</sup>. La Directiva permite a las legislaciones nacionales autorizar el abono de anticipos sobre dividendos (artículo 15.2), posibilidad no que contemplaba la LSA de

---

<sup>705</sup> La prohibición de distribuir dividendos en tanto no se hubiera completado la amortización procede de la versión inicial de la Directiva 78/660/CEE (artículos 34 y 37) –véase, *infra*, p. xx-y había sido recogida en la redacción original del TRLSA (artículo 194). Con arreglo a la misma, los gastos de establecimiento y los de investigación y desarrollo susceptibles de ser recogidos como activos debían amortizarse en un plazo máximo de cinco años. El fondo de comercio, que sólo puede figurar en el activo del balance cuando se ha adquirido a título oneroso, debía amortizarse en un periodo máximo de veinte años. En tanto no se completara la amortización no podían distribuirse beneficios, a menos que el importe de las reservas fuera, como mínimo, “*igual al importe de los gastos no amortizados*” (artículo 106,a Ley 19/1989), habiendo sido erróneamente sustituida esta última expresión en el TRLSA por una referencia a los “*gastos amortizados*”. Al respecto, véase Francisco VICENT CHULIÁ, en R. URÍA, A. MENÉNDEZ y M. OLIVENCIA, *Comentario...*, Tomo VIII, *Las cuentas...*, pp. 520 y 521. Al haber desaparecido la posibilidad de activar en el balance los gastos de establecimiento, no hay términos para plantear su eventual incidencia sobre la distribución de dividendos.

<sup>706</sup> La figura responde a diversas finalidades, todas ellas vinculadas a la estructura de la sociedad anónima abierta: potenciar el atractivo de las acciones como producto financiero, garantizar la fidelidad de accionista y evitar oscilaciones significativas en el precio de las acciones, como sucedería si los dividendos se concentraran en un único pago. Al respecto, J. MASSAGUER, *Los dividendos...*, pp. 28 a 30, y *Beneficio...*, pp. 52 y 53; R. ILLESCAS, *ob. cit.*, p. 255

1951<sup>707</sup>. La introducción de la figura de los dividendos a cuenta constituye, por tanto, una innovación de la reforma de 1989. La competencia para acordar la distribución se atribuye de forma indistinta a la junta general o a los administradores (artículos 216 TRLSA y 277 LSC, primer inciso). La posibilidad de acordar la distribución se sujeta a un doble requisito. En primer término, la formulación por los administradores de un estado financiero *“en el que se ponga de manifiesto que existe liquidez suficiente para la distribución”*, que se incluirá posteriormente en la memoria (artículos 216,a TRLSA y 277,a LSC). En segundo lugar, que no supere un determinado límite cuantitativo (que no resulta de la Directiva). El pago a cuenta no podrá exceder de *“los resultados obtenidos desde el fin del último ejercicio”*, deducidas las pérdidas procedentes de ejercicios anteriores, las cantidades con las que deban dotarse las reservas obligatorias y la estimación del impuesto a pagar sobre dichos resultados (artículos 216,b TRLSA y 277,b LSC).

En el caso de que la distribución de dividendos se realice con sujeción a las reglas anteriores, el accionista adquiere de forma definitiva e irrevocable las cantidades percibidas. En el caso de los dividendos a cuenta, aun cuando concurren pérdidas sobrevenidas o no llegue a producirse un ulterior acuerdo de aplicación del resultado<sup>708</sup>. Por el contrario, cualquier distribución irregular de dividendos o cantidades a cuenta deberá ser restituida con el interés legal correspondiente, siempre que *“la sociedad pruebe que los preceptores conocían la irregularidad de la distribución o que, habida cuenta de las circunstancias, no podían ignorarla”* (artículos 16 de la Directiva, 217 TRLSA y 278 LSC).

## 2.6.2. La adquisición derivativa de acciones propias

Bajo el régimen del Código de Comercio la adquisición por una sociedad anónima de sus propias acciones debía ir seguida de su inmediata amortización (artículo 166). La LSA de 1951 mantuvo el mismo enfoque si bien, con carácter excepcional, permitía la autocartera en determinadas circunstancias, con la obligación de proceder a la venta de las acciones *“en el más breve plazo”* (artículo 47)<sup>709</sup>. Frente a la brevedad de las disposiciones anteriores, el TRLSA introdujo una regulación muy detallada, en la que -bajo a rúbrica *“De los negocios sobre las propias acciones”*- se regulan los diversos supuestos que en el esquema de la Directiva (artículos 18 a 24bis) se relacionan con la adquisición de las propias acciones<sup>710</sup>. Hemos visto como en

---

<sup>707</sup> Durante la vigencia de la misma los pagos a cuenta se instrumentaban mediante la ficción de que se trataba de un préstamo que la sociedad realizaba a los accionistas. Véase, J. MASSAGUER, *Los dividendos...*, pp. 70 a 72 y R. ILLESCAS, *ob. cit.*, p. 256.

<sup>708</sup> J. MASSAGUER, *Los dividendos...*, pp. 74

<sup>709</sup> Véase, *infra*, p. 125.

<sup>710</sup> Esta materia integraba la Sección Cuarta del Capítulo IV del TRLSA (artículos 74 a 88). La misma sistemática adopta la LSC que dedica a *“Los negocios sobre las propias participaciones o acciones”* (artículos 134 a 158) el Capítulo VI de su Título IV, *Participaciones sociales y*

sede de aumento y reducción de capital las disposiciones de derecho interno presentan numerosas peculiaridades frente al contenido mínimo exigido por la Directiva. En cambio, en lo que se refiere a la adquisición de acciones propias y al régimen de la autocartera, la incorporación de la Directiva se ha llevado a cabo mediante una transcripción casi literal de la norma comunitaria. La complejidad de la materia ha llevado al legislador español a asumir en este punto la Directiva más como una ley uniforme que como un régimen normativo mínimo<sup>711</sup>. Esta técnica supone que el legislador español ha optado en este punto (con algunas matizaciones) por el régimen más permisivo posible<sup>712</sup>. Se ha completado, por tanto, el tránsito desde un régimen prohibitivo de la adquisición derivativa de acciones a un marco normativo en el que ésta aparece como una operación lícita y permitida, si bien sometida a una serie de cautelas específicas. Es decir, un sistema de admisión reglada o reglamentada<sup>713</sup>.

Desde un punto de vista sistemático, la Ley parte de la contraposición entre la adquisición originaria de acciones (artículos 74 TRLSA y LSC) y los diversos supuestos de adquisición derivativa (artículos 75 y ss. TRLSA y ss. LSC). Como hemos venido indicando, no se trata de dos modalidades de una categoría general y las correlativas disposiciones legales persiguen finalidades muy diferentes. La rigurosa prohibición de autosuscripción se encamina a evitar la emisión de acciones sin una efectiva contrapartida patrimonial (es decir, sin la entrada de nuevos recursos en la compañía o la liberación de un pasivo). Se trata, pues, de uno de los diversos mecanismos que establece la Ley en orden a asegurar una correcta integración del capital. La adquisición derivativa de acciones propias, por el contrario, equivale a la restitución de las aportaciones y puede instrumentarse como una técnica de retribución a los accionistas alternativa (o complementaria) de la distribución de dividendos<sup>714</sup>. Su régimen legal responde, en consecuencia, a la doctrina general del mantenimiento del capital y gira en torno a dos cuestiones fundamentales: las condiciones de adquisición de las acciones propias y el estatuto de la autocartera. En atención a su complejidad, las examinaremos separadamente. El régimen legal se extiende a las adquisiciones realizadas por medio de persona interpuesta (artículos 88 TRLSA y 156 LSC).

---

*acciones*. Todos estos preceptos fueron objeto de una modificación de cierta importancia en virtud de la Ley 16/2007, de 4 de julio. Al respecto, véase *supra*, pp. xx y xx.

<sup>711</sup> Jaime ZURITA y SÁEZ DE NAVARRETE, *La adquisición por la sociedad anónima de sus propias acciones*, en A. ROJO (Dir), *La reforma...*, pp. 135 y 144; José Antonio GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ *Artículo 75. Adquisición derivativa de acciones propias*, en I. ARROYO, J. M. EMBID y C. GÓRRIZ, *Comentarios...*, Volumen I, p. 760.

<sup>712</sup> C. PAZ-ARES, *Negocios...*, p. 500, y Cándido PAZ-ARES y Antonio B. PERDICES HUETOS, en R. URÍA, A. MENÉNDEZ y M. OLIVENCIA, *Comentario...*, Tomo IV, *Las acciones*, volumen 2º, *Los negocios sobre las propias acciones* (2003), pp. 97 y 107.

<sup>713</sup> J. ZURITA, *ob. cit.*, p. 137; J. A. GARCÍA-CRUCES, *Artículo 75...*, p. 760.

<sup>714</sup> José Antonio GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ, *Artículo 74. Adquisición originaria de acciones propias*, en I. ARROYO, J. M. EMBID y C. GÓRRIZ, *Comentarios...*, Volumen I, pp. 743 y 744.

### 2.6.3. Las participaciones recíprocas

La existencia de una participación recíproca entre dos sociedades de capital es susceptible de producir unos efectos equivalentes a los que resultan de la adquisición por una sociedad anónima de sus propias acciones. A pesar de ello, la Directiva 77/91/CEE sólo ha tomado en consideración el fenómeno de las participaciones recíprocas que se producen en el seno de los grupos de sociedades, mediante la técnica de equiparar a la adquisición de las propias acciones la de las acciones de la sociedad dominante (artículo 24bis)<sup>715</sup>. De acuerdo con el mandato de la Directiva, la regla de derecho interno español asimila, con ciertas matizaciones, la adquisición de acciones de la sociedad dominante a la de las acciones propias (artículos 75 y 77 TRLSA y 146 y 148 LSC)<sup>716</sup>. A estos efectos, se considera que existe grupo de sociedades “cuando concurra alguno de los casos establecidos en el artículo 42 del Código de Comercio” y será sociedad dominante “la que ostente o pueda ostentar, directa o indirectamente, el control de otra u otras” (según la previsión general del artículo 18 LSC, que ha sustituido a la regla específica que, en relación a los negocios sobre las propias acciones, resultaba del artículo 87 TRLSA). A pesar de ello, es preciso tener en cuenta que los efectos derivados de la adquisición de acciones de la sociedad dominante sólo se producen con la misma intensidad que los derivados de la adquisición de acciones propias cuando la participación comprende la totalidad del capital de la filial. En los demás supuestos, el efecto de la operación será proporcional al porcentaje de participación<sup>717</sup>.

Además, al margen de cualquier exigencia derivada de la normativa comunitaria, la reforma de 1989 introdujo, además, junto a estas “participaciones recíprocas de control”, una reglamentación específica de las denominadas “participaciones recíprocas simples”<sup>718</sup>. Es decir, de las que se

---

<sup>715</sup> Véase, *infra*, pp. 169 y 170.

<sup>716</sup> Con anterioridad a la entrada en vigor de la Directiva 92/101/CEE sobre autocartera indirecta, en la redacción original del TRLSA ya se equiparaba la adquisición de acciones propias a las de la sociedad dominantes. La incorporación de la Directiva en 1995 hizo necesario, no obstante, introducir una serie de precisiones en relación a la responsabilidad solidaria de los administradores de ambas sociedades en caso de suscripción (artículos 74.2 TRLSA y LSC), contenido de la autorización de la junta para la adquisición derivativa (artículos 75.1º TRLSA y LSC), límites a la autocartera (artículos 75.3º TRLSA y LSC), características de la reserva indisponible (artículos 75,3º y 79,3º TRLSA y LSC), obligación de enajenar (artículos 76.1 y 78.1 TRLSA y LSC), concepto de sociedad dominante (artículo 87 TRLSA) y régimen sancionador (artículos 89 TRLSA y LSC).

<sup>717</sup> Una participación del 100% supone que la suscripción de acciones de la dominante se realiza íntegramente con cargo a recursos que ya formaban parte del patrimonio de aquélla. En cambio, si la participación es del 50%, se produciría en la misma medida un ingreso de nuevos elementos en el patrimonio de la dominante. El mismo razonamiento cabe formular en relación a la adquisición derivativa.

<sup>718</sup> Sobre esta terminología, véase A. ALONSO UREBA, *Participaciones...*, p. 1434; Ángel Luis MONGE GIL y Alfredo ÁVILA DE LA TORRE, *Artículo 82. Participaciones recíprocas*, en I. ARROYO, J. M. EMBID y C. GÓRRIZ, *Comentarios...*, Volumen II, p. 1856 a 1859.

producen al margen de la vinculación existente entre una sociedad filial y su sociedad dominante (artículos 85 TRLSA y 154 LSC). El Derecho comparado muestra dos posibles aproximaciones al fenómeno de las participaciones recíprocas simples: la limitación de derechos (sistema consagrado en la AktG alemana de 1965) y la prohibición de participaciones recíprocas a partir de un determinado porcentaje (cuyo origen se sitúa en la Ley francesa de 1966)<sup>719</sup>. El legislador español ha optado por un modelo que combina elementos de los dos anteriores. La regla básica excluye las participaciones que excedan del diez por ciento de las sociedades participadas, extendiéndose esta prohibición a *“las participaciones circulares constituidas por medio de sociedades filiales”* (artículos 82 TRLSA y 151 LSC)<sup>720</sup>. Por debajo de este límite las participaciones recíprocas son plenamente regulares. Con la finalidad de hacer efectiva la previsión anterior se establece un complejo sistema de notificaciones y suspensión de derechos.

La sociedad que, por sí misma o a través de una filial, llegue a poseer más del diez por ciento de otra sociedad deberá notificarlo de inmediato. En tanto no se realice la notificación quedan suspendidos *“los derechos correspondientes a sus participaciones”* (artículos 86.1 TRLSA y 155.1 LSC). Lógicamente, la efectividad de esta regla legal dependerá de que la sociedad participada pueda tener conocimiento de la situación, al margen de la notificación. En caso de haberse superado el límite legal, la sociedad que reciba en primer término la notificación anterior queda obligada a reducir al diez por ciento su participación en el capital de la otra sociedad. Si la recibieran simultáneamente, la obligación correrá a cargo de las dos (artículos 83.1 TRLSA y 152.1 LSC). La reducción deberá llevarse a cabo en el plazo de uno o tres años (si se hubieran adquirido concurriendo alguna de las circunstancias que determinan la libre adquisición de acciones propias). Durante este plazo queda en suspenso el derecho de voto *“de las participaciones excedentes”* (artículos 83.2 TRLSA y 152.2 LSC). De forma análoga a lo previsto para la autocartera, el incumplimiento de la obligación de reducción determinará la venta judicial de las participaciones excedentes, a instancia de parte interesada, y la suspensión de los derechos *“correspondientes a todas las participaciones”* que la sociedad incumplidora ostente en la otra sociedad (artículos 83.3 TRLSA y 152.3 LSC). En el

---

<sup>719</sup> Al respecto, véase ALONSO UREBA, *Participaciones...*, p. 1435 y ss. y M. S. FLORES DOÑA, *ob. cit.*, pp. 44 y ss.

<sup>720</sup> El legislador ha estimado, sin duda, que por debajo de este límite son irrelevantes los peligros potenciales de las participaciones recíprocas. Al menos, en lo que se refiere a la defensa de la integridad del capital y, al margen de la incidencia que este tipo de estructuras pueden tener sobre el control interno de cada una de las sociedades implicadas. La participación recíproca entre dos sociedades de capital supone que el patrimonio de cada una de ellas pasa a estar integrado, indirectamente, por acciones o participaciones propias. Es decir, que una parte de las aportaciones que inicialmente habían servido de contrapartida al capital ha sido restituida al accionista. No obstante, la disminución del soporte patrimonial de la cifra de capital también se produce aquí con muchísima menos intensidad de la que aparece en el caso de adquisición de acciones propias o de acciones de la sociedad dominante. En el caso de una participación recíproca del 10%, sólo el 10% del valor de la misma estará representado por acciones o participaciones propias, lo que determina una restitución efectiva del 1%. Al respecto, véase A. ALONSO UREBA, *Participaciones...*, pp. 1452 a 1456, y C. PAZ-ARES y A. PERDICES HUETOS, *ob. cit.*, pp. 508 a 510.

patrimonio neto de la sociedad obligada a la reducción se establecerá una reserva equivalente al importe de las participaciones recíprocas computadas en el activo (artículos 84 TRLSA y 153 LSC).

#### 2.6.4. La aceptación de acciones en garantía y la asistencia financiera

El estatuto del mantenimiento del capital se completa con el tratamiento de una serie de situaciones que tienen como característica común la concesión de crédito por una sociedad anónima a sus accionistas. Este tipo de operaciones implican de por sí una utilización irregular de los fondos de la compañía, que se desvían de su función natural consistente en el desarrollo del objeto social. Pero, además, las circunstancias en las que habitualmente se llevan a cabo suscitan la duda razonable de si la sociedad podrá hacer efectivo el crédito a su vencimiento (por ejemplo, si el préstamo se concede a un accionista en dificultades económicas que no ha podido acceder a otro tipo de financiación en el mercado, o si se de lo que se trata es de facilitar la toma de control de la compañía por el deudor)<sup>721</sup>. El sistema legal puede prevenir esta descapitalización potencial a través de diversas técnicas. El Código de Comercio había adoptado al efecto una solución especialmente rigurosa, al establecer que “*las compañías anónimas*” no podían “*prestar nunca con la garantía de las propias acciones*” (artículo 166). La LSA de 1951 no contenía una regla específica, si bien algunas de las consecuencias que podían derivarse del incumplimiento por el accionista deudor (la dación en pago o la ejecución forzosa de las acciones) se remitían al régimen general de adquisición de las acciones propias<sup>722</sup>. El mismo camino siguió el TRLSA en 1989, mediante una reproducción casi literal de las disposiciones correlativas de la Directiva 77/91/CEE<sup>723</sup>.

La sociedad anónima sólo puede aceptar “*en prenda o en otra forma de garantía*” sus propias acciones o las participaciones o acciones de su sociedad dominante con los mismos requisitos aplicables a la adquisición de las mismas (artículos 80.1 TRLSA y 149.1 LSC, que perfilan el supuesto de hecho con mayor precisión que el artículo 24 de la Directiva que sólo se refiere a la “*prenda*”). Esta previsión no se aplicará a las operaciones hechas en el ámbito de las actividades ordinarias de los bancos y demás entidades de crédito (artículos 80.2 TRLSA y 149.2 LSC). De la misma forma, las sociedades anónimas no podrán “*anticipar fondos, conceder préstamos, prestar garantías ni facilitar ningún tipo de asistencia financiera*” para la adquisición por un tercero de sus propias acciones o de las participaciones o acciones de su sociedad dominante (artículos 81.1 TRLSA y 150.1 LSC, que se corresponden con el artículo 23 de la Directiva). Se exceptúan de la prohibición anterior los

---

<sup>721</sup> Véase, J. L. IGLESIAS PRADA y J. GARCÍA DE ENTERRÍA, en A. MENÉNDEZ y A. ROJO, *Lecciones...*, pp. 462 y 463.

<sup>722</sup> J. GARRIGUES – R. URÍA, *Comentario...*, Tomo I, p. 543.

<sup>723</sup> Véase, *infra*, pp. 169 y 170.

negocios encaminados a facilitar “*al personal de la sociedad*” la adquisición de acciones de ésta o de otra sociedad del grupo (artículos 80.2 TRLSA y 150.2 LSC) y las operaciones efectuadas por bancos y demás entidades de crédito en el ámbito de las operaciones ordinarias, siempre que se sufragen con cargo a bienes libres de la entidad. Además, en el patrimonio neto del balance la sociedad deberá establecer una reserva equivalente al importe de los créditos anotados en el activo (artículos 80.3 TRLSA y 150.3 LSC). La Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles, ha establecido un régimen específico para una de las modalidades más elaboradas de asistencia financiera como es la “*fusión posterior a una adquisición de sociedad con endeudamiento de la adquirente*” (artículo 35 LME)<sup>724</sup>.

### 2.6.5. La amortización del capital

En la práctica española de finales del siglo XIX y principios del siglo XX no resultaba desconocida la técnica de la amortización de acciones sin reducción del capital<sup>725</sup>. Se trataba de una modalidad de retribución al accionista que se llevaba a cabo con cargo a beneficios o reservas libres y no implicaba la completa desvinculación de la compañía, sino únicamente la sustitución de sus acciones ordinarias por bonos de disfrute (es decir, según el esquema posteriormente recogido en el artículo 35 de la Directiva 77/91/CEE). La LSA daba cobertura a esta posibilidad a través de la referencia a “*los bonos de disfrute entregados a los titulares de acciones ordinarias reembolsadas*” (que, salvo disposición contraria de los estatutos, no atribuían el derecho de voto, artículo 39, III y IV). El progresivo desarrollo de los mercados de capitales privó de sentido a esta figura y, las sucesivas referencias a los bonos de disfrute en nuestros textos legales han adoptado un enfoque cada vez más restrictivo. El TRLSA excluyó de forma absoluta la posibilidad de que pudieran atribuir el derecho de voto (artículo 48.3). La LSC sólo permite que puedan atribuirse “*en la reducción de capital con amortización de acciones*” (artículo 341.1). Con ello la figura se desvincula completamente de su función original que era precisamente la de hacer posible la amortización de acciones sin reducción de capital<sup>726</sup>.

---

<sup>724</sup> Nos ocuparemos con detalle de esta figura en el Capítulo VII de esta obra.

<sup>725</sup> Al respecto, véase, L. FERNÁNDEZ DEL POZO, *Sobre la llamada...*, p. 1401 y H. SÁNCHEZ RUS, *La amortización...*, pp. 215 y 216.

<sup>726</sup> J. GARRIGUES, *Curso...*[1936], p. 250. La finalidad de esta operación no era otra que la de proporcionar al accionista una suerte de cuota de liquidación anticipada, que, en la medida en que se realizaba con cargo a beneficios o reservas libres no tenía por qué afectar a la cifra de capital. En estos términos, no se aprecia ningún obstáculo teórico que pudiera impedir la asignación a los bonos un valor nominal equivalente al de las acciones. Tampoco se acaba de entender del todo el empeño del legislador por reglamentar en este punto las relaciones internas de la sociedad a través de una norma imperativa (frente al carácter dispositivo del correlativo precepto de la LSA de 1951). De hecho, la única exigencia institucional que plantea esta modalidad de atribución patrimonial se desenvuelve en el ámbito de los derechos de carácter económico y se concreta en un tratamiento diferenciado de los accionistas en caso de liquidación de la sociedad.

## 2.6.6. Las atribuciones patrimoniales en la liquidación

El complejo régimen legal que acabamos de examinar viene impuesto por la organización financiera que caracteriza a las sociedades de capital. Como tuvimos ocasión de examinar, responde a la necesidad de conciliar los intereses contrapuestos de socios y acreedores. Se trata de combinar la posibilidad de instrumentar mecanismos de remuneración periódica (aunque condicionada) a los accionistas, salvaguardando el derecho preferente de los acreedores sobre los bienes que integran el patrimonio social. El sistema exige una norma de cierre, que circunscriba el objeto de una eventual pretensión de los socios al valor residual de los activos de la compañía, una vez satisfechas la totalidad de las deudas sociales. La Directiva 77/91/CEE no contiene una disposición de estas características, aun cuando esté implícita en un sistema legal que limita la facultad de apropiación de los accionistas al excedente del ejercicio. En el Derecho español, por el contrario, ha recibido tradicionalmente una formulación expresa en sede de liquidación de sociedades. Tras la disolución, no cabe abonar a los socios su cuota de liquidación en tanto no haya quedado extinguido completamente el pasivo exigible (artículos 235 del Código de Comercio, 172,II,1º LSA de 1951, 277.2,1º TRLSA y 391.2 LSC).

La apertura del proceso de liquidación altera completamente los presupuestos que permiten realizar atribuciones patrimoniales a los accionistas durante la vida de la sociedad. La actividad de los órganos sociales (y, en particular, la de los liquidadores que integran el órgano especializado al que se encomienda la administración y representación de la compañía) ya no se encamina a la explotación o el desarrollo de una empresa, sino a la extinción de las relaciones jurídicas pendientes. En esta etapa el pago a los acreedores goza de una preferencia absoluta, por lo que decae cualquier pretensión de los socios en orden a una eventual distribución de dividendos o a otro tipo de atribución patrimonial distinta del pago de la cuota de liquidación<sup>727</sup>. El mismo principio se aplica en relación a los desembolsos pendientes. Los liquidadores deberán percibir los desembolsos pendientes que estuvieren acordados al tiempo de iniciarse la liquidación, pero sólo podrán exigir el pago de los restantes “*en la cuantía necesaria para satisfacer a los acreedores*” (artículos 272,e TRLSA y 387 LSC)<sup>728</sup>. No obstante, debe exceptuarse de esta regla los reembolsos realizados en virtud de una reducción de capital<sup>729</sup>, dado el carácter excepcional que tiene aquí la atribución patrimonial a los socios y la existencia de un mecanismo de bloqueo a disposición de los acreedores.

## 2.7. La autocartera

---

<sup>727</sup> J. GIRON, *Derecho...*, pp. 577 y 586; J. L. IGLESIAS PRADA y J. GARCÍA DE ENTERRÍA, en A. MENÉNDEZ y A. ROJO, *Lecciones...*, pp. 591 y 592.

<sup>728</sup> Véase, R. URÍA, A. MENÉNDEZ y E. BELTRÁN, *Comentario...*, pp. 160 a 162.

<sup>729</sup> J. GIRON, *Derecho...*, p. 577.

## 2.7.1. Las condiciones de adquisición

Siguiendo el esquema de la Directiva, la Ley española contempla dos tipos de situaciones en los que una sociedad anónima puede adquirir sus propias acciones. En lo que puede ser considerado el régimen general, la formación regular de la autocartera depende del cumplimiento de una serie de requisitos objetivos (al margen de la finalidad perseguida o del tipo de negocio en el que se concrete la adquisición). Estas son las llamadas “*adquisiciones derivativas condicionadas*” (y quedan sujetas a lo previsto en los artículos 19.1 de la Directiva y 75 TRLSA y 146 LSC). Con independencia de lo anterior, se permite a la sociedad anónima adquirir sus propias acciones, sin requisitos ni condicionantes previos, en razón de la especial consideración que merecen una serie de operaciones que se configuran, por tanto, como excepciones causales<sup>730</sup>. Se trata de los “*supuestos de libre adquisición*” (enumerados en los artículos 77 TRLSA y 144 LSC, que no han recogido, sin embargo, todas las excepciones que el artículo 20.1 de la Directiva permite introducir en el régimen general).

En lo que se refiere a las adquisiciones condicionadas, la norma de trasposición ha dado entrada a tres de los cuatro requisitos que contempla la Directiva. Estos son la autorización de la junta, la adquisición con cargo a fondos libres y el límite cuantitativo. Como veremos a continuación, más que requisitos en sentido estricto se trata de elementos que condicionan el régimen aplicable a la autocartera. En relación al cuarto –el completo desembolso de las acciones adquiridas– el legislador español ha optado por endurecer la disciplina de la Directiva, excluyendo en todo caso la posibilidad de llevar a cabo la operación<sup>731</sup>. A tal efecto, se establece expresamente la nulidad de la adquisición de acciones propias parcialmente desembolsadas (salvo que se realice a título gratuito), así como la de las que lleven aparejada la obligación de realizar prestaciones accesorias (artículos 75.4 TRLSA y 146.4 LSC). La Ley matiza que esta regla resulta de aplicación a la adquisición por una sociedad anónima de sus “*acciones propias*”. La adquisición de acciones de la sociedad dominante no suscita exactamente el mismo tipo de amenazas para la integridad del capital, puesto que personalidad jurídica diferenciada de la filial impide la extinción automática e inmediata por confusión de la obligación de realizar los desembolsos pendientes<sup>732</sup>.

---

<sup>730</sup> A. BAÑULS GÓMEZ, *ob. cit.*, p. 145.

<sup>731</sup> A. BAÑULS GÓMEZ, *ob. cit.*, p. 143; J. L. IGLESIAS PRADA y J. GARCÍA DE ENTERRÍA, en A. MENÉNDEZ y A. ROJO, *Lecciones...*, p. 459.

<sup>732</sup> Frente a la opinión común, cabe entender que la adquisición de acciones que no estén completamente desembolsadas no tiene por qué conducir a una ruptura del principio de igualdad de trato entre los accionistas si –como es lógico– la existencia del desembolso pendiente y todas las implicaciones financieras derivadas de un pago aplazado se reflejan adecuadamente en el precio de adquisición.

La adquisición regular de acciones propias requiere, en primer lugar, la autorización de la junta general. Cuando la adquisición tenga por objeto acciones de la sociedad dominante, la autorización deberá proceder “también” de la junta general de esta sociedad (artículos 75.1, 1º TRLSA y 146.1, a LSC). El legislador español ha optado por excluir cualquier tipo de control causal de la operación<sup>733</sup>. Por este motivo, no ha hecho uso de la posibilidad de prescindir de este requisito cuando la adquisición tenga por objeto “evitar a la sociedad un perjuicio grave e inminente” (artículo 19.2 de la Directiva) o la ulterior entrega de las acciones a los trabajadores (artículo 19.3). El acuerdo de la junta deberá expresar el número máximo de acciones a adquirir, el contravalor mínimo y máximo y la duración de la autorización, que no podrá exceder de cinco años (en la redacción original del TRLSA este plazo era de dieciocho meses)<sup>734</sup>. La necesaria concreción de los límites en los que habrá de desarrollarse la actuación de los administradores debe valorarse como un mecanismo de control encaminado a evitar que, a través de esta operación, pueda vulnerarse el principio de igualdad de trato entre los accionistas<sup>735</sup>. La adquisición no deja de ser un acto de gestión, cuya oportunidad deberá apreciarse, en cada caso, por los administradores. La autorización de la junta tiene una simple función habilitante, por lo que, de hecho, estamos en presencia de una competencia compartida entre ambos órganos sociales<sup>736</sup>.

.En segundo término, la adquisición deberá financiarse con cargo a medios libres de la sociedad<sup>737</sup>. En la redacción original del TRLSA, con el fin de conseguir este resultado se ordenaba la dotación de una reserva indisponible

---

<sup>733</sup> C. PAZ-ARES y A. B. PERDICES HUETOS, *ob. cit.*, pp. 106 y 107.

<sup>734</sup> Nada impide que la Junta establezca condicionantes adicionales y que, por esta vía, pueda darse entrada a algún tipo de condicionante causal de la operación; al respecto, C. PAZ-ARES y A. B. PERDICES HUETOS, *ob. cit.*, p. 123. De hecho, la Ley –apartándose del planteamiento general– acude a esta técnica en un supuesto concreto. Cuando la autorización 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 los que éstos sean titulares, “el acuerdo de la junta deberá expresar que la autorización se concede con esta finalidad” (artículos TRLSA y 146.1, a, III LSC). Esta indicación no figuraba en la redacción original del TRLSA y fue añadida en el año 1999.

<sup>735</sup> J. A. GARCÍA-CRUCES, *Artículo 75...*, p. 764, y L. A. VELASCO SAN PEDRO, *Negocios...*, pp. 81 y ss. La necesaria intervención de la junta se había relacionado tradicionalmente con el hecho de que la adquisición ha de financiarse con cargo a recursos libres y funcionalmente equivale a la distribución de un dividendo, por lo que parece razonable que deba ser autorizada por el órgano competente para decidir sobre el destino de los beneficios retenidos por la compañía. A día de hoy el argumento es menos convincente, dado que la Junta no es el único órgano competente para decidir sobre la distribución de dividendos (artículo 277 LSC).

<sup>736</sup> C. PAZ-ARES, *Negocios...*, p. 503; A. J. RECALDE CASTELLS, *ob. cit.*, p. 61; J. A. GARCÍA-CRUCES, *Artículo 75...*, p. 722; C. PAZ-ARES y A. B. PERDICES HUETOS, *ob. cit.*, p. 112. De la misma forma, el ámbito de discrecionalidad reconocido a los administradores supone que deberán responder de los perjuicios que se deriven del uso indebido de esta facultad, sin que puedan quedar exonerados en razón de la previa autorización de la junta (de conformidad con el régimen general del artículo 236.2 LSC).

<sup>737</sup> J. A. GARCÍA-CRUCES, *Artículo 75...*, p. 828; C. PAZ-ARES y A. B. PERDICES HUETOS, *ob. cit.*, p. 160; L. FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, *Derecho...*, pp. 527 y 528.

“equivalente al importe de las acciones propias o de la sociedad dominante computado en el activo” (artículos 75,3º y 79,3º)<sup>738</sup>. El presupuesto de esta solución era, lógicamente, la opción del legislador español a favor de la activación de la autocartera, permitiendo su registro contable en el activo del balance (de acuerdo con los artículos 22.1,b de la Directiva 77/91/CEE y 9 y 10 de la Directiva 78/660/CEE)<sup>739</sup>. Tras la reforma contable de 2007 las acciones propias no pueden ser reconocidas como activos financieros de la empresa<sup>740</sup>. En consecuencia, la regla legal que nos ocupa ha recibido otra formulación. La adquisición regular de acciones propias requiere que la adquisición “no produzca el efecto de que el patrimonio neto resulte inferior al importe del capital social mas las reservas legal o estatutariamente indisponibles” (artículo 146.1,b LSC). De esta forma se despeja cualquier duda que pudiera existir sobre la necesaria existencia de recursos libres en el momento de llevar a cabo la adquisición<sup>741</sup>.

La Ley impone, además, un límite cuantitativo. El valor nominal de las acciones propias adquiridas, “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 exceder del veinte por ciento del capital social (artículo 146.2 LSC), o del diez por ciento tratándose de sociedades cotizadas (artículo 509 LSC). En la redacción original del TRLSA estos límites estaban fijados, respectivamente, en el diez y el cinco por ciento (artículo 75,2º y DA 2ª). Aun cuando la Ley no lo especifica, el porcentaje se calculará sobre la cifra de capital suscrito determinada en los estatutos (artículo 23,d LSC), con independencia del desembolso. Será preciso computar como acciones propias la totalidad de las poseídas por la sociedad, directa o indirectamente a través una filial y con independencia de la concreta modalidad que haya dado lugar a la adquisición (libre o condicionada, regular o irregular). También habrán de incluirse en el cálculo el valor nominal de las acciones aceptadas en prenda u otra forma de garantía<sup>742</sup>. Mayores dificultades suscita la referencia a las acciones poseídas

---

<sup>738</sup> Mas que de una reserva en sentido estricto, se trataba de una técnica de neutralización de valores en el activo del balance. No determinaba la vinculación o la afección de bienes en el activo por una cuantía equivalente, ni cabía disponer del saldo para cubrir el déficit de la cuenta de pérdidas y ganancias. Al respecto, C. PAZ-ARES, *Negocios...*, p. 556 y 557; J. MASSAGUER, *Los dividendos...*, pp. 116 y 135; A. J. RECALDE CASTELLS, *ob. cit.*, p. 64; L. FERNÁNDEZ DEL POZO, *La aplicación...*, p. 213 y *Las reservas...*, pp. 310 y ss; C. PAZ-ARES y A. B. PERDICES HUETOS, *ob. cit.*, p. 298.

<sup>739</sup> L. FERNÁNDEZ DEL POZO, *Las reservas...*, p. 304. Además, véase, *infra*, pp. xx y xx.

<sup>740</sup> Las diversas cuestiones que suscita la nueva normativa contable se examinan con detalle en el Capítulo IX de esta obra.

<sup>741</sup> El Plan General Contable aprobado por Real Decreto 1643/1990, de 20 de diciembre, vigente hasta el 31 de diciembre de 2007, establecía que la cuenta 115 (“reservas para acciones propias”) debía abonarse “por el importe de la adquisición o por el importe al que ascienda la cantidad garantizada mediante acciones propias”, con cargo “a cualesquiera de las cuentas de reservas disponibles, o a la cuenta 129”. Es decir, con cargo a la cuenta de pérdidas y ganancias, lo que suponía la posibilidad de dotar la reserva con cargo a beneficios futuros y no a fondos libres preexistentes.

<sup>742</sup> J. A. GARCÍA-CRUCES, *Artículo 75...*, pp. 777 a 779; C. PAZ-ARES y A. B. PERDICES HUETOS, *ob. cit.*, pp. 154 a 157.

por “la sociedad dominante y sus filiales”. El precepto apunta a la necesidad de un cálculo a nivel de grupo, para el que habrá que tomar en consideración de forma acumulativa las acciones propias de las filiales y la autocartera de la dominante<sup>743</sup>.

Existen, además, una serie de supuestos en los que la sociedad puede adquirir sus acciones de forma incondicionada, sin necesidad de dar cumplimiento a los requisitos anteriores. En primer término, la adquisición de acciones en ejecución de un acuerdo de reducción de capital (artículos 77,a TRLSA y 144,a LSC, que ha venido a recoger el supuesto básico del artículo 47 LSA de 1951). En este caso, la adquisición de las acciones deberá ofrecerse a todos los accionistas (artículos 179 TRLSA y 338 a 340 LSC) y la protección de los acreedores se realiza a través de las reglas generales sobre la restitución de aportaciones (artículos 334 a 337 LSC). Tampoco se pone en peligro la integridad del capital en la adquisición a título gratuito, siempre que las acciones estén “íntegramente liberadas” (artículos 77,c TRLSA y 144,c LSC), puesto que en otro caso la adquisición implicaría la condonación de dividendos pasivos. Finalmente, la Ley contempla dos supuestos en los que la adquisición de acciones propias no constituye sino el resultado indirecto de otro tipo de operaciones. Así sucede en relación a las acciones que formen parte de un patrimonio adquirido a título universal (artículos 77,b TRLSA y 144,b LSC) y en la adquisición de acciones completamente liberadas como consecuencia de una adjudicación judicial para satisfacer un crédito de la sociedad frente a su titular (artículos 77,d TRLSA y 144,d LSC).

## 2.7.2. El régimen de las acciones propias

La autocartera regularmente adquirida podrá mantenerse de forma indefinida, sin perjuicio de la sujeción de las adquisiciones ulteriores al régimen legal que corresponda. Las realizadas sin cumplir los requisitos objetivos y al margen de los supuestos de libre adquisición son eficaces<sup>744</sup>, si bien la Ley impone la obligación de enajenar o amortizar las acciones en el plazo de un año a contar desde la primera adquisición (artículos 76.1 TRLSA y 139.1 y 147 LSC). Transcurrido este plazo, los administradores procederán de inmediato a

---

<sup>743</sup> Esta es la solución a la que debe conducir una interpretación sistemática del conjunto de disposiciones legales que se ocupa de los negocios sobre las propias acciones. Así parecen entenderlo también A. J. RECALDE CASTELLS, *ob. cit.*, pp. 68 y 69 y C. PAZ-ARES y A. B. PERDICES HUETOS, *ob. cit.*, p. 157. No obstante, lo cierto es que el precepto que estamos examinando se refiere literalmente a las acciones de la dominada en poder de la dominante u otras filiales, situación que no sólo no plantea especialidad alguna desde el punto de vista de la integridad del capital, sino que constituye, precisamente, el presupuesto de la existencia del grupo.

<sup>744</sup> C. PAZ-ARES, *Negocios...*, pp. 577 y 578; J. A. GARCÍA-CRUCES, *Artículo 76. Consecuencias de la infracción*, en I. ARROYO, J. M. EMBID y C. GÓRRIZ, *Comentarios...*, Volumen I, pp. 790 a 792; A. J. RECALDE CASTELLS, *ob. cit.*, p. 62; C. PAZ-ARES y A. B. PERDICES HUETOS, *ob. cit.*, p. 190 y 191; J. L. IGLESIAS PRADA y J. GARCÍA DE ENTERRÍA, en A. MENÉNDEZ y A. ROJO, *Lecciones...*, p. 460; L. FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, *Derecho...*, p. 532.

convocar junta general con el fin de acordar la amortización de las acciones, con la consiguiente reducción de capital. En su defecto, cualquier interesado podrá y los administradores están obligados a solicitar la reducción del capital cuando el acuerdo de la junta hubiera sido contrario a la reducción o no pudiera ser logrado (artículos 76.2 y 3 TRLSA y 139.2 y 3 LSC). Las acciones que formen parte de un patrimonio adquirido a título universal y las adquiridas a título gratuito deberán ser enajenadas o amortizadas en el plazo de tres años cuando, sumadas a autocartera de la adquirente, excedan del veinte por ciento del capital social (artículos 78.1 TRLSA y 145.1 LSC). Las acciones adquiridas en ejecución de un acuerdo de reducción de capital deberán amortizarse dentro del mes siguiente a la terminación del plazo de la oferta de adquisición (artículo 342 LSC).

El acuerdo de reducción de capital quedará sujeto al régimen de la restitución de aportaciones. La disciplina de la adquisición de acciones puede valorarse como una dispensa de la aplicación de las reglas sobre la reducción de capital a las que, en principio, hubiera debido darse cumplimiento como en cualquier otro supuesto de restitución de aportaciones. La regularidad de la adquisición (es decir su adecuación a las prescripciones legales) lo que en realidad determina es si la dispensa tendrá carácter temporal o permanente. La obligación de los administradores de controlar el cumplimiento de los requisitos legales en los supuestos de “*adquisición autorizada*” (artículos 75.3 TRLSA y 146.3 LSC), debe entenderse en el sentido de que ni junta ni los estatutos podrán alterar las condiciones que determinan la regularidad de la adquisición. Lógicamente, no hay términos para plantear la amortización de las acciones de la dominante, por lo que en este caso sólo cabe la vía de la enajenación que podrá llevarse a cabo judicialmente a instancia de parte interesada (artículos 76.4 TRLSA y 139.4 LSC). En tanto no se lleve a cabo la enajenación o la amortización, las acciones en cartera quedan sometidas a un régimen especial que afecta al conjunto de derechos atribuidas por las mismas y que, de alguna forma, impide que la compañía se convierta en socia de sí misma<sup>745</sup>.

El estatuto de la autocartera es aplicable en todo caso. Es decir, con independencia de que proceda de una adquisición libre o condicionada, regular o irregular. La Directiva sólo ordena la suspensión del derecho de voto (artículo 22.1,a). Se trata de una cautela elemental encaminada a evitar que, a través de esta vía, los administradores se aseguren el control de la junta usando para ello los propios recursos de la sociedad. La Ley española contempla, además, la suspensión del ejercicio de los demás derechos políticos y la atribución proporcional al resto de las acciones de los derechos económicos de las acciones propias, con excepción del derecho a la asignación gratuita de nuevas acciones (artículos 79,1º TRLSA y 148,a LSC). Esta previsión no presenta ninguna particularidad en relación a la distribución de dividendos puesto que, aun cuando pudieran ser percibidos por las acciones en autocartera, aprovecharían a los accionistas. La exclusión del derecho de preferencia deriva de la propia función de esta modalidad de aumento del capital, que no es otra que la de aportar nuevos recursos patrimoniales a la sociedad, circunstancia no se produce cuando la ampliación se realiza íntegramente con cargo a

---

<sup>745</sup> C. PAZ-ARES y A. B. PERDICES HUETOS, *ob. cit.*, p. 267.

reservas<sup>746</sup>. La Ley no especifica el régimen a que deben quedar sometidas las nuevas acciones así adquiridas por la sociedad. La solución que parece más congruente con el carácter permisivo del precepto es su asimilación a las adquisiciones derivativas a título gratuito<sup>747</sup>.

Al margen de lo anterior, dado que las acciones de la sociedad dominante pueden activarse en el balance, se ha mantenido –sólo en relación a las mismas- la necesidad de dotar “en el patrimonio neto” de la filial “una reserva indisponible equivalente al importe de las participaciones o acciones de la sociedad dominante computado en el activo” (artículos 79,3º TRLSA y 148,c LSC). Esta operación deberá realizarse en el momento de formulación de las cuentas anuales. Es decir, dentro de los tres meses siguientes al cierre del ejercicio (artículos 253.2 y 254.1 LSC), lo que debe entenderse sin perjuicio de la necesaria existencia de fondos libres en la cuantía necesaria en el momento de la adquisición (de acuerdo con la regla fundamental del artículo 146.1,b LSC). Finalmente, el informe de gestión deberá incorporar una información detallada sobre el precio y las condiciones de las operaciones realizadas durante el ejercicio (artículos 79,4º TRLSA y 148,d LSC).

## 2.8. La pérdida del capital

### 2.8.1. Las reglas legales

La Directiva no concreta las consecuencias que deben producirse en caso de “pérdida grave del capital”. Se limita a establecer que la legislación de los Estados miembros no podrá fijarla “en más de la mitad del capital suscrito”, y a exigir, en este caso, la convocatoria de una Junta “con el fin de examinar si procede la disolución de la sociedad o adoptar cualquier otra medida” (artículo 17 de la Directiva 77/91/CEE)<sup>748</sup>. Corresponde, por tanto, a los Estados miembros determinar si las sociedades que han perdido una porción relevante de su capital pueden o no continuar en funcionamiento. El legislador español dio respuesta a este problema a través de un conjunto de reglas de cierta complejidad. En términos generales se mantiene el criterio de política legislativa de la Ley de 1951. La pérdida de una determinada porción del capital debe conducir a la disolución y liquidación de la sociedad (artículos 150,3º LSA

---

<sup>746</sup> Nada cabe objetar desde un punto de vista teórico a la solución adoptada por el legislador español. Sin embargo, en la aplicación práctica del sistema no dejarán de aparecer algunos desajustes. Al estar privadas del derecho de preferencia, la ampliación de capital con nuevas aportaciones al patrimonio social determinará una dilución del valor las acciones en autocartera, que previsiblemente se traducirá en un menor valor de venta en el futuro. Es decir, precisamente la situación que se ha tratado de evitar con el mantenimiento del derecho de asignación gratuita en caso de la ampliación con cargo a reservas. Al respecto, J. A. GARCÍA-CRUCES, *Artículo 79. Régimen de las acciones propias*, en I. ARROYO, J. M. EMBID y C. GÓRRIZ, *Comentarios...*, Volumen I, p. 822.

<sup>747</sup> C. PAZ-ARES y A. B. PERDICES HUETOS, *ob. cit.*, p. 280.

<sup>748</sup> Véase, *infra*, p. 176.

de 1951, 260.1,4º TRLSA y 363.1,d LSC). El TRLSA introdujo, no obstante, una regulación bastante más detallada que contiene ahora un régimen sancionador especialmente riguroso. Los administradores que incumplan la obligación de promover la disolución en los términos que marca la Ley pasan a responder solidariamente de las deudas sociales (si bien, desde la reforma de 2005, sólo de las deudas posteriores a la concurrencia de la causa legal de disolución). Asimismo, se contempla una reducción obligatoria del capital cuando las pérdidas hayan reducido el patrimonio neto por debajo de las dos terceras partes de la cifra de capital (artículo 163.1,II TRLSA y 327 LSC).

La pérdida del capital se configura como una causa legal de disolución, que opera como resultado de *"...pérdidas que dejen reducido el patrimonio neto a una cantidad inferior a la mitad del capital social..."*. La Directiva no impone esta solución. Sin embargo, como acabamos de ver, establece ciertos condicionantes en cuanto al concepto de *"perdida grave de capital"* que sirve de presupuesto a la misma. Por este motivo, se hizo necesario modificar la cuantía de las pérdidas que conducían a la disolución. En el régimen anterior, esta sólo se producía cuando el patrimonio hubiera quedado reducido a una tercera parte del capital social (artículo 150.2,3º Ley de 1951). La disolución se produce a no ser que el capital *"se aumente o se reduzca en la medida suficiente"* y (según el texto hoy vigente) *"siempre que no sea procedente solicitar la declaración de concurso"*. La referencia al aumento y a la reducción no deja de suscitar algunas dificultades de interpretación. En particular, en relación a esta última, que deberá responder –por definición- al esquema de la reducción por pérdidas. Dado que en esta modalidad se excluye la oposición de los acreedores (artículos 167.1,1º LSA y 335,a LSC), la reducción como medida de saneamiento tendrá un mero significado formal. No se hace referencia, sin embargo, a la vía más sencilla de remoción de la causa de disolución. Esto es, la reintegración de las pérdidas, que sí contemplaba expresamente la LSA de 1951, pero cuya posibilidad no puede suscitar ningún género de duda<sup>749</sup>.

La pérdida del capital no determina la disolución automática de la sociedad, sino que ésta ha de ser *"debidamente constatada"* por la junta general o por resolución judicial (artículo 362 LSC, cuyo tenor literal supone una clara mejora técnica frente al anterior artículo 262.1 TRLSA)<sup>750</sup>. Con el fin de obtener el acuerdo o la resolución –o, en su caso, la remoción de la causa- la Ley prevé una secuencia de actuaciones cuyo punto de partida es la concurrencia de una

---

<sup>749</sup> R. URÍA, A. MENÉNDEZ y E. BELTRÁN, *Comentario...*, p. 43. La reintegración precisará de un acuerdo unánime de los accionistas, pues no cabe imponer nuevas obligaciones sin el consentimiento individual de los interesados (artículos 85 LSA de 1951, 145 TRLSA y 291 LSC). El hecho de que el TRLSA no hiciera referencia a esta posibilidad se debe, probablemente, a que se contemplaba una vía más sofisticada de reintegración del capital, como es la reducción y aumento de capital simultáneo: *la llamada "operación acordeón"*. De esta forma no se impide la continuidad de la compañía entre los socios que estén dispuestos a realizar aportaciones adicionales (artículos 169 TRLSA y 343 LSC). Sobre las peculiaridades y peligros de esta modalidad de reducción, véase *infra*. Pp. xx y xx.

<sup>750</sup> Por contraposición a los supuestos de disolución de pleno derecho (artículo 360 LSC). Al respecto, Emilio BELTRÁN, *La disolución...*, pp. 86 y 96; R. URÍA, A. MENÉNDEZ y E. BELTRÁN, *Comentario...*, pp. 21, 51 y 58.

causa de disolución<sup>751</sup>. Los administradores deben convocar la junta en el plazo de dos meses para que adopte el acuerdo de disolución (o, si ésta fuera insolvente, para instar el concurso). A estos efectos, cualquier socio puede solicitar la convocatoria de la junta (artículos 262.2 TRLSA y 365 LSC, bajo la rúbrica “*deber de convocatoria*”). El acuerdo queda sujeto a los quórum y mayorías ordinarias (artículos 262.1 TRLSA y 364 LSC). Si la junta no fuera convocada, no se celebrara o no adoptara alguno de los acuerdos pertinentes, “*cualquier interesado*” podrá instar la disolución judicial (artículos 262.3 y 366.1 LSC). Los administradores están obligados a solicitar la disolución judicial en el plazo de dos meses cuando el acuerdo fuera contrario a la disolución o no pudiera ser logrado (artículos 262.4 TRLSA y 366.2 y 3 LSC). Los administradores que incumplan la obligación de convocar la Junta o de solicitar la disolución judicial, “*responderán solidariamente de las obligaciones sociales posteriores al acaecimiento de la cusa legal de disolución*” (artículos 262.5 TRLSA y 367.1 LSC).

La Ley guarda silencio en cambio acerca de dos cuestiones fundamentales, como son las relativas al momento en el que ha de estimarse que concurre la causa de disolución y a los medios a los que habrá que acudir para determinar la existencia de pérdidas. En cuanto a la primera, no parece que pueda subordinarse a la constatación de las pérdidas en las cuentas ordinarias del ejercicio, debidamente verificadas, en su caso, y aprobadas por la junta general<sup>752</sup>. Por el contrario, en el deber de diligencia de los administradores está implícito el seguimiento periódico y continuado de la situación patrimonial de la compañía (y así debe deducirse de la obligación de “*informarse de la marcha de la sociedad*” que -sin límites temporales- deriva del artículo 225.2 LCS). En lo que se refiere a la segunda la constatación de las pérdidas precisará de un soporte contable, de la misma forma que la reducción de capital por pérdidas sólo puede llevarse a cabo en base a un balance (artículos 168.2 TRLSA y 323 LSC). Cuando éstas no deriven de las cuentas ordinarias del ejercicio será necesario formular un balance con esta específica finalidad. La Ley no proporciona, en cambio, orientación alguna sobre los criterios que, en esta situación, habría que adoptar en orden a la valoración de los activos de la compañía. En atención a la función y la finalidad de este balance sería necesario dar preferencia al valor de realización de los bienes, que es el único que en esta fase final de la vida societaria puede tener interés para socios y acreedores. De la misma forma que en el llamado “*balance de fusión*” se permite introducir modificaciones “*en atención a las modificaciones importantes del valor razonable que no aparezcan en los asientos contables*” (artículo 239.2 TRLSA y 36.2 LME)<sup>753</sup>.

---

<sup>751</sup> E. BELTRÁN, *La disolución...*, p. 97; R. URÍA, A. MENÉNDEZ y E. BELTRÁN, *Comentario...*, pp. 58 y ss.

<sup>752</sup> En este sentido, E. BELTRÁN, *La disolución...*, pp. 109 y 110; R. URÍA, A. MENÉNDEZ y E. BELTRÁN, *Comentario...*, pp. 40 y ss.; J. MACHADO, *Pérdida...*, pp. 201 a 205.

<sup>753</sup> Por el contrario, en opinión de J. MACAHDO, *Pérdida...*, pp. 212 a 218, habrá que estar a los criterios generales de valoración fijados por la Ley para la elaboración de las cuentas ordinarias.

## 2.8.2. La función de la disolución por pérdidas

Uno de los aspectos esenciales del estatuto del empresario es el de la determinación del momento a partir del cual se le debe imponer la finalización de sus operaciones. A esta cuestión la Ley da una respuesta general a través de la normativa concursal<sup>754</sup>. Se trata del viejo problema de la definición del presupuesto objetivo del concurso<sup>755</sup>. La declaración de concurso procede “*en caso de insolvencia del deudor*” (artículo 2.1 LC). A su vez, “*se encuentra en estado de insolvencia el deudor que no puede cumplir regularmente sus obligaciones exigibles*” (artículo 2.2 LC). La Ley concursal no acoge una concepción patrimonial de la insolvencia. Ha adoptado, por el contrario, un concepto funcional basado en el hecho objetivo de la imposibilidad de cumplir, cualquiera que sea su causa, ya la existencia de un déficit patrimonial, ya la simple situación de falta de liquidez<sup>756</sup>. Dicho de otra forma, la apertura del concurso responde a un “*test de liquidez*” mas que a un “*test de balance*” o un “*test de solvencia*”, en sentido estricto<sup>757</sup>. La declaración de concurso no determina la disolución del deudor persona jurídica, sin perjuicio de los efectos que sobre su funcionamiento produzca la intervención de sus facultades de administración y disposición (artículo 48.1 LC). El concurso desembocará, bien en la aprobación de un convenio entre el deudor y sus acreedores (artículos 99 y ss. LC), bien en la apertura de la fase de liquidación (artículos 142 y ss.). Sólo en este último caso, y en relación al concursado persona jurídica, “*...la resolución judicial que abra la fase de liquidación contendrá la declaración de disolución, si no estuviese acordada...*” (artículo 145.3 LC).

Al margen del esquema anterior, la disolución por pérdidas constituye un mecanismo de expulsión del mercado específico de las sociedades de capital. La causa de disolución se fundamenta exclusivamente en la existencia de un déficit patrimonial. Es decir, de un desfase entre la cifra de capital y el patrimonio neto. La efectividad de la misma se produce con independencia de

---

<sup>754</sup> Históricamente en nuestro país la crisis del empresario se había reconducido a dos instituciones específicas, la suspensión de pagos y la quiebra. La vigente Ley Concursal del año 2003 se aplica, por el contrario, a “*cualquier deudor, sea persona natural o jurídica*” (artículo 1.1).

<sup>755</sup> *Esta había sido una cuestión muy debatida en nuestro Derecho. En cuanto a los antecedentes de la regulación actual, Angel ROJO, Presupuesto objetivo (artículo 2), en A. ROJO y E. BELTRÁN, Comentario....., Tomo I, pp. 164 a 167.*

<sup>756</sup> A. ROJO, *Presupuesto.....*, p. 170. En el mismo sentido, Luis FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, *Los presupuestos de la declaración de concurso*, en Luis FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA y Manuel M<sup>a</sup> SÁNCHEZ ÁLVAREZ (Coord.), *Comentarios a la Ley Concursal*, Madrid (2004), pp. 82 a 84, y Juana PULGAR EZQUERRA, *Artículo 2. Presupuesto objetivo*, en Juana PULGAR EZQUERRA, Carmen ALONSO LEDESMA, Alberto ALONSO UREBA y Guillermo ALCOVER GRAU, *Comentarios a la Ley Concursal*, Madrid (2004), pp. 102 y 103.

<sup>757</sup> Véase, Fernando CERDÁ ALBERO e Ignacio SANCHO GARGALLO, *Quiebras y suspensiones de pagos: claves para la reforma concursal*, Barcelona (2001), pp. 13 y 14, y EMILIO BELTRÁN, *La regularidad en el cumplimiento de las obligaciones, el estado de insolvencia y la función del concurso de acreedores*, ADC, nº 11 (2007), p. 85.

si la sociedad está o no en condiciones de cumplir regularmente sus obligaciones, pues nada impide la continuidad de la empresa en tanto no se haya agotado su capacidad de acudir al crédito<sup>758</sup>. Teóricamente, la disolución por pérdidas puede configurarse tanto como una regla en interés de los socios, como una medida establecida en beneficio de los acreedores. Bajo el presupuesto de que el valor contable de los activos de la compañía sea, al menos, equivalente a un valor efectivo de realización, en tanto las pérdidas no hayan consumido la totalidad del capital social, será posible en la liquidación atender al pago de todas las deudas de la compañía y abonar una cuota de liquidación a los socios. Desde esta perspectiva, la disolución por pérdidas puede constituir un expediente encaminado a permitir a los socios la recuperación de una parte de la inversión, antes de que esta quede completamente consumida como consecuencia de la evolución negativa de la compañía.

No es ésta, sin embargo, la orientación de nuestro Derecho. Así lo pone de manifiesto el hecho de que “*cualquier interesado*” puede pedir la disolución de la sociedad, o que la sanción que garantiza la efectividad del sistema sea la responsabilidad solidaria de los administradores por las “*obligaciones sociales*”, medida que, pese a su gravedad, en nada afecta a la posición de los socios. De la misma forma, si la disolución por pérdidas resultara ser la manifestación de un derecho individual del socio, nada impediría la continuación de la sociedad entre quienes no estuvieran interesados en la separación, o la remoción de la causa de disolución por acuerdo unánime de todos los partícipes en la compañía. Por el contrario, las únicas vías de evitar la disolución que contempla la Ley son el aumento o la reducción de capital “*en la medida suficiente*” (a las que, lógicamente, deberá añadirse la reintegración de las pérdidas)<sup>759</sup>. Por este motivo, ha de estimarse que el tratamiento societario de la pérdida del capital constituye en realidad un expediente de carácter preconcursal<sup>760</sup>.

A través de esta causa de disolución la Ley impone la recapitalización o la liquidación de la sociedad en un momento en el que el patrimonio neto todavía arroja un saldo positivo. El régimen normativo que hemos examinado proporciona a los administradores un estímulo muy enérgico para promover la adopción de medidas encaminadas a corregir el desequilibrio patrimonial. El legislador confía, sin duda, en que de esta forma las sociedades de capital se

---

<sup>758</sup> E. BELTRÁN, *La disolución...*, p. 107; J. MACHADO, *ob. cit.*, pp. 231 y 232; Adolfo SEQUEIRA MARTÍN, Artículo 260. Causas de Disolución, en Ignacio ARROYO, José Miguel EMBID y Carlos GÓRRIZ (Coord), *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas*, Madrid (2009), Volumen III, pp. 2484 y 2485.

<sup>759</sup> El criterio de política legislativa resultaba menos claro en la Ley de 1951, puesto que sólo los accionistas podían pedir la convocatoria de la Junta (artículo 152,II) y faltaba un régimen equivalente de responsabilidad de los administradores. La didáctica Exposición de Motivos de la Ley no se refiere a esta cuestión, y los comentaristas de la época tampoco proporcionan una indicación clara al respecto; así, J. GARRIGUES Y R. URÍA, *Comentarios...*, Tomo II, pp. 806 a 809 y J. GIRON, *Derecho...*, pp. 567 y 568.

<sup>760</sup> E. BELTRÁN, *La disolución...*, p. 107; R. URÍA, A. MENÉNDEZ y E. BELTRÁN, *Comentario...*, p. 40; J. MACHADO, *ob. cit.*, pp. 233 y 234; J. MASSAGUER, *El capital...*, p. 5550.

anticiparán a una posible situación insolvencia que, previsiblemente, conduciría en el futuro a una liquidación forzosa en peores condiciones (esto es, sin garantizar la íntegra satisfacción de los acreedores y sin ningún remanente a repartir entre los socios)<sup>761</sup>. El contenido material de las disposiciones legales relativas a la pérdida del capital responde a una serie de conflictos de intereses bien definidos a los que hemos hecho referencia con anterioridad. En concreto, la traslación de la totalidad del riesgo de empresa a los acreedores que se produce en caso de pérdida total del capital y la especial responsabilidad en que incurrir quienes gestionan una compañía en una situación próxima a la insolvencia<sup>762</sup>. A pesar de ello, el rigor de las medidas adoptadas no deja de producir la impresión de que el legislador español de 1951 y 1989 intentó suplir a través del derecho de sociedades las graves carencias de la normativa concursal de la época<sup>763</sup>.

La introducción de una legislación concursal de nueva planta necesariamente debía conducir a un replanteamiento de las soluciones normativas adoptadas anteriormente en relación a la pérdida del capital. La Ley de 2003 atribuyó a la solicitud de declaración de concurso el carácter de mecanismo alternativo al saneamiento o la disolución. La Ley 19/2005, de 14 de noviembre, suavizó de forma significativa el riguroso régimen que se imponía a los administradores en caso de pérdida del capital, al limitar su responsabilidad a las deudas posteriores a la concurrencia de la causa de disolución. Finalmente, el Real Decreto Ley 10/2008, de 12 de noviembre, ha acudido a una técnica contable para suspender, en la práctica, la aplicación del régimen de la disolución por pérdidas en las sociedades de capital<sup>764</sup>.

## 2.9. Las cuentas anuales

### 2.9.1. La contabilidad de las sociedades de capital

La genérica obligación que pesa sobre todo empresario de llevar una contabilidad ordenada y adecuada a la actividad de la empresa (artículo 25.1 C.

---

<sup>761</sup> En la redacción originaria del TRLSA esta idea aparecía con especial nitidez puesto que sólo se contemplaba la posible insolvencia de la sociedad una vez iniciado el periodo de liquidación (artículo 281; en el mismo sentido el artículo 179 LSA de 1951). Este precepto fue derogado por la Ley Concursal, y la vigente LSC presupone que el estado de insolvencia puede haberse producido antes de que haya concretado la disolución (artículo 363.1,d).

<sup>762</sup> Véase, *infra*, pp. 31 a 36.

<sup>763</sup> Guillermo ALCOVER GRAU, *El ámbito de responsabilidad de los administradores en los nuevos artículos 262.5 de la Ley de Sociedades Anónimas y 105.5 de la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada*, RdS nº 26 (2006), p. 87. Lo cierto es que la propia Exposición de Motivos de la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal alude tanto a “...las severas y fundadas críticas que ha merecido el derecho vigente...” como al “...arcaísmo y la dispersión de las normas vigentes en esta materia...”.

<sup>764</sup> sobre el contenido del Real Decreto Ley véase el Capítulo VIII.

Com.) ha sido tradicionalmente objeto de un desarrollo específico en relación a las sociedades de capital<sup>765</sup>. La necesidad de un régimen particular deriva, en primer término, de la propia naturaleza de la estructura corporativa. El cumplimiento por el empresario individual de las obligaciones que en este punto impone la Ley se resuelve en una serie de decisiones y actuaciones individuales. En las sociedades mercantiles, en cambio, la llevanza de la contabilidad es una tarea que incumbe a los administradores (artículo 173 C. Com.). Esta sola circunstancia no determina la existencia de especialidades en aquellas formas societarias –como la sociedad colectiva– en las que el modelo legal presupone un cierto grado de participación de todos los socios en la gestión de la compañía. Por este motivo, aun cuando “*por acto especial*” se hubiera atribuido la facultad de administrar a alguno de los socios (artículo 129 C. Com.), los restantes tienen un derecho incondicionado “*a examinar el estado de la administración y la contabilidad*” (artículo 133 C. Com.) y el deber de firmar las cuentas del ejercicio (artículo 37,2º C. Com.)<sup>766</sup>.

El planteamiento es completamente diferente en las sociedades de capital, cuya estructura organizativa se basa en la atribución de funciones especializadas a los órganos sociales. Junto a los intereses de carácter público que tutela el deber de llevanza de la contabilidad, el proceso de elaboración de las cuentas anuales cumple aquí una finalidad específica. Es el cauce a través del cual los socios desvinculados de la administración de la compañía pueden realizar un seguimiento periódico de la marcha del negocio<sup>767</sup>. Por este motivo, la Ley ordena la celebración de una junta (denominada “*junta ordinaria*”) dentro de los seis primeros meses de cada ejercicio, con la doble función de enjuiciar la gestión social, aprobar, “*en su caso*”, las cuentas del ejercicio anterior y resolver sobre la aplicación del resultado (artículo 164.1 LSC).

Al margen de su significado en el ámbito de las relaciones internas, sólo a través de la formación de unas cuentas anuales será posible determinar la existencia y la cuantía del beneficio repartible. Esta circunstancia explica el hecho de que, en nuestro país, el régimen aplicable con carácter general a todos los empresarios se había centrado con anterioridad a la reforma de 1989 en el llamado “*derecho contable formal*”. Es decir, la determinación de las clases y el contenido de los libros de contabilidad, las formalidades extrínsecas

---

<sup>765</sup> La LSA de 1951 se ocupaba “*del balance*” en su Capítulo VI (artículos 102 a 110). Incluso la LSRL de 1953, criticada por su brevedad, contenía una regulación bastante detallada “*Del balance y de la distribución de beneficios*” (artículos 26 a 29; véase, *supra*, pp. xx y xx). La misma sistemática adoptó el TRLSA, cuyo Capítulo VII (“*De las cuentas anuales*”) también resultaba de aplicación a las sociedades de responsabilidad limitada (artículo 84 LSRL) y a las sociedades comanditarias por acciones (artículo 152 C. Com.). El contenido del mismo ha pasado a integrar el Título VII LSC. Sobre el doble sistema de fuentes, J. GIRON, *Derecho...*, pp. 402 y 403; F. VICENT CHULIÁ, en R. URÍA, A. MENÉNDEZ y M. OLIVENCIA, *Comentario...*, Tomo VIII, *Las cuentas...*, pp. 43 y ss.

<sup>766</sup> Sobre este punto, véase C. PAZ-ARES en R. URÍA – A. MENÉNDEZ, *ob. cit.*, Tomo I, pp. 650 y 651.

<sup>767</sup> J. GIRON, *Derecho...*, p. 403; J. GARRIGUES, *Curso...*[1976], Tomo I, p. 526.

y el valor probatorio de los mismos<sup>768</sup>. Por el contrario, el “*derecho contable material*”, esto es, los principios contables, los criterios de valoración y la estructura y el contenido de los estados contables, se habían formulado como un aspecto del régimen legal de las sociedades de capital<sup>769</sup>. Al mismo tiempo, desde un punto de vista sistemático, se regulaban en conexión con las cuentas anuales de las sociedades anónimas otros aspectos esenciales de la organización financiera de la empresa, como son los relativos a la aplicación del resultado<sup>770</sup>. De esta forma, una buena parte de las normas contables de carácter sustantivo formaban parte de un conjunto más amplio de disposiciones legales interrelacionadas, encaminadas a asegurar la efectiva aplicación de la regla básica del mantenimiento del capital<sup>771</sup>

La Ley 19/1989, de 25 de julio, marcó un cambio de orientación frente al planteamiento anterior, al introducir una regulación muy detallada en el Título III del Código de Comercio (“*De la contabilidad de los empresarios*”), aplicable con carácter general al margen de la concreta forma organizativa –individual, societaria o mutualista- adoptada. La tendencia hacia la autonomía del derecho contable ha resultado muy fortalecida, además, como consecuencia de las reformas introducidas por la Ley 16/2007, de 4 de julio. De esta forma, junto a la regulación tradicional de los libros de los empresarios (artículos 25 a 33 C. Com.), se recoge la obligación de formular las cuentas anuales al cierre del ejercicio. Este comprenden el balance, la cuenta de pérdidas y ganancias, la memoria y (desde 2007), los estados de cambios en el patrimonio neto y de flujos de efectivo (artículo 34.1 C. Com.). Se formulan expresamente los principios de imagen fiel (artículo 34.3) y prudencia valorativa (artículo 38,c), y se especifican los criterios de valoración de los elementos integrantes de las cuentas anuales (artículos 38 y 38bis). Incluso el tratamiento de las cuentas

---

<sup>768</sup> J. GIRON, *Derecho...*, p. 403; Jesús BLANCO CAMPAÑA, *El derecho contable en España*, Madrid (1983), pp. 31 y 32; Luis FERNÁNDEZ DEL POZO, *Las cuentas anuales*, Noticias de la Unión Europea, nº 152 (1997), p. 19.

<sup>769</sup> El Código de Comercio apenas se ocupaba en su redacción original del balance del empresario al que, en todo caso, se reconocía un papel muy limitado. Se ordenaba la llevanza de un Libro de Inventarios y Balances, en el que debía extender, anualmente, el “*balance general de sus negocios*”, sin indicaciones adicionales, salvo la de que los activos debían “*apreciarse en su valor real*” (artículo 37). La reforma introducida por la Ley 16/1973, de 21 de julio, añadió la obligación de transcribir, trimestralmente, los “*balances de comprobación*” y, anualmente, “*el inventario, así como el balance del ejercicio y la cuenta de resultados*” (artículo 37). Las partidas del balance debían valorarse “*con arreglo a criterios objetivos que garanticen los intereses de terceros*” que no podrían variarse “*sin causa razonada*” (artículo 39). Se trataba de una regulación sumamente escueta que contrastaba con el contenido del régimen especial de las sociedades de capital. La LSA de 1951 no sólo determinaba la estructura y el contenido del balance (artículo 103) y de la cuenta de pérdidas y ganancias (artículo 105), sino que, frente a lo establecido con carácter general para los comerciantes, imponía una serie de criterios de valoración basados en el coste de adquisición (artículo 104).

<sup>770</sup> F. VICENT CHULIÁ, en R. URÍA, A. MENÉNDEZ y M. OLIVENCIA, *Comentario...*, Tomo VIII, *Las cuentas...*, p. 15.

<sup>771</sup> J. GIRON, *Derecho...*, p. 406; J. GARRIGUES, *Curso...*[1976], Tomo I, p. 526; Ángel MARINA GARCÍA-TUÑÓN, *Una reflexión sobre la reciente reforma de la legislación contable*, RdS, nº 30 (2008), pp. 100 y 101.

consolidadas, materia que -por definición- afecta a “los grupos de sociedades” encuentra su sede normativa en el Código de Comercio (artículos 42 a 49)<sup>772</sup>.

## 2.9.2. La formulación y la aprobación de las cuentas anuales

La elaboración de las cuentas anuales en las sociedades de capital es un proceso complejo que comprende varias etapas, con la intervención sucesiva de los administradores y la junta general. Los administradores están obligados a formular las cuentas y la propuesta de aplicación del resultado en el plazo de tres meses a contar desde el cierre del ejercicio social (artículos 171.1 TRLSA y 253.1 LSC). Las cuentas y la propuesta han de someterse al conocimiento y la aprobación de la junta general, reconociéndose a estos efectos a los socios un derecho de información reforzado (artículos 212.2 TRLSA y 272.2 LSC)<sup>773</sup>. Se trata del mismo esquema de distribución de competencias que en su día había establecido la LSA de 1951. La reforma de 1989 añadió, no obstante, dos nuevas piezas a este proceso. En primer término, un trámite de verificación de las cuentas que se encomienda a profesionales especializados y externos a la compañía (frente al antiguo sistema de revisión por los accionistas censores de cuentas). Como regla general, una vez formuladas las cuentas habrán de ser revisadas por los auditores de cuentas (artículos 203.1 TRLSA y 263.1 LSC). Se exceptúan de esta obligación las sociedades que puedan presentar un balance abreviado (artículos 203.2 TRLSA y 263.2 LSC), aun cuando en todo caso, los socios que representen al menos el cinco por ciento del capital social, podrán solicitar al Registrador Mercantil el nombramiento de un auditor para que, “con cargo a la sociedad”, revise las cuentas de un determinado ejercicio (artículos 205.2 TRLSA y 265.2 LSC). En segundo término, la obligación de dar publicidad a las cuentas a través de su depósito en el

---

<sup>772</sup> Incluso la estructura del balance y de la cuenta de pérdidas y ganancias, tradicionalmente regulada como un aspecto de las cuentas de las sociedades anónimas y de responsabilidad limitada (artículos 103 y 105 LSA de 1951; 175 y 189 TRLSA 1989 y 84 LSRL de 1995), se remite ahora a lo que resulte de los “modelos aprobados reglamentariamente” (artículo 254.3 LSC). Estos son los que, para cualquier forma de empresa, resultan de las Normas de elaboración de las cuentas anuales contenidas en el Plan General de Contabilidad, aprobado por RD1514/2007, de 16 de noviembre. La especialidad de las sociedades de capital queda reducida, por tanto, a la exigencia de un mayor grado de información en la memoria (artículo 260 LSC) y a necesaria elaboración en algunos casos, junto con las cuentas anuales, de un documento complementario: el informe de gestión (artículo 262 LSC).

<sup>773</sup> En una sociedad de estructura abierta resulta inviable el reconocimiento a los socios de un derecho de información incondicionado en cuanto a su extensión y al momento de su ejercicio, en los términos establecidos en la sociedad colectiva. Este habrá de hacerse efectivo con ocasión de la celebración de la junta ordinaria, mediante el examen de la documentación que ha de ser sometidos a su aprobación (artículo 272.2 LSC) y, en su caso, a través de la solicitud de información adicional, de conformidad con las reglas generales (artículos 196 y 197 LSC). Las peculiaridades que plantean las sociedades de capital cerradas han sido tomadas en consideración por el legislador, al permitir que los socios que representen al menos en cinco del capital puedan examinar, además, “los documentos que sirvan de soporte y antecedente a las cuentas anuales” (artículo 272.3 LSC).

Registro mercantil (artículos 218 y ss. y 279 y ss. LSC)<sup>774</sup>. En ambos casos la modificación legislativa venía impuesta por la normativa comunitaria<sup>775</sup>.

### 3. Del TRLSA de 1989 a la LSC de 2010: ¿un nuevo régimen legal del capital social?

#### 3.1. La evolución del derecho de sociedades

La regulación de las sociedades mercantiles integra un sector del ordenamiento jurídico especialmente dinámico. La historia del derecho sociedades es la de una serie de reformas que se suceden de forma continuada<sup>776</sup>. Este fenómeno se manifestó de forma especialmente intensa en las dos décadas que separan la aprobación del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas en 1989 y la del Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital en 2010. Aparentemente, el viejo estatuto del capital social se ha mantenido en sus líneas fundamentales. Las opciones del legislador español en el momento de la incorporación de las Directivas -en la última década del siglo XX- no han sido sometidas a revisión y el debate en torno a la utilidad del capital no se ha trasladado (o lo ha hecho muy moderadamente) al derecho vigente. La Exposición de Motivos de la LSC (epígrafe IV) se limita a declarar que “...no procede ahora hacer pronósticos sobre el futuro del capital como técnica de tutela de los terceros -tema que sólo será posible afrontar adecuadamente en el marco supranacional de la Unión Europea-...”<sup>777</sup>.

La continuidad del mecanismo de protección a los acreedores a través de la técnica del capital social no significa que no se haya producido una evolución significativa en algunos aspectos del modelo tradicional. Esta ha venido determinada por dos factores. En primer término, la creciente importancia y la progresiva autonomía que ha alcanzado la sociedad cotizada. Este subtipo de

---

<sup>774</sup> La publicidad de las cuentas no había sido completamente desconocida en nuestro derecho histórico. Al respecto, *infra*, p. 106.

<sup>775</sup> Véase, *infra*, pp, 178 y 179.

<sup>776</sup> A. ROJO, *La sociedad anónima...*, p. 77.

<sup>777</sup> Se trata de una afirmación un tanto discutible puesto que, como tendremos ocasión de examinar, las innovaciones más recientes en relación al capital se han producido en el ámbito del derecho interno de los Estados miembros de la Unión Europea, en relación a la sociedad de responsabilidad limitada (a la que no resulta de aplicación el régimen de la Directiva 77/91/CEE). Incluso en el ámbito de la sociedad anónima, el legislador nacional dispone de un ámbito de decisión no desdeñable. En todo caso, aunque las dudas del legislador no se han proyectado sobre el texto positivo, la pública formulación de las mismas no deja de ser relevante. Especialmente si se tiene en cuenta la declarada precisión de que “...el texto refundido nace -y es importante destacarlo- con decidida voluntad de provisionalidad; nace con el deseo de ser superado pronto, convirtiéndose así en un peldaño más de la escala hacia el progreso del Derecho. De un lado, porque no es aventurado afirmar que, en el inmediato futuro, el legislador debe afrontar importantes reformas de la materia, con la revisión de algunas de soluciones legales tradicionales...” (Exposición de Motivos, V, LSC).

la sociedad anónima queda sometido a un conjunto específico de normas que, en algunos puntos, se proyectan sobre el estatuto del capital social. En segundo lugar, por la acumulación de una serie de modificaciones legislativas de alcance limitado (o introducidas en conexión con la reforma de otros sectores del ordenamiento) que han acabado por afectar, prácticamente, a todas y cada uno de los elementos que integran el estatuto del capital social.

### 3.2. La sociedad anónima cotizada

Frente a la polivalencia funcional de que había caracterizado al tipo social durante la vigencia de la LSA de 1951, las reformas legislativas posteriores a la entrada en vigor del TRLSA se han centrado casi exclusivamente en los problemas que plantean las sociedades abiertas cuyo capital está distribuido entre un gran número de accionistas, cuando no, directamente, en el régimen de las compañías cuyas acciones han sido admitidas a negociación en un mercado secundario organizado. Esta fue la orientación de la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley del Mercado de Valores (modificada a las pocas semanas por la Ley 50/1988, de 30 de noviembre, de medidas fiscales, administrativas y del orden social)<sup>778</sup> y de la Ley 26/2003 de 27 de julio, conocida coloquialmente como “*Ley de Transparencia*”<sup>779</sup>. Lo mismo cabe

---

<sup>778</sup> En la redacción original del TRLSA ya aparecían una serie de disposiciones específicamente aplicables a las sociedades cotizadas, pero estas se van a multiplicar con ocasión de las modificaciones introducidas por la Ley 37/1998. El objetivo fundamental de esta última era el de proceder a una actualización del marco legal del mercado de valores, tras diez años de aplicación de la Ley 24/1988, pero, al mismo tiempo, se introducen una serie de modificaciones en el régimen sustantivo de las sociedades anónimas. Estas se referían a las acciones que otorgan el derecho a percibir un dividendo preferente (apartado 3 del artículo 50 TRLSA; artículos 95 y 498 y 499 LSC), a las acciones sin voto (artículos 91 y 92 TRLSA; artículos 98 a 103 y 499.2 LSC), a la nueva figura de las acciones rescatables, únicamente prevista para las sociedades cotizadas (artículos 92bis y 92ter TRLSA; artículos 500 y 501 LSC), a la exclusión del derecho de suscripción preferente (artículo 159 TRLSA), y a la inscripción de los acuerdos de aumento de capital en el Registro Mercantil (artículo 162 TRLSA y 315 LSC, que también contiene una especialidad aplicable a las sociedades cotizadas, aunque no haya sido incluida en el Título correspondiente de la Ley). Los estudios doctrinales del momento valoraban la modificación como una “*reforma de la sociedad cotizada*”. Al respecto, véase Anibal SÁNCHEZ ANDRÉS, *Sociedad Anónima modelo 1998. Reforma (parcial) y crítica (total) de un texto legislativo reciente*, Madrid (1999); Carmen ALONSO LEDESMA, *La reforma de la sociedad cotizada*, RdS, nº 12 (1999), Luis FERNÁNDEZ DEL POZO y JOSÉ MASSAGUER FUENTES, *Panorama general de la reforma parcial de la legislación de anónimas de 1998 (Ley 37/1998, de 16 de noviembre y Disp. Ad. Trigesimocuarta de la Ley 50/1998. De 30 de diciembre)*, incorporado como apéndice 1 en Luis FERNÁNDEZ DEL POZO, *La amortización de acciones y las acciones rescatables*, Madrid (2002), y Luis FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, *Derecho de Sociedades*, Valencia (2010), Volumen I, pp. 997 y ss.

<sup>779</sup> La Ley 55/1999, de 22 de diciembre, de medidas fiscales, administrativas y del orden social, se ocupa de precisar el régimen de retribución de administradores y directivos mediante la entrega de acciones o derechos de opción sobre las mismas, cuestión que se plantea, típicamente en las sociedades cotizadas (con tal motivo se modifica la redacción de los artículos 75.1 y 130 TRLSA, que se corresponden con los artículos 146.1,a y 219 LSC). La Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de medidas de reforma del sistema financiero había añadido una Disposición Adicional 19ª de la Ley del Mercado de Valores, con arreglo a la cual, las

decir de las modificaciones introducidas en el régimen general de la sociedad anónima en virtud de la Ley 19/2005, de 14 de noviembre, sobre la sociedad anónima europea domiciliada en España<sup>780</sup>.

En una suerte de retorno a sus orígenes<sup>781</sup>, la regulación de la sociedad anónima se vincula de forma cada vez más estrecha a la del mercado de valores<sup>782</sup>. Así lo afirma la Exposición de Motivos de la LSC (IV, primer párrafo, inciso final), a propósito de las distintas funciones que las diversas modalidades de la sociedad de capital están llamadas a cumplir: *“...mas que una rígida contraposición por razón de la forma social elegida, la distinción esencial radicaría en tener o no la condición de sociedad cotizada. El importante papel*

---

sociedades cuyas acciones u obligaciones hubieran sido admitidas a negociación en un mercado secundario de valores, debían dotarse de una Comité de Auditoria, integrado por una mayoría de consejeros no ejecutivos. Asimismo, se introducen modificaciones puntuales sobre la valoración de acciones y participaciones (artículos 64.1, 68.2 y 147.2 TRLSA, y 29.2 y 100 LSRL; artículos 107.2, 124.2, 128.3, 353 y 354 LSC), y se aborda, de nuevo, el problema de la exclusión del derecho de suscripción preferente en las sociedades anónimas (artículo 159 TRLSA, artículos 308 y 504 a 506 LSC). La Ley 26/2003, de 17 de julio, introdujo diversas modificaciones. Se añade un Título X a la Ley del mercado de valores, relativo a las sociedades cotizadas. Con la finalidad de facilitar la participación de los accionistas en la Junta general, se introducen nuevas reglas relativas al ejercicio del derecho de voto (artículo 105.4 y 5 TRLSA; artículo 189.2 y 3 LSC), a la representación (artículo 106.2 TRLSA; artículo 184.2 LSC) y al derecho de información (artículo 112 TRLSA; artículo 197 LSC). A su vez, la responsabilidad de los administradores pasa a recibir un tratamiento mucho más detallado (artículos 127 bis, 127 ter, 127 quáter y 133; artículos 236 a 241 LSC). Al respecto, Nuria FERNÁNDEZ PÉREZ, *El significado de la Ley de Transparencia en la modernización del derecho societario español*, Rds nº 22 (2004), y L. FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, *Derecho....*, Volumen I, pp. 1007 y ss.

<sup>780</sup> Estas se concretan en la equiparación de la certificación emitida por la sociedad rectora de la Bolsa de valores al informe del experto independiente, en caso de aportación de valores mobiliarios admitidos a negociación (artículo 38.2 TRLSA; artículo 67 LSC); a la atribución a los accionistas que representen, al menos, un cinco por ciento del capital de solicitar un complemento a la convocatoria de la junta y a la asistencia por medios telemáticos (artículo 97; artículos 172, 182 y 184 LSC), a la duración del cargo de los administradores (artículo 126; artículo 221.2 LSC), a determinadas medidas de publicidad en caso de reducción de capital (artículos 165 y 170; artículos 319 y 339 LSC), a la ampliación del régimen de las fusiones simplificadas (artículo 250 TRLSA), y al régimen de responsabilidad de los administradores en el caso de pérdida del capital (artículos 262.5 TRLSA y 105.5 LSRL; artículo 367 LSC). En lo que se refiere al propio régimen de la SE, la necesaria concurrencia de un elemento de actividad transfronteriza como presupuesto de constitución de este última (artículo 2 del Reglamento CE 2157/2001), remite también al esquema de la gran empresa. Es decir, a aquel tipo de organización que de ordinario necesita acudir al mercado para atender sus necesidades de financiación.

<sup>781</sup> Véase el Capítulo II y, en particular, pp. 64 y 65.

<sup>782</sup> Además de las anteriores, cabría reseñar la Ley 62/2003, de 30 de diciembre, de medidas fiscales, administrativas y del orden social, que suprimió para las sociedades cotizadas el límite de emisión de obligaciones establecido tradicionalmente para todas las sociedades anónimas (mediante la incorporación al TRLSA de un nuevo artículo 111bis, que exceptuaba la aplicación del artículo 282, que han pasado a ser, respectivamente, los artículos 510 y 405 LSC). La Ley 7/2006, de 4 de abril, a través de la cual se da cumplimiento a la Directiva 2003/51/CEE, estableció que las sociedades cuyas acciones estén admitidas a negociación en un mercado regulado de cualquier Estado miembro de la Unión Europea no podrán formular balance ni cuanta de pérdidas y ganancias abreviada (artículos 181.4 y 190.4 TRLSA), regla que hoy se extiende también al estado de cambios en el patrimonio neto (artículo 524 LSC).

*de las sociedades cotizadas en los mercados de capitales hace necesaria una intervención pública en la actividad económica orientada, por una parte, a la protección del inversor y, por otra, a la estabilidad, eficiencia y buen funcionamiento de los mercados financieros...". Sin duda por este motivo las sociedades cotizadas reciben un tratamiento sistemático diferenciado (al haberse recogido y sistematizado las especialidades en el Título XIV LSC, artículos 495 a 523), lo que apunta a la idea de que estamos en presencia de un auténtico subtipo dentro del esquema general de la sociedad anónima.*

Junto a las disposiciones de la LSC, la condición de sociedad cotizada determina la sujeción de la compañía al conjunto de normas reguladoras del mercado de valores, encaminadas a la tutela de intereses específicos como la *"transparencia del mercado"*, la *"correcta formación de los precios"* y la *"protección de los inversores"* (artículo 13,II LMV). La necesidad de asegurar un grado de liquidez suficiente para asegurar el funcionamiento del mercado lleva aparejada una exigencia específica en relación a la cuantía del capital de las sociedades cotizadas. La Directiva 2001/34/CE<sup>783</sup> exige una cifra mínima de *"capitalización bursátil previsible"*, o, si esta no pudiera ser evaluada, unos fondos propios de, al menos, un millón de euros, si bien permite a los Estados miembros dispensar de este requisito cuando tengan la seguridad de que se establecerá un mercado suficiente para las acciones. En nuestro país, el Real Decreto 1310/2005<sup>784</sup> exige un importe mínimo de seis millones de euros como *"valor esperado de mercado"*, para el importe total de los valores cuya admisión a negociación se solicita. No obstante, la CNMV puede autorizar la negociación de emisiones que no alcancen los valores antes indicados si se garantiza la existencia de un mercado suficientemente líquido para la negociación de los valores (artículo 9.6)<sup>785</sup>. Además, la admisión a negociación requiere de una *"distribución suficiente"* de las acciones. Se entiende cumplido este requisito si, *"al menos, el 25 por ciento de las acciones respecto de las cuales se solicita la admisión están repartidas entre el público"*, o si el mercado puede operar adecuadamente con un porcentaje menor debido *"al gran número de acciones de la misma clase y a su grado de distribución"* (artículo 9.7).

A su vez, la difusión de esquemas de financiación cada vez más sofisticados ha dado lugar a una cierta indefinición del propio concepto del capital social. La Ley de 1951 sólo contemplaba la emisión de cuatro tipos de valores por las sociedades anónimas: acciones ordinarias y privilegiadas y obligaciones simples y convertibles (artículos 37, 38, 111 y 128,4). El progresivo desarrollo

---

<sup>783</sup> Directiva 2001/34/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 28 de mayo de 2001, sobre la admisión de valores negociables a cotización oficial y la información que ha de publicarse sobre dichos valores.

<sup>784</sup> Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, por el que se desarrolla parcialmente la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales, de ofertas públicas de venta o suscripción y del folleto exigible a tales efectos.

<sup>785</sup> Se trata de un enfoque completamente diferente al del antiguo artículo 32 del Reglamento de Bolsas Oficiales de Comercio, aprobado por Decreto 1508/1967, de 30 de junio (derogado por el RD 1310/25), que exigía para la admisión a negociación un capital social mínimo (no un valor de mercado) de doscientos millones de pesetas.

de los “*híbridos financieros*” y la aparición de instrumentos como los préstamos participativos<sup>786</sup> han desdibujado los perfiles, antes bien definidos, del capital social. De esta forma, no siempre será fácil catalogar como “*capital*” o como “*deuda*” determinados productos financieros. Así sucede con alguna de las modalidades de acciones rescatables (cuya emisión queda reservada a las sociedades cotizadas: artículos 500 y 501 LSC), con la figura de las obligaciones necesariamente convertibles<sup>787</sup>, o con las “*participaciones preferentes*” que, tras la Ley 19/2003, de 24 de julio, sobre el régimen jurídico de los movimientos de capitales, pueden emitir las entidades de crédito.

### 3.3. Las sucesivas reformas legislativas

Aun cuando ya hemos hecho referencia a las diversas reformas legislativas posteriores al TRLSA de 1989 -recogidas, por tanto, en la LSC de 2010- un breve repaso de las mismas pone de relieve la importancia y la extensión de las modificaciones que ha sufrido el régimen legal del capital social. En lo que hace referencia a la integración del capital, éstas se refieren a la intervención del experto independiente en la valoración de las aportaciones no dinerarias y a las condiciones de exigibilidad de los desembolsos pendientes. La Ley 19/2005 ya había permitido sustituir el informe del experto por una certificación de la sociedad rectora de la Bolsa de valores en la que estuvieran admitidos a negociación los valores mobiliarios aportados a una sociedad anónima. La Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles, ha sido el instrumento a través del cual se ha incorporado al derecho la Directiva 2006/69/CEE<sup>788</sup>. Si, por una parte, se atribuye carácter

---

<sup>786</sup> Regulados en el artículo 20 del Real Decreto-ley 7/1996, de 7 de junio, sobre Medidas Urgentes de carácter Fiscal y de Fomento y Liberalización de la Actividad Económica, modificado posteriormente por la Ley 20/2007, de 4 de julio.

<sup>787</sup> Durante el año 2010 se han producido emisiones de estas características. Así sucede con la Emisión de Bonos Subordinados necesariamente canjeables por acciones del Banco Popular Español S.A., realizada a través de una sociedad instrumental, Popular Capital S.A., y la Emisión de Bonos Subordinados necesariamente convertibles en acciones de Banco Sabadell, que integraban una parte de la contraprestación de la OPA sobre la totalidad del capital de Banco Guipuzcoano S.A. Pueden consultarse los correspondiente folletos de emisión en [www.cnmv.es](http://www.cnmv.es), [www.bancopopular.es](http://www.bancopopular.es) y [www.grupbancsabadell.com](http://www.grupbancsabadell.com).

<sup>788</sup> Las reformas introducidas en la regulación legal de las sociedades anónimas por la Ley 3/2009 se refieren a las ventajas de promotores y fundadores (artículos 11.1 TRLSA y 27.1 LSC), de la sociedad en formación (artículos 15.2 TRLSA y 37.1 y 2 LSC), de la verificación de las aportaciones no dinerarias (artículos 38, 38bis, 38ter, 38quater TRLSA; artículos 67 a 71 y LSC), de las adquisiciones onerosas (artículos 41.1,II TRLSA y 72.2 LSC), de los dividendos pasivos (artículos 42 TRLSA y 81 LSC), de la adquisición derivativa de las propias acciones (artículos 75, 76, 78 y 79,3º TRLSA y 139, 145, 146 y 148.I,c LSC), de la reserva por participaciones propias (artículos 84 TRLSA y 153 LSC), el régimen del derecho de suscripción preferente en las sociedades anónimas (artículos 103, 158.1 y 293 TRLSA, y 194, 304, 305, 416 y 417 LSC), y de preferencia en las limitadas (artículos 53.2 LSRL y 199 LSC), al derecho de oposición de los acreedores en caso de reducción de capital (artículos 166 TRLSA y 334, 336 y 337 LSC). Asimismo se suprime la referencia a los supuestos de cesión global del activo y el pasivo como excepción a la apertura de la liquidación (artículos 266 TRLSA y 371 LSC) y se introduce una regla que sanciona expresamente el principio de igualdad de trato entre accionistas (artículos 50bis y 97 LSC).

vinculante al informe (artículos 38.3 TRLSA y 67.3 LSC), por otro lado se contemplan una serie de supuestos en que no será precisa la intervención del experto independiente (artículos 38bis, 38ter y 38quater TRLSA y 68, 69 y 70 LSC). En cuanto a los desembolsos pendientes, se suprime la habilitación a los administradores para acordar la forma y el plazo en el que deberían ser satisfechos en defecto de previsión estatutaria (artículo 42 TRLSA y 81.1 LSC). Además, se regulan una serie de cuestiones específicas relacionadas con la integración del capital social en los diversos supuesto de modificación estructural (artículos 10, 11.2, 12.2, 14, 18.3, 24.2, 26, 34, 44, 49.1, 50, 52, 78 o 94.1 LME).

En lo que hace referencia al aumento y la reducción de capital, hasta en cuatro ocasiones se ha modificado la regulación del derecho de preferencia o suscripción preferente. En lo que se refiere a las condiciones de exclusión (artículos 159 TRLSA artículos y 308, 504, 505 y 506 LSC) en virtud de las Leyes 37/1998, 50/1988 y 44/2002, y en cuanto a los presupuestos de aplicación (artículos 158.1 y 293 TRLSA, y 304, 305, 416 y 417 LSC) en virtud de la Ley 3/2009. La Ley 37/1998 permitió la inscripción separada del acuerdo de aumento de capital en el Registro Mercantil (artículos 162 TRLSA y 315 LSC). Los mecanismos de publicidad del acuerdo de reducción se han visto afectados por la Ley 19/2005 y el Real Decreto Ley 13/2010 (artículos 165 y 170; artículos 319 y 339 LSC). Asimismo, la Ley 3/2009 ha introducido alguna precisiones de alcance muy limitado en relación a los presupuestos de ejercicio del derecho de oposición de los acreedores en caso de restitución de aportaciones (artículos 166.1 TRLSA y 334.1 LCS). La Ley de Modificaciones Estructurales ha regulado, además, un supuesto muy específico de restitución de aportaciones, pues como tal debe conceptuarse la “disminución del patrimonio neto de sociedades que no intervienen en la fusión”, en el caso de absorción de sociedad íntegramente participada de forma indirecta (artículo 49.2 LME)<sup>789</sup>.

Mucha mayor trascendencia han tenido las innovaciones normativas en relación al mantenimiento y la pérdida del capital. Tras la Ley 16/2007, de 4 de julio (*“de reforma y adaptación de la legislación mercantil en materia contable para su armonización internacional con base en la normativa europea”*, según reza su denominación oficial)<sup>790</sup> aparece como concepto de referencia el de

---

<sup>789</sup> Sobre esta figura, véase, el Capítulo VIII.

<sup>790</sup> Desde un punto de vista sistemático, la Ley afectaba tanto al Código de Comercio (la sección segunda del Título III del Libro I recibe una nueva redacción), como al TRLSA y la LSRL. En el Código de Comercio se recogen, con mayor amplitud, las reglas sustantivas relativas a la elaboración de las cuentas anuales (artículos 34 a 49). La materia relativa a la formulación, auditoría, aprobación, depósito y publicación se configura, en cambio, como un aspecto de la disciplina de las sociedades de capital, quedaban recogidas en la legislación específica de cada forma societaria, si bien la estructura del balance y la cuenta de pérdidas y ganancias se remite a los modelos que se aprueben reglamentariamente (artículos 172.3 TRLSA y 254.3 LSC). A tal efecto, se mantuvieron, con pequeños cambios, la redacción anterior de los artículos 171, 172, 173, 174, 181 (que pasa a ser el nuevo artículo 175), 190 (nuevo artículo 176), 199, 200, 201 y 202 TRLSA, quedando sin contenido las secciones segunda, tercera, cuarta y quinta del Capítulo VII del TRLSA. Las normas que quedaron vigentes integran, a día de hoy, los artículos 253 a 271 LSC. Al margen de lo anterior, se

“patrimonio neto”, tanto a los efectos de la reducción de capital (artículos 164.4, 167.1,1º TRLSA y 317.1, 320 y 335 LSC), la distribución de dividendos artículo 213 TRLSA (artículo 273 LSC) o la disolución por pérdidas (artículos 260.1,4º y 262.2 TRLSA y 363.1,e y 365 LSC). Se trata, no obstante, de un concepto corregido y adecuado a las peculiaridades de las sociedades de capital (artículo 36.1,c, primer párrafo, C. Com.). El régimen de la adquisición de acciones propias va a resultar, a su vez, profundamente alterado por la Ley 3/2009. Especialmente en lo que se refiere a las técnicas empleadas para asegurar la integridad del capital, como en lo que hace referencia a los límites cuantitativos de la adquisición (artículos 75,3º y 79,3º TRLSA y 146.1,b y 2 LSC). La regulación de la asistencia financiera se completa con el tratamiento específico de uno de los supuestos en los que típicamente se presenta, como es el de la “fusión posterior a una adquisición de sociedad con endeudamiento de la adquirente” (artículo 35 LME).

Finalmente, en lo que se refiere a la pérdida del capital, La Ley 22/2003, de 9 de julio, concursal, atribuyó a la solicitud de declaración de concurso la condición de mecanismo alternativo de cumplimiento de los deberes de los administradores impuestos en presencia de esta causa de disolución (artículos 260.1,4º TRLSA y 363.1,d LSC)<sup>791</sup>. La Ley 19/2005 ha limitado su responsabilidad a las deudas posteriores a la concurrencia de la causa de disolución. El Real Decreto Ley 10/2008, de 12 de noviembre, ha suspendido de hecho (por ahora, con carácter temporal) la aplicación del régimen de la disolución por pérdidas en las sociedades de capital. La evolución legislativa que acabamos de resumir pone de relieve que, aun cuando los principios básicos del capital social no han sido (por ahora) alterados, son muchas las novedades que cabe reseñar en el desenvolvimiento de esta técnica particular de protección de los acreedores. En este sentido, cabría hablar de la aparición y el desarrollo de un nuevo régimen legal del capital social.

---

introducen una serie de modificaciones que afectaban directamente al estatuto del capital. Se da una nueva redacción a los artículos 75,3º, 79,3º, 81.3 y 84 TRLSA (artículos 148,II,c y 153 LSC) y al artículo 40bis, apartado b, LSRL (artículo 142.2 LSC) relativos a la reserva de acciones o participaciones propias, al régimen de la asistencia financiera y al de las participaciones recíprocas. También se modifican los artículos 163.1, 164.4, 167.1,1º (artículos 317.1, 320 y 335 LSC) y 82.1 LSRL (artículo 322.1 LSC), en sede de reducción de capital; el artículo 213 TRLSA (artículo 273 LSC), en materia de aplicación de resultados, y, de nuevo, los artículos 260.1,4º y 262.2 TRLSA y 104.1,e y 142.1,a LSRL (artículos 363.1,e y 365 LSC), en lo que se refiere a la reducción por pérdidas. Sobre el alcance de esta reforma, Ángel MARINA GARCÍA TUÑÓN, *Una reflexión sobre la reciente reforma de la legislación contable*, RdS, nº 30 (2008).

<sup>791</sup> La Ley Concursal dio una nueva redacción al artículo 124 TRLSA, relativo a la prohibición para se administrador (hoy artículo 58.3 LSC), así como a los artículos 260.1,4º, 260.2 y 262.2, 4 y 5 TRLSA y 58.3, 104.1,e, 104.2, 105.1 y 5 y 128 LSRL. Asimismo se derogan los artículos 281 TRLSA y 124 LSRL. Al respecto, véase, Ana Belén CAMPUZANO, *Disposición Derogatoria única y Emilio BELTRAN, Reforma de la Ley de Sociedades Anónimas (Disposición Final Vigésima) y Reforma de la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada (Disposición Final Vigésimo Primera)*, en A. ROJO y E. BELTRÁN, *Comentario....*, Tomo II, pp. 3083 y ss. y 3240 y ss.



## CAPITULO V

# UN REGULACIÓN DIFERENCIADA: LA DISCIPLINA DEL CAPITAL SOCIAL EN LA SOCIEDAD DE RESPONSABILIDAD LIMITADA

## 1. El origen y la función de la sociedad de responsabilidad limitada

A finales del siglo XIX las compañías por acciones aparecen bien definidas en las legislaciones europeas como la estructura organizativa idónea para la gran empresa<sup>792</sup>. El éxito de la sociedad anónima se había basado en las posibilidades que ofrecía para la financiación de proyectos empresariales a largo plazo. En particular, en la técnica de la emisión de valores (acciones y obligaciones) que le permitía acudir directamente al mercado para obtener tanto capital de riesgo como capital de crédito. Pronto se hizo evidente, además, la importancia y utilidad de los restantes elementos configuradores del tipo social. En particular, la estructura corporativa (que implica la existencia de órganos sociales con funciones especializadas), la personalidad jurídica independiente y la limitación de la responsabilidad de los socios. Estas ventajas quedaban, sin embargo, fuera del alcance de la mayor parte de las explotaciones mercantiles. La generalización de las mismas se convirtió en un objetivo de política legislativa ampliamente asumido. Se hacía necesario, pues, diseñar un nuevo modelo societario que llenara el hueco existente entre la sociedad de capitales (la anónima) y las sociedades de personas que respondían al esquema tradicional de las sociedades mercantiles (la colectiva y la comanditaria). Para alcanzar este objetivo, se requería una estructura dotada tanto de un régimen de constitución y funcionamiento simplificado, como de la posibilidad de adoptar un cierto grado de personalización<sup>793</sup>.

En la búsqueda de un esquema adecuado para sociedades de pocos socios y –habitualmente– medios económicos modestos, las legislaciones acudieron a técnicas contrapuestas. Una posible solución es la de dotar al régimen general de la sociedad de capitales de un grado de flexibilidad que le permita adecuarse tanto a las necesidades de las sociedades abiertas que acuden al mercado de capitales en busca de financiación, como a las de aquellas otras de estructura cerrada, en las que resultan relevantes las condiciones personales de sus miembros. Esta fue la vía seguida por la Ley inglesa de 1907, a partir de la distinción entre “*public*” y “*private companies*”, si bien,

---

<sup>792</sup> Este punto ha sido objeto de un análisis detallado en el Capítulo II.

<sup>793</sup> José GIRÓN TENA, *Introducción*, en *La reforma del Derecho de Sociedades de Responsabilidad Limitada*, RdS, número extraordinario (1994) [trabajo escrito en fecha indeterminada e inédito hasta la fecha], p. 15; A. ROJO, *La sociedad anónima....*, pp. 86 y 86; J. M. OTERO LASTRES, *ob. cit.*, p. 408; J. M. GONDRA ROMERO, *La posición....*, pp. 920 a 922.

dentro de una misma categoría legal<sup>794</sup>. De otra parte, cabía configurar una forma social específica. Este fue el camino seguido por la Ley alemana de 20 de abril de 1892, en la que la sociedad de responsabilidad limitada nace como una creación artificial del legislador<sup>795</sup>. Aquí aparece, a su vez, un segundo problema de técnica jurídica. Es preciso determinar la forma en que ha materializarse la deseada combinación de elementos personalistas y corporativos. Es decir, si la nueva forma social debe responder al esquema de una sociedad colectiva con exclusión de la responsabilidad de los socios o al de una sociedad anónima simplificada<sup>796</sup>.

La Ley alemana de 1892 se aproximaba a esta segunda orientación. La sociedad de responsabilidad limitada precisaba de un capital social, cuya cuantía debía quedar determinada en el contrato social (parágrafo 3.1,3º). El

---

<sup>794</sup> Véase, *infra*, pp. 119. No obstante, la evolución posterior del derecho inglés ha conducido a una situación no demasiado diferente a la encontramos en las legislaciones continentales. La *private company* ha devenido la forma a la que se acogen la gran mayoría de las sociedades mercantiles en razón de la progresiva flexibilidad que ha ido adoptando su régimen legal. Así, por ejemplo, sólo las compañías privadas pueden acogerse al régimen contable simplificado (sección 384.1,a CA 2006). De la misma forma, no están sujetas a ningún tipo de exigencia en lo que se refiere a la cuantía del capital (frente al mínimo de 50.000 libras o su equivalente en euros previsto para las compañías públicas en la sección 763), y pueden beneficiarse de un régimen de funcionamiento simplificado. No es preceptiva la designación de un secretario de la compañía (sección 270) y los órganos sociales pueden adoptar acuerdos por adhesión a la propuesta escrita de los administradores (Sección 288). La restricción fundamental consistente en la prohibición de ofrecer públicamente la suscripción de valores emitidos por la compañía (Sección 755) tiene una escasísima significación para la mayor parte de las empresas. El progresivo distanciamiento entre las dos modalidades de la *company* ha permitido a algún autor cuestionar la conveniencia de la regulación unitaria. En este sentido, P. L. DAVIES, *Gower...*, pp. 13 y 14.

<sup>795</sup> Un debate similar se produce en los Estados Unidos cien años después, con la aparición de una serie de figuras societarias que combinan los caracteres de la *corporation* y el *partnership*. En primer término, la denominada *Limited Liability Company* (LLP), introducida por primera vez en Wyoming en 1977. El éxito de la figura determinó la elaboración en 1994 de un modelo de Ley uniforme –*Uniform Limited Liability Company Act*– revisado en 2006. Al respecto, véase William J. CARMEY, *Limited Liability Companies: Origins and Antecedents*, *University of Colorado Law Review*, nº 66 (1995), pp. 855 y ss., y Daniel S. KLEINBERGER y Carter G. BISHOP, *The Next Generation: The Revised Uniform Limited Liability Company Act*, *The Business Lawyer*, Vol. 62 (2007), pp. 515 y ss. Una función similar desempeña el *Limited Liability Partnership* (LLP), regulado por primera vez en Texas en 1991, como respuesta a algunos de los problemas derivados de la insolvencia de las cajas de ahorro en los años 80 del siglo pasado, Paul R. ERICKSON y Buddy J. SANDERS, *Assessing LLCs v. LLPs*, *Texas Tech Law Review*, nº 28 (1997), pp. 1005 y ss. Aun cuando el tratamiento fiscal favorable ha desempeñado un papel destacado, al igual que en el origen de la Ley alemana, el desarrollo de estas nuevas modalidades responde a las indudable utilidad que resulta de superponer a un régimen de funcionamiento flexible las ventajas de la limitación de responsabilidad. En este sentido, Stephen M. BAINBRIDGE, *Limited Liability Companies: A Primer on Value Creation through Choice of Form* (2000), disponible en <http://ssrn.com>.

<sup>796</sup> Luis CARLÓN SÁNCHEZ, *Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada* en Miguel MOTOS y Manuel ALABALADEJO, *Comentario al Código de Comercio y legislación mercantil especial*, Madrid (1984), Tomo XXII, pp. 22 y 23; A. ROJO, *La sociedad anónima...*, pp. 87 y 88; J. M. GONDRA ROMERO, *La posición...*, pp. 924 y 925; Antonio PÉREZ DE LA CRUZ BLANCO, *La sociedad de responsabilidad limitada*, Volumen 1, en VV:AA., *Tratado de Derecho Mercantil*, Madrid (2004), p. 24.

capital está integrado por las aportaciones de los socios (parágrafo 5.1), asumiendo cada uno de estos una única participación (parágrafo 5.2). Con la aportación social se adquiere la condición de socio y, a su vez, el importe de la aportación determina la participación de cada uno de estos en la sociedad (parágrafo 14). El capital cumple unas funciones equivalentes a las que tiene asignadas en la sociedad anónima<sup>797</sup>. Se contempla, además, un mecanismo de financiación específico, como es el de las aportaciones suplementarias (parágrafos 26, 27 y 28), que permitía a la sociedad obtener recursos adicionales de los socios y proceder a su restitución al margen de las normas sobre aumento y reducción del capital. En cambio, no limitó el número máximo de socios ni estableció una cifra máxima de capital, evitando la vinculación entre la forma social y las dimensiones de la empresa<sup>798</sup>. No obstante, el régimen legal está muy alejado del de las sociedades abiertas. Las disposiciones legales se encaminan a la protección de los acreedores, pero no de los socios en cuanto inversores, circunstancia que se trata de compensar limitando la circulación de las participaciones (parágrafo 15)<sup>799</sup>.

Esta es la solución que ha acabado por generalizarse. Aún con diferentes matices, a día de hoy, se ha consolidado en todas las jurisdicciones relevantes un sistema de dualidad de tipos sociales en el ámbito de las sociedades de capital<sup>800</sup>. Esta evolución plantea al legislador una tercera cuestión a la que es preciso dar respuesta. Es el llamado “*problema tipológico*”. Es decir, el de la determinación de las funciones y caracteres que debe asignarse a cada una de las dos modalidades de la sociedad de capital con el fin de evitar la superposición entre ambas<sup>801</sup>. La relación entre la sociedad anónima y la de responsabilidad limitada ha variado históricamente y presenta características diferentes en los distintos sistemas legales. Existe, no obstante, una pauta de aplicación universal con arreglo a la cual el desarrollo y la difusión de esta última está en función de la correlativa regulación legal de la sociedad

---

<sup>797</sup> F. KÜBLER, *Derecho...*, p. 379; J. GIRÓN, *Introducción*, p. 16.

<sup>798</sup> A. ROJO, *La sociedad anónima...*, pp. 87 y 89. Puede consultarse una traducción al español de la Ley alemana de 1892, en Juan Luis CERVERA GARCÍA, *Leyes de sociedades limitadas. Alemana Federal, Austria y Suiza*, Valencia (1977), y otras más reciente a cargo de José Miguel EMBID IRUJO y Klaus WRED, en Rafael BONERDELL LENZANO, Javier MEJÍAS GÓMEZ y Ubaldo NIETO CAROL (coord.), *La Reforma de la Sociedad de Responsabilidad Limitada*, Madrid (1994). El texto vigente en alemán está disponible en [www.bundesrecht.juris.de](http://www.bundesrecht.juris.de).

<sup>799</sup> F. KÜBLER, *Derecho...*, pp. 374 y 375.

<sup>800</sup> Como pone de relieve L. FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, *Derecho...*, volumen II, p. 1311, esta ha acabado siendo la orientación de las Leyes francesas de 1863, 1925 y 1966, de las reformas británicas de 1980 y 1985 (a las que habría que añadir la vigente CA de 2006) y del Código italiano de 1942.

<sup>801</sup> A. ROJO, *La sociedad anónima...*, pp. 85 y 87, y *La sociedad de responsabilidad limitada: problemas de política y de técnica legislativas*, en Rafael BONERDELL LENZANO, Javier MEJÍAS GÓMEZ y Ubaldo NIETO CAROL (coord.), *La Reforma de la Sociedad de Responsabilidad Limitada*, Madrid (1994), pp. 40 a 44. Asimismo, LUIS FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, *El problema tipológico: la consagración del sistema dualista sociedad anónima – sociedad de responsabilidad limitada*, en *La reforma del Derecho...*, pp. 35 y ss.

anónima<sup>802</sup>. Cuando ésta responde a un esquema flexible y presenta un elevado grado de “*polivalencia funcional*” (como sucedía en nuestro país durante la vigencia de la LSA de 1951), es muy escaso el papel reservado a la segunda forma de sociedad de capital. Por este motivo, la sociedad limitada, durante una buena parte de su evolución ha sido una forma residual<sup>803</sup>. Esta situación sólo concluye con la incorporación de las Directivas comunitarias (y singularmente la Directiva 77/91/CEE), que supuso la asunción por el Derecho interno español de un esquema de relaciones entre los tipos sociales que tiende a reservar la sociedad anónima para las empresas de gran dimensión<sup>804</sup>.

Al margen de la difusión que la sociedad de responsabilidad limitada pueda llegar a alcanzar, la introducción de una forma social de estas características marca un punto de inflexión en la evolución del Derecho de sociedades. Anteriormente, la atribución de personalidad jurídica independiente a una organización empresarial (y su consecuencia práctica, la limitación de responsabilidad de los socios) se había circunscrito a supuestos muy concretos y determinados. Respondía a las necesidades prácticas derivadas de la necesidad de integrar un capital operativo de gran dimensión y de un tipo de empresa en la que los socios no participaban de forma activa en la administración de la compañía. Por el contrario, al extender estas características a la nueva forma social, la atribución de personalidad se vinculaba al un fenómeno asociativo que había quedado reducido a su mínima expresión, puesto que, habitualmente, la sociedad limitada podía constituirse con sólo dos fundadores. De esta forma se inicia una lenta evolución que habría de conducir a finales del siglo XX al pleno reconocimiento de la sociedad de capitales unipersonal<sup>805</sup>. Como destacaba en nuestro país la Resolución de

---

<sup>802</sup> J. M. OTERO LASTRES, *ob. cit.*, pp. 408 y 409.

<sup>803</sup> J. M. GONDRÁ ROMERO, *La posición...*, p. 926. La Exposición de Motivos de la LSRL de 1995 destacaba esta idea: “...allí donde la sociedad anónima se configura como una forma de *polivalencia funcional*, la sociedad de responsabilidad limitada tiende a devenir una forma secundaria e incluso marginal; y, viceversa, cuando la sociedad anónima se configura como la forma especialmente predispuesta para las exigencias de la gran empresa, la sociedad de responsabilidad limitada se potencia y expande...” (I, primer párrafo).

<sup>804</sup> A. ROJO, *La sociedad anónima...*, pp. 85 y 86; L. FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, *Derecho...*, Volumen II, p. 1315. Además, véase, *infra*, p. xx y xx.

<sup>805</sup> No es casual que de forma paralela a la difusión de la sociedad limitada aparezcan propuestas doctrinales encaminadas a la introducción de algún tipo de mecanismo que permitiera limitar la responsabilidad del empresario individual. El primer antecedente suele situarse en el trabajo del jurista austriaco Oscar PISKO, *Die Beschränkte Haftung des Einzelkaufmanns: Eine legislatorische Studie*, Zeitschrift für das Privat und Öffentliche Recht der Gegenwart, volumen 37 (1910). En éste se apunta ya la incongruencia que suponía considerar que es sólo el concurso de dos personas la premisa necesaria e indiscutible para la atribución de una personalidad jurídica diferenciada, p. 701. La misma idea expresaba medio siglo más tarde un autor norteamericano, E. R. LATTY, *A Conceptualistic Tangle and the One-or Two-Man Corporation*, North Carolina Law Review, volumen 39 (1956). Con ocasión de una decisión judicial que afectaba a una sociedad unipersonal, destacaba que “*no hay magia en los números*” y ningún interés público puede justificar el hecho de que si asocian tres personas puedan limitar su responsabilidad y adquirir una personalidad jurídica independiente para el desarrollo de determinadas actividades, mientras que esta posibilidad queda excluida si se trata de uno o de dos, p. 477.

la DGRN de 21 de junio de 1990, la limitación de responsabilidad no puede basarse en la pluralidad de miembros en la compañía, sino que “...se justifica por la creación o dotación –poco importa si a cargo de uno o de muchos socios- de un fondo de responsabilidad adecuado...”, puesto que, a los terceros, “...lo que les interesa es que su capital se dote y se publique adecuadamente y que se preserve...para hacer frente a las responsabilidades que la sociedad vaya contrayendo frente a ellos...”.

## 2. La sociedad de responsabilidad limitada en España: el Código de Comercio y la Ley de 1953

El Código de Comercio español de 1885 no contemplaba la sociedad de responsabilidad limitada<sup>806</sup>, aunque no por ello quedaba excluida la figura. Según la opinión común se había adoptado un sistema abierto de tipos sociales y los particulares, al amparo de la libertad de contratación, podían crear formas societarias atípicas (así lo presuponía la Exposición de Motivos del Código y se podía deducir del tenor literal de los artículos 117,I y 122)<sup>807</sup>. Lo cierto es que en las primeras décadas del siglo XX en nuestro país se concertaban contratos de compañía mercantil que se identificaban en el tráfico como “*sociedades de responsabilidad limitada*”<sup>808</sup>. Esta práctica quedaría consolidada con la progresiva aparición de una serie de disposiciones que, sin regular esta forma societaria, reconocían de forma inequívoca su existencia. En particular, el Reglamento del Registro Mercantil de 1919 (cuyo artículo 108 permitía la inscripción de las llamadas “*sociedades de responsabilidad limitada y razón social siempre que no se las designe en la escritura social con las palabras colectiva, comanditaria o anónima*” y que “*se añadan a la razón social las palabras sociedad limitada o sociedad de responsabilidad limitada o cualesquiera otras análogas que den a conocer, desde luego, la limitación de responsabilidad de los socios*”)<sup>809</sup>.

<sup>806</sup> No había prosperado la propuesta formulada en este sentido durante la tramitación parlamentaria del Código por el diputado Gil María Fabra y Deas. En relación a esta iniciativa, Carlos PRIETO GONZÁLEZ, *Los orígenes de la sociedad de responsabilidad limitada en España: El Proyecto de Fabra*, RDM, nº 108 (1968), pp. 215 y ss; A. PÉREZ DE LA CRUZ, *La sociedad...*, pp. 37 y ss.

<sup>807</sup> Lorenzo de BENITO y ENDARA, *Formas que pueden adoptar las sociedades mercantiles*, Revista General de Legislación y Jurisprudencia, volumen 104 (1904), pp. 540 y ss; L. CARLÓN, *ob. cit.*, pp. 10 a 12; Aurelio MENÉNDEZ MENÉNDEZ, *Notas sobre la significación histórica, el proceso de formación y la orientación fundamental de la Ley de sociedades de responsabilidad limitada*, en Ubaldo NIETO CAROL (coord.), *La sociedad de responsabilidad limitada*, Madrid (1998), p. 20. Véase, además, *infra*, pp. xx y xx.

<sup>808</sup> Véase, *infra*, p. 8.

<sup>809</sup> La Ley de 29 de abril de 1920, por la que se reformó la contribución de utilidades, sujetaba a tributación la participación de los socios en los beneficios de cualesquiera sociedades o asociaciones con ánimo de lucro, entre las que se citaban las “*compañías de responsabilidad limitada*”. El Decreto de 5 de enero de 1929 admitió expresamente en el ámbito de la actividad aseguradora “...*la sociedad anónima, la mutua sin empresa gestora y la compañía limitada...*”. La Ley de 19 de septiembre de 1942 imponía a las sociedades anónimas, limitadas y comanditarias por acciones la obligación de constituir una reserva legal (artículo 3). La Ley de

Se ha dicho que bajo el régimen del Código de Comercio la sociedad de responsabilidad limitada había llenado un vacío más aparente que real<sup>810</sup>. Es una observación acertada puesto en el Código de 1885 no contemplaba ninguna de las medidas habitualmente utilizadas con el fin de reservar la forma anónima para las empresas de cierta dimensión. Así, por ejemplo, la necesidad de un elevado número de fundadores (cualquier contrato de compañía podía celebrarse por *“dos o mas personas”*, artículo 116,I), la exigencia de un capital mínimo (que sólo se contemplaba para las compañías de ferrocarriles y demás obras públicas, artículo 185,I), o la existencia de mecanismos externos de supervisión (siendo el más aproximado el derivado de la regla que exigía la publicación de los balances anuales de las sociedades anónimas en la Gaceta, artículo 157)<sup>811</sup>. La nueva orientación que la Ley de sociedades anónimas de 1951 imprimió al sistema general de las sociedades mercantiles atribuyó, en cambio, una función bien definida a la regulación legal de la segunda modalidad de las sociedades de capital.

La Exposición de Motivos de la Ley de 1951 había anticipado la preparación de un proyecto de Ley *“que con carácter más flexible que el actual, regule la sociedad de responsabilidad limitada, totalmente huérfana de regulación en nuestro derecho positivo, a pesar del gran número de sociedades de este tipo que funcionan en nuestra patria”* (Preámbulo, último párrafo). No obstante, la

---

Ordenación Bancaria de 31 de diciembre de 1946 equiparaba, a los efectos del ejercicio del negocio de banca, la sociedad de responsabilidad limitada a los restantes tipos de sociedades mercantiles (artículo 41). Por otra parte, la existencia, de hecho, de sociedades de responsabilidad limitada dio lugar a litigios que, al ser resueltos por los Tribunales de Justicia, dieron lugar al reconocimiento jurisprudencial de la figura. La STS de 4 de febrero sentó una interesante doctrina en relación a la integración del capital y a la naturaleza de las participaciones (en aquel momento, al margen de cualquier precepto de derecho positivo, pero dando muestras de una más que notable capacidad de anticipación). En el segundo considerando de la sentencia se afirma que *“en esta clase de sociedades es requisito esencial que al constituirse queden totalmente cubiertas las participaciones en que se haya dividido el capital social y aportadas las mismas en la forma estipulada”*, y que *“las participaciones en el capital social no podrán estar representadas por ninguna clase de títulos separados o independientes de la escritura de constitución, no pudiendo ser cedidas a personas extrañas en la sociedad hasta transcurrido el plazo legal que en las mismas se determine...”*. Mucho más prudente se mostró, en cambio, la DGRN. La R. de 11 de agosto de 1943 admite que la sociedad limitada constituía *“una realidad del comercio”*, pero que la ausencia de una regulación determinaba que funcionaran *“con absoluta falta de garantías, con posibilidad de eludir, por una parte, los preceptos formales de las sociedades anónimas y, por otra, las normas sobre responsabilidad aplicables a las colectivas...”*.

<sup>810</sup> Manuel DE LA CAMARA, *Estudios de Derecho Mercantil*, Madrid (1977) volumen I, p. 268.

<sup>811</sup> Es razonable pensar que en la difusión de la sociedad limitada influyeron factores de carácter psicológico y sociológico. El potencial anonimato de los accionistas debía ser considerada una situación irregular en las compañías con una base personal limitada y es posible, incluso, que la incorporación de la condición de socio a un título valor suscitara reticencias entre los propios integrantes de la compañía, en razón de las incertidumbres (e, incluso, de las operaciones fraudulentas) que pudiera suscitar con respecto a la titularidad efectiva de la explotación. Estas consideraciones explicarían también el hecho de que, en la práctica societaria de la primera mitad del siglo XX, la sociedad limitada respondiera al modelo de una sociedad colectiva a la que se incorporaba un pacto de limitación de responsabilidad, tal como pone de relieve el anteriormente citado artículo 108 RRM de 1919. Así lo ponen de relieve L. CARLÓN, *ob. cit.*, pp. 22 y 23, y A. PÉREZ DE LA CRUZ, *La sociedad...*, p. 33.

verdadera finalidad perseguida por el legislador sólo aparecía con claridad en el Preámbulo de la Ley de sociedades de responsabilidad limitada de 17 de julio de 1953. Tras una genérica referencia a la necesidad “*de cubrir el hueco que el nuevo régimen jurídico de la sociedad anónima dejó abierto*”, se afirma que “*de poco hubiera servido establecer un régimen más riguroso para la sociedad anónima, regida universalmente por normas de derecho coactivo, si fuese posible cobijar bajo los rasgos de sociedad de responsabilidad limitada, no definidos en nuestro derecho, empresas que por su naturaleza deberían someterse a las normas propias de la sociedad anónima*” (I, párrafo tercero). El legislador adoptaba, por tanto, un planteamiento radicalmente contrario al del Código de Comercio. La función de esta nueva normativa era, precisamente, la de cerrar el sistema e impedir la aparición de sociedades de capital atípicas<sup>812</sup>.

Con este propósito se establece una triple prohibición, que excluía en la práctica cualquier posible apelación al ahorro público al margen del esquema legal de la sociedad anónima. Las participaciones en la sociedad limitada no podían “*incorporarse a títulos negociables ni denominarse acciones*” (artículo 1,I LSRL 1953). Los socios no podían exceder de cincuenta (artículo 1,II) y debían quedar identificados a través del Registro Mercantil (artículo 20,IV). El capital social no podía ser superior a cinco millones de pesetas (artículo 3, si bien esta cifra se elevó a cincuenta millones en 1968). Al mismo tiempo, y por un evidente motivo de coherencia sistemática, la Ley de 1953 se aparta de la práctica anterior y configura la limitada como una sociedad de capital simplificada. El Preámbulo de la Ley rechazaba su adscripción a las “*sociedades personalistas*” o a las “*capitalistas*” por considerar “*un tanto arbitraria*” dicha clasificación (I, párrafo cuarto). En el articulado aparecían algunos elementos de claro matiz personalista, como el llamado “*gerente estatutario*” (esto es, el administrador designado en la escritura fundacional, para cuya separación el artículo 12 exigía una mayoría reforzada)<sup>813</sup>, o la figura de la exclusión de socios (artículo 31). Sin embargo, la estructura de la sociedad se organiza a partir de un capital integrado por las aportaciones de los socios y dividido en participaciones sociales (artículo 1,I y 3)<sup>814</sup>. El desembolso, el mantenimiento y la pérdida del capital recibían un tratamiento

---

<sup>812</sup> L. CARLÓN, *ob. cit.*, pp. 13 y 14; J. GARRIGUES, *Curso....*, volumen I, p. 544; J. M. OTERO LASTRES, *ob. cit.*, pp. 410 y 411.

<sup>813</sup> L. CARLÓN, *ob. cit.*, p. 143; J. GARRIGUES, *Curso....*, volumen I, p. 564.

<sup>814</sup> En este sentido, L. CARLÓN, *ob. cit.*, p. 55; J. GARRIGUES, *Curso....*, volumen I, p. 545; A. PÉREZ DE LA CRUZ, *La sociedad...*, pp. 43 y 44. Tanto la cifra de capital como el número de participaciones en que éste estuviera dividido debían quedar determinados en la escritura social (artículo 7,6º). El aumento y la reducción de capital implicaban, en consecuencia, una modificación de la escritura social (artículo 17). La transmisión de las participaciones sociales implicaba una suerte de modificación del contrato social. Con independencia de la atribución a los restantes socios un derecho de adquisición preferente, debía hacerse constar en escritura pública e inscribirse en el Registro Mercantil (artículo 20). La “*participación social*” (que derivaba del número de participaciones poseídas) determinaba la respectiva posición de cada socio en la compañía. Así, por ejemplo, a los efectos del derecho de preferencia en las ampliaciones de capital (artículo 18) o del “*derecho a los beneficios*” (artículo 29).

equivalente –aunque no idéntico- al establecido para las sociedades anónimas<sup>815</sup>.

El insuficiente contenido de la Ley de 1953 fue objeto de una crítica unánime. Hasta el punto de que llegó a ser un tópico aludir al “cansancio” que parecía haberse apoderado del legislador en el momento de enfrentarse a la tarea de regular la segunda modalidad de las sociedades de capital<sup>816</sup>. La misma reflexión podía aplicarse a la reforma de 1989. El minucioso trabajo de adecuación y puesta al día del régimen legal de las sociedades anónimas contrastaba con la modesta actualización de la Ley de sociedades de responsabilidad. La reforma se circunscribió, prácticamente, a la introducción de la exigencia de un capital mínimo y la supresión del antiguo régimen de capital máximo (nuevo artículo 3), aun cuando se mantuvo el número máximo de socios (el artículo 1 de la LSRL de 1953 no sufre alteración). En lo demás, se dio por concluida la actualización del régimen legal de las sociedades limitadas a través del expediente de una serie de remisiones al régimen de las anónimas, realizadas sin demasiada coherencia sistemática<sup>817</sup>. La progresiva – y en parte imprevista- preferencia de los empresarios por la sociedad limitada

---

<sup>815</sup> En cuanto al primer aspecto, el Preámbulo de la Ley expresaba con claridad el designio del legislador: “*se quiere que la sociedad tenga un patrimonio efectivo*” (III, último párrafo). Por este motivo, el capital debía quedar completamente desembolsado desde su origen (artículo 3.1). La contrapartida de las participaciones debía consistir necesariamente en aportaciones de carácter patrimonial, ya fueran dinerarias o no dinerarias (artículo 8). En este último caso no se contemplaba ningún mecanismo de revisión de estas últimas (equivalente al artículo 32 LSA de 1951), pero los socios respondían solidariamente, frente a la sociedad y frente a tercero, “*de la realidad de las aportaciones y del valor que se les haya atribuido en la escritura*” (artículo 9). Aun cuando no cabía la mera aportación de industria, se contemplaba la posibilidad de establecer en la escritura fundacional, “*con carácter obligatorio, para todos o algunos de los socios, prestaciones accesorias distintas de las aportaciones de capital*” (artículo 10). De la misma forma, se asume como uno de los principios básicos el del mantenimiento del capital. De nuevo indicaba el preámbulo de la Ley que “*las cuestiones relacionadas con la significación del capital social en esta clase de sociedades se han regulando teniendo en cuenta especialmente la defensa de los acreedores, como puede observarse en punto a la reducción de capital*”. Aun cuando se reconocía la necesidad de una regulación equivalente a la prevista para las sociedades anónimas, “*la mayor simplicidad de los intereses en juego ha aconsejado recoger aquí tan sólo las líneas más esenciales de un sistema de defensa del capital. A esta orientación responden también las normas sobre el balance y la contabilidad*” (V, primer párrafo). En consecuencia, la efectividad de la reducción de capital que implicara restitución de aportaciones quedaba sujeta a una notificación personal a los acreedores y al eventual ejercicio de un derecho de oposición (artículo 19). Ninguna regla limitaba de forma expresa las atribuciones patrimoniales a los socios, pero estaba implícita en la Ley la idea de que sólo podían llevarse a cabo con cargo a los beneficios efectivamente realizados (artículos 10, 26, II y 29). Además, en otro caso, carecerían de sentido las reglas que se establecían sobre la valoración de los elementos del activo del balance (artículo 28). Finalmente, las pérdidas que dejaran reducido el patrimonio a una cantidad inferior a la tercera parte del capital constituía una causa de disolución de la sociedad (artículo 30,5º).

<sup>816</sup> A. MENÉNDEZ, *Notas....*, pp. 21 y 22. Las deficiencias de la Ley, junto a la polivalencia de la sociedad anónima, explican que el número de limitadas, que había sido más o menos equivalente al de sociedades anónimas antes de 1953 quedara reducido tras la entrada en vigor de la Ley a menos de una quinta parte del de aquéllas. Véase, *infra*, pp. 7 y 8.

<sup>817</sup> Estas se referían a la sociedad en formación (artículo 6), al régimen de responsabilidad de los administradores (artículo 11), al funcionamiento de la junta de socios (artículo 15,III), al usufructo de participaciones (artículo 24), a las cuentas anuales (artículo 26), a la fusión (artículo 28), a la escisión (artículo 29) y a la disolución (artículo 30).

hizo necesario abrir una segunda etapa en la reforma del derecho de sociedades español, que se concreta en la Ley 2/1995, de 23 de marzo, de sociedades de responsabilidad limitada.

### **3. La Ley de sociedades de responsabilidad limitada de 1995**

#### **3.1. La caracterización del tipo societario**

##### **3.1.1. ¿Una forma social de naturaleza híbrida?**

La Ley de 1995 se proponía “*ofrecer un marco jurídico adecuado*” y autónomo para esta forma social. Por este motivo, aun cuando el texto legal reproducía determinados preceptos de la Ley de sociedades anónimas, o se remitía a aspectos concretos de la misma, el legislador puso especial énfasis en destacar que “*ni esta Ley, ni cualquier otra mercantil especial, tienen carácter de derecho supletorio*” (Exposición de Motivos, I, último párrafo). Al respecto, es preciso tener en cuenta que la vinculación derivada de la normativa comunitaria es en relación a esta forma social mucho más reducida que la existente para las sociedades anónimas. Las sociedades de responsabilidad limitada están sujetas a las reglas relativas a la publicidad, a la validez de los compromisos asumidos por los órganos sociales y a la nulidad de la sociedad (en virtud de las Directivas 68/151/CEE y 2009/101/CE), así como al régimen de las cuentas anuales y la auditoría (Directivas 78/660/CEE, 83/349/CEE y 2006/43/CE). Sin embargo, no les resultan de aplicación las relativas al capital (Directiva 77/91/CEE) o a las modificaciones estructurales (Directivas 78/855/CEE y 82/891/CEE). Existe, además, un ámbito específico en que la sociedad de responsabilidad limitada ha recibido la atención del legislador comunitario, como es el de las situaciones de unipersonalidad (a través de la Directiva 89/667/CEE, Duodécima Directiva en materia de derecho de sociedades, *relativa a las sociedades de responsabilidad limitada de socio único*, sustituida por la Directiva 2009/102/CE del Parlamento Europeo y del Consejo). Las legislaciones nacionales disponen, por tanto, de un notable grado de autonomía a las legislaciones nacionales en orden a la configuración de la sociedad de responsabilidad limitada.

La Exposición de Motivos de la LSRL de 1995 había destacado “*tres postulados generales*” como “*base del nuevo derecho*” (II, primer párrafo). El primero de ellos, el “*carácter híbrido de la sociedad de responsabilidad limitada*” en la que “*deben convivir en armonía elementos personalistas y elementos capitalistas*”. Ya en su momento resultaba discutible la exactitud de esta primera afirmación. La configuración legal de la sociedad de responsabilidad limitada resultaba ser, básicamente, la de una sociedad de capital<sup>818</sup>. Cuestión distinta es que fuera susceptible de un cierto grado de

personalización mediante determinadas cláusulas estatutarias. Así sucedía con las relativas a las prestaciones accesorias (artículos 22 a 25 LSRL y 86 a 89 LSC, aplicables hoy a todas las sociedades de capital), a la eventual necesidad del voto favorable de un determinado número de socios para la adopción de acuerdos sociales (además de las siempre necesarias mayorías de capital, artículos 53.3 LSRL y 200.2 LSC), o a la ampliación de las causas de exclusión (artículos 98 LSRL y 350 a 352 LSC). Pero, incluso el elemento que presenta un mayor potencial en orden a la personalización de la sociedad limitada, como es el de la atribución de derechos desiguales, se desenvuelve a través de una técnica propia de las sociedades de capital. Los derechos no se atribuyen a los “socios”, sino a las “participaciones sociales” (artículos 5, 53.4 y 85 LSRL y, con mayor claridad aún, en el vigente artículo 94 LSC).

El amplísimo reconocimiento de las situaciones de unipersonalidad también respondía al enfoque predominantemente capitalista de la nueva regulación (artículo 125 LSRL). Frente a la alternativa consistente en “*la posibilidad de constituir empresas de responsabilidad limitada al patrimonio afectado a una actividad determinada*” (artículo 7 de las Directivas 89/677/CEE y 2009/102/CEE), la opción del legislador español por la vía societaria (centrada –originariamente– en la sociedad limitada) presupone, por la propia naturaleza de las cosas, un esquema organizativo de naturaleza corporativa y no contractual. El fundamento teórico de la admisión de la sociedad de un sólo socio se encuentra precisamente en su organización financiera como sociedad de capitales y en la efectiva dotación de un fondo permanente de explotación, con independencia del número y la identidad de los socios que, en cada momento, integren efectivamente la compañía.

Finalmente, no ha podido dejar de incidir directamente sobre esta cuestión la incorporación de las disposiciones aplicables a sociedades anónimas, comanditarias por acciones y de responsabilidad limitada en un único texto legal. El esfuerzo del legislador por armonizar las disposiciones legales y superar discordancias (Exposición de Motivos LSC II, párrafo cuarto), se ha traducido en muchos casos en la generalización de un mismo régimen normativo para todas las sociedades de capital que, lógicamente, implica un alejamiento de los aspectos personalistas como elemento diferenciador de la sociedad limitada. Así lo da a entender la Exposición de Motivos del Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital, al destacar que las sociedades de responsabilidad limitada “*se han configurado tradicionalmente más como unas anónimas simplificadas y flexibles que como sociedades personalistas en las que los socios gocen del beneficio de responsabilidad por las deudas contraídas en nombre de la sociedad*” (III, primer párrafo). Mucha mayor

---

<sup>818</sup> En este sentido, A. ROJO, *La sociedad de responsabilidad....*, pp. 51 y 52; A. MENÉNDEZ, *Notas....*, p. 35; Luis Antonio VELASCO SANPEDRO, *Concepto y caracteres de la sociedad de responsabilidad limitada*, en VV.AA., *Derecho de sociedades de responsabilidad limitada. Estudio sistemático de la Ley 2/1995*, Madrid (1996), pp. 45 y 46; Alberto ALONSO UREBA, *El capital como cuestión tipológica*, en C. PAZ ARES, *Tratando....*, pp. 330 a 334. Ignacio ARROYO MARTINEZ, *Artículo 1. Concepto*, en I. ARROYO y J. M. EMBID, *Comentario....*, pp. 26, 37 y 38; José Miguel EMBID IRUJO, *Cuestiones tipológicas en la sociedad de responsabilidad limitada*, en U. NIETO, *La sociedad....*, p. 61. Una opinión más matizada puede verse en Luis FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, *La sociedad de responsabilidad limitada en el sistema español de sociedades de capital*, en VV.AA., *Derecho de sociedades....*, pp. 12 y 13.

significación debe reconocerse a la segunda de las características que en la Ley de 1995 atribuía a la sociedad limitada: el hecho de tratarse de “*una sociedad esencialmente cerrada*”.

### 3.1.2. La sociedad limitada como sociedad cerrada

El derecho español ha evolucionado hacia un esquema caracterizado por la contraposición de dos modelos, abierto y cerrado, de sociedad de capital. Ambas figuras responden a una estructura corporativa, organizada a partir de la determinación en los estatutos de un capital dividido en acciones o participaciones, aun cuando cumplan funciones claramente diferenciadas. En un caso, el desarrollo de proyectos empresariales a largo plazo mediante la financiación que se obtiene directamente en el mercado de capitales. En el otro, proporcionar una forma jurídica adecuada para aquellas explotaciones integradas (con independencia de su tamaño) por un número reducido de socios, cuyo papel no se limita a la aportación de capital sino que se extiende habitualmente a algún tipo de participación en la gestión de la compañía. La sociedad limitada puede definirse, por tanto, como una sociedad “*de capital*” y “*esencialmente cerrada*”, frente a la sociedad anónima que es un tipo “*naturalmente abierto*” (Exposición de Motivos LSRL II,2 y LSC, IV, primer párrafo)<sup>819</sup>.

El carácter cerrado del tipo se pone de manifiesto la necesaria existencia de un régimen limitativo a la transmisión *inter vivos* de las participaciones sociales (artículos 29 a 31 LSRL y 107 a 112 LSC), o el planteamiento restrictivo con el que se aborda la representación de los socios en la junta (artículos 49.2 y 3 LSRL y 183 LSC). Al mismo tiempo, y en plano de las relaciones internas, se hace necesario introducir mecanismos específicos encaminados a la “*tutela del socio y la minoría*”, puesto que “*falta la más eficaz medida de defensa: la posibilidad de negociar libremente en el mercado el valor patrimonial en que se traduce la participación del socio*” (Exposición de Motivos LSRL, III, primer párrafo). Por ejemplo, la existencia de mayorías reforzadas para la adopción de determinados acuerdos sociales (artículo 53.2 LSRL y 199 LSC) o en las limitaciones establecidas tanto para la fijación de la retribución de los administradores (artículos 66.2 LSRL y 218.1 LSC), como en relación al poder de la mayoría en el caso de modificaciones estatutarias (artículos 71.1,II LSRL

---

<sup>819</sup> Sin embargo, como pone de relieve la Exposición de Motivos de la LSC, la “*contraposición tipológica entre sociedades abiertas y cerradas no es absoluta*”. La reforma “*por fases*” del derecho de sociedades –A. ROJO, *La sociedad de responsabilidad...*, pp. 44 a 46– necesariamente debía producir un cierto grado de descoordinación en el sistema general de las sociedades mercantiles. Los estatutos de la sociedad anónima también pueden configurar una sociedad anónima cerrada, introduciendo cláusulas restrictivas a la transmisión de acciones (artículos 123, 124 y 125 LSC), limitando la representación en la junta general (artículo 184.1 LSC), o elevando las mayorías legalmente previstas para la adopción de acuerdos sociales (artículo 201.3 LSC). De hecho, este tipo de estipulaciones son habituales en las anónimas no cotizadas, produciéndose “*...una superposición de formas sociales, en el sentido de que para unas mismas necesidades –las que son específicas de las sociedades cerradas– se ofrece a la elección de los particulares dos formas sociales diferentes, concebidas con distinto grado de imperatividad, sin que el sentido de esta dualidad pueda apreciarse siempre con claridad...*” (Exposición de Motivos LSC IV, párrafo primero).

y 293 LSC). Lo mismo cabía decir de la mayor amplitud con que, en su momento se reconocía el derecho de separación (artículo 95 LSRL, cuyo enfoque generalizan los artículos 346 y 347 LSC). El carácter cerrado de la sociedad limitada supone que, tendencialmente, esta habrá de contar con un número reducido de socios. Sin perjuicio de lo anterior, la Ley de 1995 rechazó cualquier criterio dimensional como pauta de ordenación de los tipos sociales y suprimió el número máximo de socios que la Ley de 1953 había fijado en cincuenta<sup>820</sup>.

En estrecha relación con el carácter de sociedad cerrada aparece la exclusión de *“cuanto suponga acudir al ahorro colectivo como medio directo de financiación”* (Exposición de Motivos LSRL, II, séptimo párrafo). La Ley excluye la emisión de valores negociables representativos del capital, puesto que se mantiene la regla tradicional, con arreglo a la cual, las participaciones *“no podrán estar representadas por medio de títulos o anotaciones en cuenta, ni denominarse acciones y en ningún caso tendrán el carácter de valores”* (artículos 5.2 LSRL y 92.2 LSC). Al mismo tiempo se declara la nulidad de las cláusulas estatutarias que *“hagan prácticamente libre la transmisión”* (artículos 30.1 LSRL y 108.1 LSC). La prohibición se extiende a los títulos representativos de una deuda, puesto que la sociedad limitada *“no podrá acordar ni garantizar la emisión de obligaciones u otros valores negociables agrupados en emisiones”* (artículos 9 LSRL y 402 LSC)<sup>821</sup>. Por el mismo motivo, no se contemplan ni la *“constitución sucesiva”* (según la terminología que emplean los artículos 41 a 55 LSC), ni la ampliación de capital con ofrecimiento público de las acciones (modalidad que el artículo 309 LSC también reserva a las sociedades anónimas). La financiación de los proyectos empresariales que se desarrollen bajo la forma de la sociedad de responsabilidad limitada queda circunscrita, por tanto, al mercado de crédito y a la autofinanciación<sup>822</sup>.

### 3.1.3. El régimen simplificado de funcionamiento

La contrapartida de las limitaciones anteriores define la tercera característica de la sociedad limitada. Esto es la *“flexibilidad de régimen jurídico”* y la configuración de un régimen de funcionamiento *“más sencillo y menos costoso que el de las sociedades anónimas”* (Exposición de Motivos LSRL, II, párrafos sexto y octavo). Este *“principio de política legislativa”* se manifiesta,

---

<sup>820</sup> A. ROJO, *La sociedad de responsabilidad....*, pp. 62 y 63, y A. MENÉNDEZ, *Notas....*, p. 32. El Derecho español ha seguido en este punto una evolución paralela a la experimentada en el derecho inglés. La limitación del número máximo de socios establecida originariamente para la *“private company”* en la Ley de 1907 desapareció en la reforma de 1980. Al respecto, véase D. FOX y M. BOWEN, *ob. cit.*, p. 6.

<sup>821</sup> Véase, Alberto Javier TAPIA HERMIDA, *La financiación de la sociedad de responsabilidad limitada (con especial referencia a los artículos 9 y 10)*, en VV.AA., *Derecho de sociedades de responsabilidad limitada. Estudio sistemático de la Ley 2/1995*, Madrid (1996), p. 97.

<sup>822</sup> A. ROJO, *La sociedad de responsabilidad....*, pp. 70 y 71; Joaquim BISBAL I MENDEZ, *Los derechos económicos del socio*, en R. BONARDELL, J. MEJIAS, U. NIETO, *La Reforma....*, pp. 255 y 256; A. J. TAPIA HERMIDA, *ob. cit.*, p. 123.

lógicamente, en el ámbito organizativo interno de la sociedad. Al mismo responden medidas tales como la sustitución del régimen legal de convocatoria de la junta por una notificación personal (artículos 45.2 LSRL y 173.2 LSC), la posibilidad de establecer en los estatutos modos alternativos de organizar la administración (artículos 58.2 LSRL y 210.3 LSC), o la duración indefinida de los administradores (artículo 60.1 LSRL y 221.1 LSC). Pero, como veremos a continuación, también tiene una proyección en el ámbito de las relaciones externas y, singularmente, en el tratamiento del capital social.

### 3.2. La disciplina del capital social

Las leyes de 1953 y 1995 asumieron una noción de capital sustancialmente idéntica a la establecida para las sociedades anónimas. La organización de la sociedad limitada se articula en torno a la existencia de un capital social dividido en participaciones (artículos 1 LSRL y 1.2 y 90 LSC), que desempeña las mismas funciones que en la sociedad de capital abierta. Frente a los acreedores, actúa como cifra de retención de valores en el activo. En el plano interno, la participación en el capital determina (aunque con importantes matizaciones) la posición relativa de cada socio en la compañía. No es de extrañar, en consecuencia, que el capital social queda sujeto en la sociedad limitada a los mismos principios ordenadores que en la sociedad anónima<sup>823</sup>. Así, en relación a la necesaria determinación estatutaria, a la concurrencia de un capital mínimo, a la efectiva integración, el mantenimiento o la pérdida del mismo. Cabe identificar, por tanto, un régimen común a todas las sociedades del capital. No obstante, las características particulares de la sociedad limitada necesariamente debían proyectarse sobre algunos de los elementos que integran la disciplina del capital social. Por este motivo aparecen en la LSRL de 1995 una serie de disposiciones específicas.

La Exposición de Motivos de la Ley de 1995 destacaba que se había acogido un “régimen sustantivo más riguroso en defensa del capital social”. En realidad, las peculiaridades responden a dos planteamientos claramente diferenciados. En algunos supuestos, efectivamente, aparecen exigencias adicionales o previsiones más rigurosas de las que resultan de la correlativa regulación establecida para las sociedades anónimas. En ocasiones, éstas responden al propio carácter cerrado de la sociedad limitada. El conflicto entre socios y acreedores aparece mediatizado por el control de la sociedad que la Ley atribuye a los primeros, y las situaciones patológicas se presentan, típicamente, cuando el sustrato personal de la compañía está integrado por un grupo muy reducido de personas (e, incluso, por un solo individuo)<sup>824</sup>. En otros casos, el

---

<sup>823</sup> Se trata de una idea ampliamente admitida. En este sentido, Rodrigo URÍA, Aurelio MENÉNDEZ y Juan Luis IGLESIAS PRADA, en R. URÍA – A. MENÉNDEZ, *Curso...*, Tomo I, p. 1142; Alberto ALONSO UREBA en C. PAZ-ARES (coord.), *Tratando...*, pp. 330 a 333; Ignacio ARROYO MARTINEZ, en *Artículo 4. Capital social*, en I. ARROYO y J. M. EMBID, *Comentario...*, pp. 54 a 57; L. FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, *Derecho...*, volumen II, pp. 1319 y 1320.

<sup>824</sup> Véase, *infra*, pp. 28, 33 y 36.

mayor rigor responde al designio de excluir todos aquellos mecanismos de los que tradicionalmente se han servido las compañías que acuden directamente al mercado de capitales.

Hay veces, sin embargo, en que lo que en realidad aparece es una técnica alternativa de protección a los acreedores de la sociedad. La responsabilidad personal de los socios sustituye aquí a ciertos procedimientos que se estiman excesivamente complejos para una sociedad de dimensiones reducidas. Esta opción de política legislativa debe relacionarse, por tanto, con el objetivo declarado de proporcionar a la sociedad limitada un régimen flexible y menos costoso de funcionamiento. El legislador ha acabado por atribuir una especial significación a este régimen alternativo, hasta el punto de que la Exposición de Motivos de la LSC (IV, párrafo primero) apunta dos características como fundamento teórico de la distinción entre sociedades anónimas y de responsabilidad limitada: el carácter abierto o cerrado, y el hecho de que *“las primeras son sociedades con un rígido sistema de defensa del capital social, cifra de retención y, por ende, de garantía para los acreedores sociales, las segundas, en ocasiones, sustituyen estos mecanismos de defensa –a veces más formales que efectivos- por regímenes de responsabilidad, con la consiguiente mayor flexibilidad de la normativa”*.

## 4. El régimen común a las sociedades de capital

### 4.1. La configuración formal del capital y las participaciones

La sociedad limitada debe contar necesariamente con un capital social dividido en participaciones y éstas tienen asignado un valor nominal (artículos 1 LSRL y 1.2 y 90 LSC). Tanto la cifra de capital como el número y el valor nominal de las participaciones deben quedar determinados en los estatutos sociales (artículos 13,c LSRL y 23,d LSC). La no expresión en la escritura o en los estatutos de la *“cuantía del capital”* constituye una causa de nulidad (artículos 16.1,e LSRL y 56.1,f LSC). El sistema legal responde, por tanto, al esquema del capital fijo y cualquier alteración de la cifra de capital o del número o el valor nominal de las participaciones hace necesaria la modificación de los estatutos sociales (artículos 71 LSRL y 313 LSC).

La definición de la cuota que a cada socio en el capital puede articularse formalmente a través de diversos procedimientos. La Ley alemana acudió a la técnica de una participación única por socio (parágrafo 5,2), lo que, en definitiva, implica un elemento de personalización de la posición de cada uno de éstos<sup>825</sup>. En nuestro país, por el contrario, ha prevalecido un sistema de participaciones *“acumulables”* (artículos 1 LSRL de 1953 y 5.1. LSRL de 1995). Esta expresión no tiene otro significado que el de poner de manifiesto que cada

---

<sup>825</sup> La misma solución adoptaban la Ley austriaca de 1906 (parágrafo 6,2 y 3) y el Código suizo de las obligaciones de 1936 (artículo 774.2). Al respecto, véase, J. L. CERVERA GARCÍA, *ob. cit.*, pp. 215 y 325.

socio puede ser titular de más de una participación<sup>826</sup>. Esto supone que la participación en el capital deriva del número de participaciones poseídas y que, al mismo tiempo, se facilita la negociación de la posición del socio que podrá ser objeto de una realización parcial. En definitiva, un esquema más próximo al de la sociedad anónima. Por este motivo, la condición de “*acumulable*” se predica tanto de las acciones como de las participaciones sociales (artículo 90 LSC).

De la misma forma, la LSRL de 1995 introdujo como novedad la referencia al valor nominal de las participaciones sociales (ausente en la Ley de 1953)<sup>827</sup>. En pura teoría, la combinación de la disciplina del capital con la ausencia de valor nominal en las participaciones sociales hubiera podido dar lugar a una situación equivalente a la que hubiera resultado de la admisión de las “*acciones de valor contable*” previstas en la Directiva 77/91/CEE<sup>828</sup>. Lo cierto es que la LSRL de 1995 se limitó a recoger una práctica absolutamente extendida en la que, sin duda por mimetismo con las sociedades anónimas, se asignaba siempre un valor nominal a las participaciones<sup>829</sup>. No obstante, las consecuencias de esta atribución son aquí menos intensas que en la correlativa regulación de las sociedades anónimas. Aun cuando se trata de una variable que también será necesario tomar en consideración en los aumentos y reducciones de capital (artículos 74.1 LSRL y 297.2 y 317.2 LSC), el mayor juego reconocido a la autonomía privada permite alterar de forma significativa en los estatutos la proporcionalidad entre el valor nominal de las participaciones y la extensión o el contenido de los derechos del socio<sup>830</sup>. En

---

<sup>826</sup> L. CARLÓN, *ob. cit.*, pp. 48 y 49; Ignacio ARROYO MARTINEZ, en *Artículo 5. Participaciones sociales*, en I. ARROYO y J. M. EMBID, *Comentario....*, p. 60.

<sup>827</sup> La Ley de 1953 se limitada a exigir la indicación en la escritura social del “*capital social y del número de participaciones en que se divide*”, sin referencia alguna al concepto de valor nominal. El RRM de 1956 exigía, no obstante, la determinación del “*valor*” de las participaciones en que se dividiera el capital social (artículo 120,6º). El módulo de determinación del contenido de derechos era el concepto abstracto de “*participación social*” (artículos 18 y 29).

<sup>828</sup> Sobre la significación de las acciones o participaciones sin valor nominal, *infra*, pp. 149 a 151.

<sup>829</sup> L. CARLÓN, *ob. cit.*, p. 100, suponía la necesaria fijación del valor de cada una de las participaciones, bien mediante una cifra concreta o como un porcentaje del capital (posibilidad que encontraba cierto amparo en la R. DGRN de 17 de febrero de 1965). No cabe duda de que tanto el desarrollo reglamentario como la interpretación de la Ley de 1953 estuvieron seriamente condicionados por los esquemas propios de las sociedades anónimas, el tipo social predominante en aquel periodo.

<sup>830</sup> Esta posibilidad cabe no sólo en relación a los derechos de contenido patrimonial como el derecho al dividendo (artículos 85 LSRL y 275.1 LSC) o a la cuota de liquidación (artículos 119.1 LSRL y 392.1 LSC), sino también en relación al derecho de voto, lo que hace posible la creación de participaciones con voto plural (artículos 53.4 LSRL y 188.1 LSC). No obstante, se ha mantenido la proporcionalidad entre el valor nominal de las participaciones y el derecho de preferencia en los aumentos de capital, en los mismos términos previstos para las sociedades anónimas (artículos 75.1 LSRL y 304.1 LSC). La atribución del valor nominal no deja de ser una técnica de consolidación de los derechos individuales del socio. De forma significativa, la Ley de 1953, permitía que el derecho de preferencia en los aumentos de capital pudiera ser excluido en la escritura social (artículo 18,l).

un plano simbólico, la asignación de un valor nominal a las participaciones supone cuantificar tanto el interés en la sociedad de los socios como el riesgo empresarial asumido por cada uno de ellos (lo que, en definitiva, supone una aproximación a esquemas de carácter capitalista).

## 4.2. El capital mínimo

Aun cuando ningún condicionante resultaba de la normativa comunitaria, la LSRL también impone la concurrencia de un capital mínimo. Este fue fijado originariamente en quinientas mil pesetas (artículo 4 LSRL), equivalentes a tres mil seis euros. La LSC también aquí ha efectuado un pequeño redondeo a la baja que ha situado la cifra mínima en tres mil euros, debiendo expresarse “*precisamente en esta moneda*” (artículo 4.1). En cambio, para la sociedad limitada nueva empresa se ha mantenido el capital mínimo en la suma de tres mil doce euros y se ha recuperado la antigua técnica del capital máximo, que queda fijado en ciento veinte mil doscientos dos euros (artículo 443.1 LSC).

Estas exigencias plantean los mismos problemas de técnica jurídica antes examinados en relación a las sociedades anónimas. La Ley excluye los acuerdos de reducción por debajo de la cifra mínima legal, salvo que simultáneamente se acuerde la transformación o el aumento de capital hasta una cantidad igual o superior a la indicada cifra mínima (artículos 83.1 LSRL y 343.1 LSC), quedando en todo caso la eficacia del acuerdo subordinada a la ejecución del aumento de capital (artículos 83.2 LSRL y 344 LSC). Con independencia de lo anterior, se establecía un régimen específico para aquellos supuestos en los que la reducción de capital fuera “*consecuencia del cumplimiento de una Ley*” (artículos 104.1,f y 108 LSRL). En estos casos se producía la disolución de pleno derecho si transcurrido un año desde la adopción del acuerdo no se hubiera inscrito en el Registro mercantil la transformación, la disolución o el aumento de capital. Este sistema finalmente se ha generalizado para todas las sociedades de capital (artículo 360.1,b LSC)<sup>831</sup>.

## 4.3. La integración del capital social

El capital está integrado por las aportaciones de los socios (artículos 1 LSRL y 1.2 LSC). La Ley asume como un postulado básico el de realidad del capital. Al igual que en la sociedad anónima, el legislador aspira a que la cifra formal de capital responda a una contrapartida patrimonial efectiva. Por este motivo, la omisión en la escritura de las menciones relativas a la aportación de los socios determina la nulidad de la sociedad (artículos 16.1,e LSRL y 56.1,c LSC). La adquisición de la condición de socio sólo puede realizarse mediante la

---

<sup>831</sup> Con mas detalle, véase, *infra*, pp. 199 a 201.

“aportación de bienes o derechos patrimoniales susceptibles de valoración económica”, y “en ningún caso podrán ser objeto de aportación el trabajo o los servicios” (artículos 18.1 LSRL y 58.1 y 2 LSC). En razón de la inexistencia de una efectiva contrapartida patrimonial, se prohíbe la adquisición originaria de participaciones propias, o de acciones o participaciones de la sociedad dominante (artículos 39.1 LSRL y 134 LSC), si bien aquí la infracción se sanciona con la nulidad de pleno derecho (artículos 40ter.1 LSRL y 135 LSC). No obstante, en la asunción de participaciones de acciones realizada por persona interpuesta y, al igual que en la suscripción de acciones, los fundadores y, en su caso, los administradores responderán solidariamente del desembolso (artículos 39.2 LSRL y 137 LSC)<sup>832</sup>.

Al igual que en la Ley de 1953, las prestaciones accesorias “no podrán integrar el capital social” (según la dicción del artículo 86.2 LSC, que ha corregido levemente el tenor literal del anterior artículo 22.1 LSRL). Las aportaciones dinerarias quedan sometidas a un régimen de verificación equivalente al establecido para las sociedades anónimas (artículo 19.1 LSRL), si bien se añadieron algunas precisiones sobre la vigencia de la certificación y la cancelación del depósito que hoy se han generalizado para todas las sociedades de capital (artículo 62 LSC). En la sociedad limitada nueva empresa el capital sólo puede ser desembolsado mediante aportaciones dinerarias (artículo 443.2 LSC). Por lo que se refiere a las aportaciones no dinerarias, también se somete a idéntico el régimen la obligación de entrega y saneamiento del aportante (en virtud de la remisión del artículo 20.2 LSRL al artículo 39 TRLSA; hoy artículos 64, 65 y 66 LSC). La garantía de la realidad y efectividad de las aportaciones no dinerarias responde, no obstante, a un enfoque completamente distinto al adoptado para las sociedades anónimas. La LSC ha precisado, de forma paralela a lo establecido para las acciones, que no pueden crearse participaciones por una cifra inferior a su valor nominal (artículo 59.2).

## 4.4. El aumento y la reducción del capital

### 4.4.1. El aumento

Las operaciones de aumento y reducción del capital social han quedado sometidas a un régimen común en la nueva Ley de sociedades de capital (artículos 295 a 345)<sup>833</sup>. Tanto el procedimiento como las modalidades de aumento responden a un mismo esquema general, aun cuando existan especialidades en relación a cada uno de los tipos sociales. Al igual que en la anónima, cabe distinguir dos fases sucesivas: el acuerdo de aumento y su

---

<sup>832</sup> Según la opinión común se trata de una responsabilidad por culpa. Al respecto, L. A. VELASCO SAN PEDRO, *Adquisición...*, p. 476, y M<sup>a</sup> Teresa ORTUÑO BAEZA, *Nuevas propuestas en materia de participaciones propias (Un análisis tras las reformas de la Directiva 2006/68/CE; la Ley 16/2007 en materia contable, la LME y la LSC, RdS nº 35 (2010)*, p. 112.

<sup>833</sup> L. FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, *Derecho...*, volumen II, p. 1483.

ejecución. La competencia para adoptar el acuerdo corresponde aquí exclusivamente a la junta general, sin que sea posible la delegación a los administradores, que sólo se permite “en las sociedades anónimas” (artículo 297 LSC)<sup>834</sup>. El derecho de preferencia de los antiguos socios en caso de ampliación con creación de nuevas participaciones presenta como particularidad la existencia de una segunda vuelta. Salvo disposición contraria de los estatutos, las participaciones no asumidas en el ejercicio del derecho de preferencia deben ser ofrecidas por los administradores a los socios que lo hubiesen ejercitado y sólo en defecto de éstos podrán ser ofrecidas a personas extrañas a la sociedad (artículos 75 LSRL y 307 LSC, bajo la rúbrica “derecho de preferencia de segundo grado”). El carácter cerrado de la sociedad limitada determina que la transmisión voluntaria del derecho de preferencia sólo pueda realizarse a favor de las personas autorizadas para adquirir libremente las participaciones sociales. Los estatutos podrán reconocer la posibilidad de transmitir este derecho a otras personas, con sujeción a las reglas establecidas para la transmisión de las participaciones sociales (artículos 75.3 LSRL y 306.1 LSC).

La ampliación de capital aparece, por tanto, como una operación dirigida fundamentalmente a los socios de la compañía. La opción del legislador tiene como contrapartida una menor capacidad para incorporar por esta vía nuevos recursos patrimoniales a la sociedad. La exclusión del derecho de preferencia no está sujeta a un mecanismo externo de control<sup>835</sup>. No es preciso a estos efectos la elaboración de un informe por un auditor de cuentas nombrado por el Registrador Mercantil (artículos 76,b LSRL y 308.2,a LSC). La necesaria tutela de los socios se articula a través de una técnica alternativa, como es la exigencia de una mayoría muy elevada para la adopción del correspondiente acuerdo. La “supresión o limitación del derecho de preferencia en los aumentos de capital” requiere el voto favorable de “al menos, dos tercios de los votos correspondientes a las participaciones en que se divida el capital social” (artículos 53.2,2º LSRL y 199,b LSC). De acuerdo con los caracteres tipológicos de la sociedad limitada, no se contempla la posibilidad de ofrecer al público las nuevas participaciones aun cuando se haya excluido válidamente el derecho de preferencia. En el caso de que no lleguen a ser asumidas la totalidad de las participaciones previstas en el acuerdo de la junta, el capital quedará aumentado en la cuantía efectivamente desembolsada, salvo que otra cosa se hubiera previsto en el acuerdo de la junta (artículos 77 LSRL y 310 LSC que acogen la solución contraria a la prevista para las sociedades anónimas)

---

<sup>834</sup> Ángel ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, *El aumento de capital en la sociedad de responsabilidad limitada*, en C. PAZ-ARES (coord.), *Tratando...*, p. 817. La LSRL reservaba a la junta la competencia para acordar “cualquier modificación de los estatutos” (artículo 71.1, frente a la previsión del artículo 153.1,b TRLSA) y, en todo caso, el tenor literal de la regla correlativa en la LSC (artículo 297), ha disipado cualquier duda que pudiera suscitarse al respecto. El carácter cerrado de la sociedad permite presumir una mayor facilidad para la adopción de acuerdos sociales, por lo que será posible adoptar acuerdos específicos a medida en que aparezcan necesidades adicionales de financiación.

<sup>835</sup> José MACHADO PLAZAS y Francisco MERCADAL VIDAL, *Artículo 76. Exclusión del derecho de preferencia*, en I. ARROYO y J. M. EMBID, *Comentario...*, p. 781; L. FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, *Derecho...*, volumen II, p. 1491.

Las modalidades del aumento coinciden con las previstas para las sociedades anónimas (artículo 296.2 LSC). El aumento con cargo a reservas quedaba sometido en la LSRL a un régimen menos riguroso que el correlativo de las sociedades anónimas. En primer lugar, podía utilizarse a estos efectos la totalidad de la reserva legal. En segundo término, aun cuando, debía servir de base a la operación un balance aprobado por la junta referido a una fecha comprendida dentro de los seis meses anteriores al acuerdo, no se había contemplado ningún mecanismo de verificación externa (artículo 74.4)<sup>836</sup>. La LSC ha mantenido la posibilidad de capitalizar íntegramente la reserva legal (artículo 303.1), pero ha generalizado para todas las sociedades de capital la necesidad de verificación del balance por el auditor de cuentas de la sociedad o por el nombrado por el registrador mercantil, si la sociedad no estuviera obligada a verificación contable (artículo 303.2). En cuanto a la capitalización de créditos, se contempla tanto la “*aportación de créditos contra la sociedad*”, como una modalidad de aportación no dineraria (artículos 73.2 LSRL y 295.2 LSC), como la “*compensación de créditos*” que han de ser totalmente líquidos y exigibles (artículos 74.1 LSRL y 301 LSC). Lógicamente, no hay términos para plantear la ampliación de capital por conversión de las obligaciones en acciones, ni para cuestionar la posibilidad de un aumento con aportaciones dinerarias en razón de la existencia de desembolsos pendientes.

#### 4.4.2. La reducción

La LSRL de 1995 sólo había contemplado dos modalidades de reducción de capital: la que tiene por finalidad la restitución de aportaciones y la que se encamina al reestablecimiento del equilibrio entre el capital y el patrimonio disminuido por razón de pérdidas (artículo 79.1). La LSC ha ampliado el catálogo al contemplar además la reducción de capital para constituir o incrementar la reserva legal o las reservas voluntarias (artículo 317). El régimen de la reducción nominal o contable ha pasado a ser idéntico para todas las sociedades de capital. No existe más peculiaridad que la derivada de la regla que excluye de la reducción en las limitadas en tanto la sociedad cuente con cualquier clase de reservas (artículo 322.1 LSC), frente a la posibilidad de llevar a cabo la operación en las anónimas cuando la reserva legal, una vez efectuada la operación exceda del diez por ciento del capital (artículo 322.2 LSC)<sup>837</sup>. Se ha generalizado la prohibición de distribuir

---

<sup>836</sup> José MACHADO PLAZAS y Francisco MERCADAL VIDAL, *Artículo 73. Aumento del capital social –Artículo 74. Requisitos del aumento*, en I. ARROYO y J. M. EMBID, *Comentario...*, p. 772.

<sup>837</sup> Se trata de una previsión llamada a tener poca trascendencia práctica, atendida la cuantía más reducida de la cifra de capital en las sociedades limitadas y, correlativamente, la de la reserva legal. No obstante, desde un punto de vista teórico implica un régimen más riguroso que el correlativo de las sociedades anónimas. Formulada en otros términos la regla que estamos examinando supone que en la sociedad de responsabilidad limitada será preciso aplicar en su totalidad la reserva legal a la compensación de las pérdidas antes de acudir a la reducción del capital. A su vez, esto supone la necesidad de dotar íntegramente la reserva legal en el futuro antes de que la junta general pueda disponer libremente, de nuevo, del eventual excedente del ejercicio.

dividendos tras la reducción de capital en tanto la reserva legal no alcance el diez por ciento del nuevo capital (artículo 326 LSC), anteriormente sólo prevista para las sociedades anónimas (artículo 168.4 TRLSA)<sup>838</sup>.

En cuanto a las modalidades de la reducción real o efectiva, por su propia naturaleza queda excluida la que tiene por objeto la condonación de la obligación de realizar los desembolsos pendientes (artículo 317.1, último inciso LSC). La tutela de los acreedores en el caso de restitución de aportaciones se realiza, no obstante, a través de un expediente completamente diferente al previsto para las sociedades anónimas. Como veremos a continuación, la opción tanto en este supuesto como en relación a la valoración de las aportaciones no dinerarias por un sistema de garantías basado en la responsabilidad personal de socios y administradores constituye una de las características más destacadas de la sociedad de responsabilidad limitada. En lo que se refiere a la tutela del socio, la LSC ha introducido una ligera modificación. En el régimen de la LSRL cuando la reducción no afectaba por igual a todas las participaciones era preciso *“el consentimiento de todos los socios”* (artículo 79.2). La LSC, con un cierto grado de imprecisión exige el consentimiento individual de los titulares de *“esas”* participaciones (artículo 329).

#### 4.5. Las cuentas anuales y las atribuciones patrimoniales a los socios

El régimen de formulación, verificación, aprobación y publicidad de las cuentas anuales se aplica de forma indistinta a las sociedades anónimas, comanditarias por acciones y de responsabilidad limitada (en su momento, en virtud de la genérica remisión que contemplaba el artículo 85 LSRL. A día de hoy, el Título VII LSC –artículos 253 a 384- contiene una regulación común para todas las sociedades de capital). La posibilidad de formular balance y estado de cambios en el patrimonio neto abreviados (artículo 257 LSC) y cuenta de pérdidas y ganancias abreviada (artículo 258), no se vincula a la adopción de una determinada forma social, sino a un criterio dimensional. De la misma forma, en sede de aplicación del resultado, no presenta especialidad alguna la regla básica de mantenimiento del capital que excluye cualquier distribución de dividendos que no se realice *“con cargo al beneficio del ejercicio o a reservas de libre disposición”* (artículos 213 TRLSA y 273.2 LSC). En cambio, como veremos a continuación, no cabe instrumentar un esquema de retribución a los socios a través de la adquisición de las propias participaciones, puesto que esta posibilidad está limitada en nuestro derecho a los supuestos taxativamente previstos en la Ley (artículos 40.1 LSRL y 140 LSC). El régimen de las participaciones recíprocas en común para todas las sociedades de capital

---

<sup>838</sup> Al respecto, Rodrigo URÍA, Aurelio MENÉNDEZ y Juan Luis IGLESIAS PRADA, en R. URÍA – A. MENÉNDEZ, *Curso...*, Tomo I, p. 1318; José MACHADO PLAZAS y Francisco MERCADAL VIDAL, *Artículo 82. Reducción para compensar pérdidas* en I. ARROYO y J. M. EMBID, *Comentario...*, p. 802.

(artículos 151 a 155 LSC que han sustituido a la remisión en bloque del artículo 41 LSRL).

## 4.6. La pérdida del capital

La opción por un régimen simplificado de funcionamiento se manifiesta en la no aplicación a las sociedades limitadas del régimen de la reducción obligatoria previsto para las anónimas, en caso de pérdidas que hayan disminuido el patrimonio neto por debajo de las dos terceras partes de la cifra de capital (artículo 327 LSC). En cambio, la disolución por pérdidas de cuantía superior a la mitad del capital social opera en los mismos términos para todas las sociedades de capital (artículo 363.1,d). Las diferencias terminológicas en la texto original de la LSRL de 1995 (la redacción de su artículo 104.1,e no era exactamente idéntica a la del artículo 260.1,4º TRLSA), quedaron superadas en las sucesivas reformas legislativas introducidas por las Leyes 22/2003, de 9 de julio, concursal, y 19/2005, de 14 de noviembre, sobre la sociedad anónima europea domiciliada en España. Al igual que para las sociedades anónimas y comanditarias por acciones, la efectividad de esta causa de disolución ha quedado suspendida temporalmente en virtud del el Real Decreto Ley 10/2008, de 12 de noviembre.

## 5. Las exigencias adicionales

### 5.1. EL íntegro desembolso de las participaciones sociales

La LSRL mantuvo el criterio de la Ley anterior al establecer que el capital “*desde su origen habrá de estar completamente desembolsado*” (artículo 4, último inciso). Con mejor técnica y mayor detalle, la LSC dispone que las participaciones en que se divide el capital de un sociedad limitada “*deberán estar íntegramente asumidas por los socios, e íntegramente asumido el valor nominal de cada una de ellas*”, tanto “*en el momento de otorgar la escritura de constitución de la sociedad*” como en el “*de ejecución del aumento de capital social*” (artículo 78). Correlativamente, la falta de desembolso íntegro del capital se tipifica como causa de nulidad (artículos 16.1,d LSRL y 56.1,g LSC). La distinta solución que aquí se acoge con respecto a la sociedad anónima (artículos 12 TRLSA y 79 LSC) encuentra una doble explicación. Por una parte, la reducida cuantía del capital mínimo hace innecesario el fraccionamiento del desembolso. Por otro lado, a la vista de los principios configuradores del tipo, resulta adecuado excluir una técnica encaminada a facilitar la colocación de las acciones entre potenciales inversores<sup>839</sup>.

---

<sup>839</sup> Aun cuando a día de hoy ha caído en desuso, el desembolso parcial de las acciones desempeñó un papel relevante en la financiación de las sociedades anónimas durante el siglo

## 5.2. Las atribuciones patrimoniales indirectas

La sociedad limitada responde, como hemos visto, a un modelo de sociedad cerrada, integrada por un número reducido de socios vinculados habitualmente, en mayor o menor medida, con las tareas de gestión y dirección de la empresa que constituye su objeto. Este estado de cosas permite presumir que las atribuciones patrimoniales a los socios se producirán, típicamente, de forma indirecta. Por este motivo, la LSRL de 1995 estableció una serie de medidas encaminadas a evitar (o, al menos, dificultar) la descapitalización de la sociedad a través de mecanismos de remuneración distintos de los contemplados en la doctrina tradicional del capital social. Así por ejemplo, se atribuye a la junta general, “*mediante acuerdo concreto para cada caso*”, la facultad de “*anticipar fondos, conceder préstamos, prestar garantías y facilitar asistencia financiera a sus socios y administradores*” (artículos 10.1, segundo inciso LSRL y 162.1 LSC). El acuerdo habrá de ser adoptado sin la intervención del socio que vaya a recibir el préstamo o beneficiarse de la garantía (artículos 52.1 LSRL y 160.1 LSC). No es necesario el acuerdo de la junta para realizar los actos anteriores a favor de otra sociedad perteneciente al mismo grupo (artículos 10.1, primer inciso LSRL y 162.2 LSC)<sup>840</sup>. Se trata de una limitación de carácter general, que no está condicionada por el destino o la aplicación dada a los fondos recibidos, a diferencia, por tanto, de la regla que prohíbe la asistencia financiera para la adquisición de las participaciones de la propia sociedad o de acciones o participaciones de su sociedad dominante (artículos 40.5 LSRL y 143.2 LSC).

El mismo fundamento encontramos en la limitación de la cuantía de la compensación que pueden recibir los socios obligados a la realización de prestaciones accesorias, que “*no podrá exceder en ningún caso del valor que corresponda a la prestación*” (artículos 23 LSRL y 87.2 LSC)<sup>841</sup>. A día de hoy no constituye una especialidad de la sociedad limitada, puesto que el régimen de las prestaciones accesorias en la LSRL se ha generalizado a todas las

---

XIX, en un contexto en el que el menor desarrollo de los mercados de capitales determinaba una relación más estrecha entre las compañías y el público inversor.

<sup>840</sup> En los trabajos preparatorios de la LSRL la prohibición de anticipar fondos o proporcionar asistencia financiera a socios y administradores se había formulado en términos absolutos. El aparentemente excesivo rigor de esta previsión condujo, durante la tramitación parlamentaria a una fórmula más permisiva, cuya efectividad, por lo demás no deja de suscitar serias dudas. En las sociedades de estructura cerrada en muchas ocasiones el acuerdo de la Junta no será más que un trámite formal y en otras simplemente no podrá ser adoptado (piénsese en el caso extremo de la sociedad unipersonal). Un mecanismo más ajustado a la función del capital hubiera sido, sin duda, permitir los créditos a socios y administradores únicamente con cargo a fondos libres; en este sentido, A. J. TAPIA HERMIDA, *ob. cit.*, p. 130 y A. ALONSO UREBA, *El capital...*, p. 342.

<sup>841</sup> Se trata de un sistema más flexible que el de la Ley de 1953 que sólo permitía la retribución de las prestaciones accesorias con cargo a beneficios (artículo 10), solución más adecuada desde un punto de vista teórico dado que la causa de la atribución es societaria y no contractual. Al respecto, Andrés Juan RECALDE CASTELLS, *Artículo 23. Prestaciones accesorias retribuidas*, en I. ARROYO y J. M. EMBID, *Comentario...*, pp. 277 y 278; Manuel OLIVENCIA RUIZ, *Las prestaciones accesorias*, en U. NIETO, *La sociedad...*, pp. 260 a 262.

sociedades de capital. La Ley contiene además una serie de previsiones que se encaminan fundamentalmente a la protección de los socios minoritarios pero que, en la medida en que condicionan la utilización de los recursos patrimoniales de la sociedad, también constituyen un mecanismo indirecto de defensa del capital social. En primer lugar se encuentran las que responden a la práctica habitual en las sociedades cerradas de concertar contratos de trabajo o de prestación de servicios entre la sociedad y sus socios y administradores, cuya remuneración superará en muchos casos de la que pueda razonablemente esperarse en razón de la distribución de dividendos<sup>842</sup>. Por este motivo, en la sociedad de responsabilidad limitada, el establecimiento o la modificación de cualquier clase de servicios o de obra entre la sociedad y uno o varios de sus administradores requiere acuerdo de la junta general (artículos 67 LSRL y 220 LSC). A su vez, el socio no podrá ejercitar el derecho de voto correspondiente a sus participaciones cuando se trate de adoptar un acuerdo que *“le libere de una obligación, le conceda un derecho, o por el que la sociedad decida anticiparle fondos”* o cuando, siendo administrador, se refiera *“al establecimiento con la sociedad de una relación de prestación de cualquier tipo de obras o servicios”* (artículos 52.1 LSRL y 190.1 LSC). Tampoco es ajena a estas preocupaciones la presunción de gratuidad del cargo de administrador (artículo 217.1 LSC que ha generalizado la solución adoptada por el artículo 66.1 LSRL)<sup>843</sup>.

El diseño de evitar la posibilidad de una atribución patrimonial encubierta aparece también en la regulación legal de la contratación entre el socio único y la sociedad unipersonal. En primer término, estos contratos deberán constar *“por escrito o en la forma documental que exija la Ley de acuerdo con su naturaleza”* (artículos 128.1, primer inciso LSRL y 16.1, primer inciso LSC, que constituyen la norma de trasposición de lo previsto en el artículo 5 de la Directiva 89/667/CEE). La forma escrita se exige en todo caso, el legislador español no ha hecho uso de la posibilidad reconocida en la norma comunitaria de no aplicar esta exigencia a las operaciones corrientes celebradas en condiciones normales. Además, con la finalidad de equilibrar la ventaja que puede proporcionar frente a los acreedores sociales el control absoluto sobre dos masas patrimoniales diferenciadas, se ha establecido un régimen muy riguroso de publicidad. Los contratos entre la sociedad y el socio único han de transcribirse en un libro-registro de la sociedad legalizado conforme a lo dispuesto para los libros de actas de las sociedades y en la memoria anual habrá de hacerse una referencia individualizada a estos contratos con indicación de su naturaleza y condiciones (artículos 128.1, segundo inciso LSRL y 16.1, segundo inciso LSC). En caso de concurso del socio único o de la sociedad no serán oponibles a la masa aquellos contratos no transcritos en el libro registro, o que no se hallen referenciados en la memoria anual o lo hayan sido en una memoria no depositada con arreglo a la Ley (artículos 128.2 LSRL

---

<sup>842</sup> José Miguel EMBID IRUJO, *Artículo 66. Carácter gratuito del cargo*, en I. ARROYO y J. M. EMBID, *Comentario....*, p. 695.

<sup>843</sup> Obviamente no se plantean problemas de defensa del capital cuando la remuneración de los administradores consista en una participación en los beneficios (artículo 218 LSC), puesto que, por definición, ésta se realizará con cargo a fondos libres.

y 16.2 LSC). En todo caso, durante el plazo de dos años a contar desde la fecha de celebración de los contratos, “*el socio único responderá frente a la sociedad de las ventajas que, directa o indirectamente haya obtenido en perjuicio de ésta como consecuencia de dichos contratos*” (artículos 128.3 y 16.3 LSC)<sup>844</sup>.

## 5.3. La adquisición derivativa de las propias participaciones

### 5.3.1. Los criterios de política legislativa

La LSRL estableció un régimen particularmente restrictivo en orden a la adquisición derivativa de participaciones propias. De acuerdo con el esquema de la Directiva 77/91/CEE, las sociedades anónimas pueden adquirir sus propias acciones a través de dos vías claramente diferenciadas. En primer término, siempre que se cumplieran determinados requisitos de carácter objetivo, al margen de la finalidad perseguida por la adquisición (artículos 75 TRLSA y 146 LSC, que se ocupan de las “*adquisiciones derivativas condicionadas*”). Se trata de una técnica adecuada para las sociedades de estructura abierta que se financian directamente en el mercado de capitales. La posibilidad de operar con las propias acciones aumenta la liquidez de las mismas y facilita su negociación; puede contribuir a evitar oscilaciones exageradas de las cotizaciones y, en todo caso, constituye un mecanismo alternativo de retribución al accionista que incrementa el atractivo de la acción como producto financiero. Con independencia de lo anterior, se permite la adquisición en razón de la concreta finalidad perseguida por la operación en una serie de supuestos enumerados taxativamente en la Ley. El fundamento de la habilitación legal reside bien en la inexistencia de perjuicio para los acreedores, bien en la necesidad de resolver determinados conflictos o situaciones planteadas en el seno de las compañías (artículos 77 TRLSA y 144 LSC, bajo la rúbrica “*supuestos de libre adquisición*”)<sup>845</sup>.

De acuerdo con el criterio de excluir todos aquellos instrumentos que hacen posible la apelación al ahorro público, la LSRL de 1995 sólo contempló una serie de excepciones causales a la regla prohibitiva de la adquisición derivativa de las participaciones propias o de acciones o participaciones de su sociedad dominante. Esta sólo podía llevarse a cabo en cinco supuestos: cuando formaran parte de un patrimonio adquirido a título universal, o fueran adquiridas a título gratuito, o como consecuencia de una adjudicación judicial para satisfacer un crédito de la sociedad contra el titular de las mismas, o cuando se adquirieran en ejecución de un acuerdo de reducción de capital o si la sociedad se hubiera subrogado en lugar del rematante en un procedimiento de ejecución forzosa (artículo 40.1). En la redacción originaria de la Ley, las participaciones

---

<sup>844</sup> Sobre este punto, véase Juan Luis IGLESIAS PRADA, La sociedad de responsabilidad limitada unipersonal, en C. PAZ-ARES (coord.), *Tratando...*, pp. 1031 a 1034 y Heliodoro SÁNCHEZ RUS, *La sociedad unipersonal*, RGD, nº 646 y 647 (1998), pp. 9319 a 9322.

<sup>845</sup> Véase, *infra*, pp. 100 y 237.

propias debían ser “*inmediatamente amortizadas*” (artículo 40.2)<sup>846</sup>. Este régimen había sido considerado excesivamente riguroso<sup>847</sup>, y en el año 2003 sufrió una importante flexibilización<sup>848</sup>, puesto que no sólo se amplían los supuestos de adquisición derivativa permitidos sino que se permite, de forma transitoria el mantenimiento de las participaciones en autocartera. Curiosamente, también se añade la indicación de que las adquisiciones realizadas fuera de los supuestos contemplados en la Ley “*serán nulas de pleno derecho*” (artículos 40ter LSRL y 140.2 LSC).

### 5.3.2. Las condiciones de adquisición

La normativa vigente contempla, con una sistemática mejorable, diversos supuestos en los que las sociedades de responsabilidad limitada pueden adquirir de forma derivativa sus propias participaciones. En primer lugar, en una serie de supuestos que se producen como efecto colateral de otras operaciones, al margen de una voluntad social encaminada directamente a la adquisición de las participaciones<sup>849</sup>. Así sucede cuando las participaciones “*formen parte de un patrimonio adquirido a título universal*”, “*sean adquiridas a título gratuito*” o “*como consecuencia de una adjudicación judicial para*

---

<sup>846</sup> De alguna forma se trataba de un desarrollo del planteamiento de la Ley de 1953 que sólo contemplaba un supuesto de adquisición por la sociedad de sus propias participaciones: en el ejercicio del derecho de adquisición preferente cuando un socio pretendiera proceder a su transmisión por acto inter vivos (artículo 20,1). En este caso las participaciones debían ser “*amortizadas previa reducción del capital*”. Según la interpretación común la amortización debía realizarse de forma automática y de la misma forma era preciso operar en todos los demás supuestos en los que, eventualmente, pudiera plantearse la adquisición de las propias participaciones, como, por ejemplo, en virtud de un negocio jurídico gratuito. Al respecto, L. CARLÓN, *ob. cit.*, pp. 270 y 271.

<sup>847</sup> Al respecto, Luis Antonio VELASCO SAN PEDRO, *Artículos 39 a 42. Adquisición de las propias participaciones*, en I. ARROYO y J. M. EMBID, *Comentario....*, p. 476, y Fernando PANTALEÓN PRIETO, *Negocios sobre las propias acciones: un discurso contra legem*, en C. PAZ ARES, *Tratando....*, en particular, pp. 639 y ss

<sup>848</sup> La Ley 7/2003, de 1 de abril, de la sociedad limitada nueva empresa, introdujo esta figura como un subtipo de la sociedad limitada, cuyas especialidades resultan de un nuevo Título XII de la LSRL que comprende los artículos 130 a 144. La SLNE ha devenido una forma societaria marginal, completamente ajena a las preferencias de los empresarios (en el año 2009 sólo 647 de las 77.496 sociedades limitadas constituidas en nuestro país adoptaron esta modalidad). Mayor interés suscita las alteraciones introducidas en el régimen general de la sociedad limitada. Se modifican el apartado c) del artículo 29.2 y el artículo 32.2, que contemplan expresamente la posibilidad de que la propia sociedad adquiera las participaciones que se pretendan transmitir, tanto por actos *inter vivos* como *mortis causa* (aun cuando esta posibilidad ya se incorporaba habitualmente a los estatutos sociales sin necesidad de una expresa habilitación legal). Se añaden un apartado d) al artículo 40.1, así como dos nuevos artículos 40bis y 40ter, y se modifica el artículo 40.2, flexibilizando el régimen de la adquisición derivativa de las propias participaciones. Haciendo uso del nuevo régimen de la autocartera, los artículos 97.2 y 102 permiten que en caso de exclusión la sociedad pueda adquirir las participaciones del socio separado o excluido en lugar de proceder a su inmediata amortización. Finalmente, la nueva redacción del artículo 101 se limitaba a precisar que en estos supuestos los socios tendrán derecho al “*valor razonable*” de sus participaciones sociales

<sup>849</sup> L. FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, *Derecho....*, Volumen II, p. 1402.

*satisfacer un crédito de la sociedad contra el titular de las mismas*” (artículo 140.1,a LSC). En todos ellos, además, la contraprestación a satisfacer por la sociedad limitada presenta características especiales: o bien consiste en la creación de nuevas participaciones de la propia sociedad (absorción o adquisición de parte del patrimonio segregado por otra sociedad), o no existe (si se trata de una adquisición gratuita), o deriva de la extinción (incluso parcial) de un crédito contra el socio que ya formaba parte del patrimonio social. Sólo en el caso de cesión global de activo y pasivo con abono de contraprestación (artículo 85.1,4º LME) podrá darse la circunstancia de un abono en metálico<sup>850</sup>. Al respecto la Ley no establece condicionante alguno sobre el origen libre o vinculado de los fondos con cargo a los que se realiza la adquisición.

También aparece como un supuesto permitido la adquisición en ejecución de un acuerdo de reducción de capital adoptado por la junta general (artículo 140.1,b LSC). No plantea peculiaridad alguna desde el punto de vista del mantenimiento del capital, puesto que las participaciones habrán de ser inmediatamente amortizadas y deberá darse cumplimiento a los mecanismos de protección de terceros previstos en la Ley o los estatutos (artículos 331 a 333 LSC). La significación del precepto no es otra que la de habilitar un procedimiento de reducción alternativo a la simple amortización consistente en el ofrecimiento de la compra a aquellos socios que deseen desprenderse de una parte del capital. La adquisición se realizará con cargo a capital en cuanto al nominal de la participación y a las reservas (tanto libres como vinculadas) en cuanto al resto. Una significación análoga al supuesto de adjudicación judicial tiene el que la Ley define como el *“caso previsto en el artículo 109.3”* (artículo 140.1,c LSC). Esto es, cuando la sociedad se subroga en lugar del rematante o, en su caso, del acreedor, en cualquier procedimiento de ejecución forzosa que tenga por objeto las participaciones de la sociedad.

Junto a los anteriores, desde el año 2003, se admite la adquisición por la sociedad de las participaciones correspondientes al socio separado o excluido, o como consecuencia de la aplicación de una cláusula restrictiva a la transmisión o para adquirir las participaciones transmitidas *mortis causa* (artículo 140.1,d, segundo inciso LSC). De esta forma se hace posible que cuando deba producirse la salida, voluntaria o forzosa, de un socio sus participaciones puedan ser adquiridas por la propia sociedad sin tener que proceder a una inmediata reducción de capital<sup>851</sup>. Se trata de un expediente útil en la medida en que en la sociedad de pequeño tamaño en las que, por

---

<sup>850</sup> No obstante, este esquema de cesión global no es frecuente en la práctica, siendo lo habitual la transmisión en bloque del patrimonio de la entidad cedente a su socio único, sin contraprestación. En este caso los activos y pasivos recibidos por la cesionaria sustituirán en su balance a las acciones o participaciones de la cedente, de forma análoga a lo que sucede en los casos de absorción de sociedad íntegramente participada.

<sup>851</sup> Debe recordarse, no obstante, que en el régimen general de la Ley la reducción de capital no queda subordinada a una eventual oposición de los acreedores (artículo 331 LSC) y que, si existen reservas disponibles la responsabilidad personal de los socios puede enervarse (artículo 332), por lo que la flexibilización derivada del nuevo sistema legal queda limitada a la posibilidad de eludir los costes de formalización y, en su caso, las cargas tributarias.

definición, no existe un mercado de participaciones los restantes socios no siempre están en condiciones de adquirir las que corresponden al que abandona la sociedad<sup>852</sup>. La establece, no obstante una doble condición para que las acciones así adquiridas puedan mantenerse en autocartera: que la adquisición haya sido autorizada por la junta general y que “se efectúe con cargo a beneficios o reservas de libre disposición” (artículo 140.1,d, primer inciso LSC). De no cumplirse estas condiciones hay que entender que la adquisición será nula de pleno derecho si no va seguida de la amortización de las participaciones con la consiguiente reducción de capital (artículo 140.2 LSC)<sup>853</sup>.

### 5.3.3. El régimen de las participaciones propias

Las participaciones así adquiridas deberán ser amortizadas o enajenadas en el plazo de tres años, con una doble limitación. Ha de respetarse “el régimen legal y estatutario de transmisión” y la transmisión no podrá realizarse “a un precio inferior al valor razonable de las participaciones”, determinado con arreglo a la previsto para la separación y exclusión de socios (artículos 42.2, primer inciso LSRL y 141.1, primer inciso LSC). En su defecto, cualquier interesado puede solicitar la adopción de estas medidas por la autoridad judicial, y el mismo deber incumbe a los administradores cuando “por las circunstancias que fueran, no pueda lograrse el correspondiente acuerdo de amortización y reducción del capital” (artículos 40ter,II LSRL y 141.2 LSC). En tanto las participaciones permanezcan en poder de la sociedad, quedan en suspenso todos los derechos correspondientes a las mismas y es preciso establecer “en el patrimonio neto del balance” una reserva equivalente “al importe de las participaciones adquiridas, computado en el activo” (artículos 40bis LSRL y 142.1 y 2 LSC). Tras la reforma contable de 2007 esta última previsión sólo puede referirse al supuesto de adquisición de acciones o participaciones de la sociedad dominante, que son las únicas susceptibles de registro en el activo del balance<sup>854</sup>.

Al igual que en sede de sociedades anónimas, el régimen de adquisición de las participaciones propias y de la autocartera debe valorarse como una dispensa provisional de la aplicación de las reglas relativas a la restitución de aportaciones<sup>855</sup>. En consecuencia, a pesar del silencio de la Ley, si finalmente llegan a amortizarse las participaciones propias será necesario, en principio, dar cumplimiento al régimen de garantías previsto para esta modalidad de reducción de capital. Cuando la adquisición “no comporte devolución de aportaciones a los socios” (típicamente, si las participaciones fueron adquiridas a título gratuito), será preciso dotar una reserva “por el importe del valor nominal de las participaciones amortizadas”, que tendrá carácter indisponible

---

<sup>852</sup> M<sup>a</sup> T. ORTUÑO BAEZA, *ob. cit.*, p. 114.

<sup>853</sup> Sobre este tema, M<sup>a</sup> T. ORTUÑO BAEZA, *ob. cit.*, p. 147 y 148.

<sup>854</sup> Véase, *infra*, p. 236.

<sup>855</sup> Véase, *infra*, p. 238.

en tanto no transcurran cinco años, salvo que con anterioridad hubiesen sido satisfechas todas las deudas sociales contraídas con anterioridad (artículos 42.2, último inciso LSRL y 141.1, último inciso LSC). En este último caso, la reducción de capital no determinará (temporalmente) una alteración de la cifra de retención.

#### 5.3.4. El problema de la adquisición de acciones o participaciones de la sociedad dominante

El derecho español de sociedades mercantiles se desarrolló durante la mayor parte de la segunda mitad del siglo pasado a partir de un esquema de forma social predominante (la anónima), en el que los restantes tipos (colectiva, comanditaria y limitada) tenían un significado marginal. Esta situación ha determinado un defectuoso tratamiento de los supuestos en los que en una misma operación se relacionan dos o más sociedades con distinta forma social. Así sucede en el caso de adquisición de acciones o participaciones de la sociedad dominante cuando no hay identidad entre el tipo social de ésta última y el de la adquirente. Aparece en este caso un evidente problema de determinación del estatuto legal aplicable que no siempre será absolutamente idéntico. El problema se plantea, en los mismos términos, y con mayor intensidad cuando se trate de sociedades de distinta nacionalidad, sujetas, por tanto, a una “*lex societatis*” diferente<sup>856</sup>. La cuestión clave es la de la determinación de cual es el estatuto del capital que se debe aplicar, o dicho de otra forma, si de lo que se trata es de asegurar el mantenimiento del capital de la dominada adquirente o de la dominante.

La respuesta sólo puede ser la de que los intereses en juego se refieren a la integridad del capital de la dominante, puesto que son sus socios los que a través de este esquema obtienen la recuperación de la inversión con cargo al patrimonio social, de forma equivalente a lo que sucedería si aquélla procediera a la adquisición directa de sus acciones o participaciones. Esto supone que el legislador español ha incurrido en un error sistemático de cierta consideración al asimilar la adquisición de las acciones o participaciones propias a las de la sociedad dominante (artículos 141.3, 142 y 148 LSC), puesto que la técnica correcta hubiera sido la de regular el supuesto de adquisición de acciones o participaciones propias a través de una sociedad dominada. Es decir, se ha considerado que en estos supuestos se presenta un problema relativo a la integridad del capital de la dominada cuanto en realidad afecta la mantenimiento del capital de la dominante. La necesaria interpretación correctora debe conducir a la necesaria aplicación cumulativa de las reglas legales relativas a la “adquisición de acciones o participaciones de la sociedad dominante” y las que vengan exigidas por el tipo social de esta último. Lo que supone que las primeras sólo tendrán virtualidad cuando establezcan un régimen muy riguroso. Por ejemplo, la obligación de enajenar en el plazo de un año las acciones de la sociedad dominante adquiridas por una sociedad

---

<sup>856</sup> Sobre estas cuestiones, F. PANTALEÓN *ob. cit.*, p. 650 a 656; L. FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, *Derecho....*, Volumen II, p. 1401; M<sup>a</sup> T. ORTUÑO BAEZA, *ob. cit.*, p. 114 y 145 y ss.

limitada (artículo 141.3 LSC), aun cuando con arreglo al estatuto de la autocartera en anónimas pudieran mantenerse durante tres años (artículo 145 LSC) o por plazo indefinido (artículo 146).

#### 5.4. La aceptación de participaciones en garantía y la asistencia financiera

La prohibición de aceptar en prenda u otra forma de garantía las propias participaciones, se establece de forma absoluta (artículos 40.4 LSRL y 143.1 LSRL), frente a la posibilidad que se reconoce a las sociedades anónimas de realizar este tipo de operaciones con sujeción al régimen establecido para la adquisición derivativa de las acciones propias (artículos 80.1 TRLSA y 149.1 LSC). De la misma forma, en relación a la asistencia financiera (artículos 40.5 LSRL y 143.2 LSC), no se recogen las dos excepciones a la regla prohibitiva que se habían contemplado para las sociedades anónimas: los “negocios” encaminados a facilitar la adquisición de las acciones al “personal de la empresa” y las operaciones efectuadas por las entidades de crédito en el ámbito de sus operaciones ordinarias (artículos 81.2 y 3 TRLSA y 150.2 y 3 LSC).

### 6. La responsabilidad personal de los socios como técnica alternativa de protección de los acreedores

#### 6.1. Ideas generales

La responsabilidad individual de los socios constituye una solución poco adecuada para las sociedades de estructura abierta. En primer lugar, por estrictas razones de carácter práctico. La existencia de un amplio sustrato personal amplio hace muy difícil la identificación de los socios en un momento determinado<sup>857</sup>. La incorporación de la condición de socio a un

---

<sup>857</sup> Las técnicas que permitían preservar de forma absoluta el anonimato de los socios se han ido debilitando paulatinamente, por motivos de índole fiscal y de control del blanqueo de capitales. La transmisión de las acciones al portador (posibilidad que todavía contempla el artículo 23,d),III, último inciso LSC), precisa de la intervención de fedatario público o la participación o mediación de una sociedad o agencia de valores o una entidad de crédito (DA 3º LMV). Tratándose de acciones de sociedades cotizadas, las entidades encargadas de la llevanza de los registros contables “están obligadas a comunicar a la entidad emisora los datos necesarios para la identificación de los accionistas” (artículo 497 LSC, que no concreta el procedimiento o los términos en los que tal obligación habrá de hacerse efectiva). Sin embargo, en ninguno de los dos supuestos se garantiza un conocimiento inmediato y exacto de la identidad de los socios, por lo que el sistema legal debe operar bajo el presupuesto de que pueden haberse producido transmisiones de acciones de las que la sociedad no tiene noticia. Por este motivo, el concepto clave para el funcionamiento de la sociedad anónima es el de la legitimación frente a la sociedad, quedando siempre el ejercicio de los derechos subordinado a la iniciativa de su titular (así por ejemplo, artículos 116, 122 o 179.3 LSC). La misma idea late en el modesto quórum exigido para la constitución de la junta general de socios (artículo 193).

valor mobiliario y su sencilla transmisión (que el sistema legal en principio fomenta) permite eludir con suma facilidad la aplicación efectiva de cualquier tipo de responsabilidad que pudiera llegar a imponerse a éstos. Además, un régimen legal de estas características impediría el funcionamiento del mercado de acciones. Por una parte, daría lugar a un significativo incremento de los costes de transacción, puesto que la adquisición de un paquete de acciones debería ir acompañada de una investigación acerca de la eventual concurrencia de los presupuestos de hecho que pudieran determinar la responsabilidad personal del socio, con la consiguiente reducción del número de operaciones y, por lo tanto, de la liquidez de las acciones<sup>858</sup>. Al mismo tiempo, produciría una distorsión en el proceso de formación de los precios, puesto que éstos vendrían determinados por la solvencia patrimonial de quienes en cada momento ostentaran la condición de socio y no por los beneficios o las pérdidas de la empresa cuyo desarrollo constituye el objeto de la sociedad. Finalmente, incrementaría –probablemente en términos no asumibles- los costes de supervisión de los gestores de la compañía<sup>859</sup>.

Por este motivo, en sede de sociedades anónimas, esta técnica sólo puede tener aplicaciones muy concretas. Por ejemplo, la responsabilidad que se impone a los “fundadores” y a los “promotores” de la compañía con respecto a la constancia en la escritura de constitución de las menciones exigidas por la Ley, la adecuada inversión de los fondos destinados al pago de los gastos de constitución, la realidad de las aportaciones sociales y la valoración de las no dinerarias (artículos 30, 54 y 77,1 LSC), o la que incumbe a fundadores, promotores y administradores en relación al desembolso, en el caso de suscripción originaria de las acciones por la propia sociedad anónima (artículo 135 LSC). Una significación similar cabría reconocer a la responsabilidad solidaria que la Ley impone al adquirente de una acción no liberada y a los transmitentes que le precedan (artículo 85.1 LSC), si bien aquí la previsión

---

Se trata de garantizar, al menos, la adopción de los acuerdos ordinarios aun cuando por el devenir de la vida social haya podido llegar a perderse la relación con un número significativo de accionistas. No obstante, la Ley 10/2010, de 28 de abril, de prevención del blanqueo de capitales y de la financiación del terrorismo exige a los sujetos obligados (artículo 2) la identificación del titular real que pretenda “establecer relaciones de negocio o intervenir en cualesquiera operaciones” (artículos 3.1 y 4.1). Tratándose de sociedades mercantiles, se entiende por tal la persona o personas físicas que “...en último término posean o controlen, directa o indirectamente, un porcentaje superior al 25 por ciento del capital o los derechos de voto...”, si bien se exceptúan “...las sociedades que coticen en un mercado regulado de la Unión Europea o de países terceros equivalentes” (artículo 4.2,b). Una previsión equivalente, aplicable a las sociedades de responsabilidad limitada y a las anónimas no cotizadas, se ha trasladado a LSC con respecto a las escrituras que documenten la ejecución de acuerdos de aumento de capital. Si el aumento se hubiera realizado por creación de nuevas participaciones o emisiones de nuevas acciones, será preciso consignar “la identidad de las personas a las que se hubieren adjudicado” (artículo 314 LSC). Lo cierto es que el legislador parece presuponer la inexistencia de sociedades anónimas no cotizadas de estructura abierta y con una amplia base de accionistas, para las que puede resultar complicado dar un cumplimiento exacto a las disposiciones anteriores.

<sup>858</sup> Andreas PENTZ, Hans-Joaquim PRIESTER y André SCHWANA, *Raising Cash and Contributions in Kind*, en M. LUTTER, *Legal Capital...*, p. 56.

<sup>859</sup> Sobre estas cuestiones, véase, *infra*, p. 23.

legal incide sobre la única obligación directa que incumbe al accionista, como es la de realizar íntegramente la aportación prometida.

En todos estos casos tanto el contenido de la responsabilidad como los sujetos a los que afecta aparecen bien delimitados en la Ley. De hecho, cabe estimar que, en estos supuestos, la opción del legislador reduce los costes de transacción y, correlativamente, favorece la circulación de las acciones, puesto que proporciona a los sucesivos adquirentes una más que razonable confianza acerca del cumplimiento de los trámites legales necesarios para la válida constitución de la compañía, de la realidad de las aportaciones que figuran como realizadas y de la efectividad futura de los desembolsos pendientes. En cambio, las sociedades cerradas son ajenas, en principio, a las consideraciones anteriores<sup>860</sup>. Por este motivo, la responsabilidad personal de los socios puede constituir un mecanismo adecuado para sustituir, con ahorro de tiempo y de costes, a una serie de mecanismos de supervisión externa que tienen su sede natural en el ámbito de las sociedades abiertas<sup>861</sup>.

## 6.2. La valoración de las aportaciones no dinerarias

La LSRL de 1995 acudió a la técnica de la responsabilidad personal de los socios en diversas ocasiones. En primer término, como alternativa a la valoración de las aportaciones no dinerarias por un experto independiente (tal como para las anónimas exigen los artículos 10.1 de la Directiva 77/91/CEE, 38 TRLSA y 67 a 71 LSC). De esta forma, los socios (y en algún supuesto los administradores), quedan sujetos a un régimen de responsabilidad solidaria, “frente a la sociedad y frente a los acreedores sociales”, en razón “de la realidad de dichas aportaciones y del valor que se les haya atribuido en la escritura” (artículos 21.1 LSRL y 73.1,I, último inciso LSC). La solución adoptada no es sino un desarrollo de la ya introducida por la Ley de 1953 (artículo 9), si bien la regulación vigente presenta un grado de detalle muy superior, tanto en lo que se refiere tanto a la definición de los requisitos objetivos como en lo que hace referencia a la legitimación para el ejercicio de la acción de responsabilidad.

La Ley contempla en realidad dos presupuestos de aplicación claramente diferenciados, aun cuando presentan como nota común la defectuosa cobertura de la cifra de capital. En primer lugar, el de la falta de realidad de las aportaciones. Es decir, la patología que aparece cuando la aportación no dineraria comprometida no haya llegado a hacerse efectiva. En segundo

---

<sup>860</sup> Así, por ejemplo, los costes de supervisión de la gestión de la compañía tienden a ser mucho más reducidos, al estar habitualmente implicados los socios en los procesos de toma de decisiones empresariales (y así lo presuponen la Ley española, artículos 44.2 LSRL y 161 LSC). Al respecto, F. EASTERBROOK y D. FISCHER, *ob. cit.*, pp 73 y 74.

<sup>861</sup> La responsabilidad personal de los socios –al menos, en determinados supuestos- ocupa un papel relevante en las propuestas de sustitución del capital social por otros mecanismos de protección de terceros: Henry HANSMANN y Reinier KRAAKMAN, *Toward Unlimited Shareholder Liability for Corporate Torts*, Yale Law Journal, nº 100 (1991), pp. 1879 y ss.; L. ENRIQUES Y J. MACEY, *ob. cit.*, pp. 1203 y 1204; H. FLEISCHER, *ob. cit.*, p. 31.

término, cuando se constata de forma sobrevenida un exceso en la valoración realizada, según el criterio discrecional de los socios, en el convenio fundacional o en el acuerdo de aumento de capital. La Ley delimita el supuesto como la constatación de una *“diferencia entre la valoración que hubiesen realizado [los socios] y el valor real de las aportaciones”* (artículo 73.3, inciso final, LSC). A través de la amenaza de la responsabilidad solidaria se trata de asegurar tanto una valoración inicial adecuada de las aportaciones en especie como, en su caso, la realización de los desembolsos adicionales que puedan resultar necesarios para completar la integración efectiva del capital<sup>862</sup>. La aplicación de este régimen se extiende a todos aquellos supuestos en los que el desembolso del capital no se reconduce a una aportación dineraria. Por ejemplo, la ampliación de capital que tiene como contrapartida la aportación o la compensación de créditos, en la que no existe un mecanismo de verificación externa equivalente al previsto para las sociedades anónimas (artículos 73.2 y 74.2 LSRL, 156.1,b TRLSA y 295.2 y 301.1 y 3 LSC).

La responsabilidad afecta a *“los fundadores, las personas que ostentaran la condición de socio en el momento de acordarse el aumento de capital y quienes adquieran alguna participación desembolsada mediante aportaciones no dinerarias”* (artículos 21.1,I, primer inciso LSRL y 73.1, primer inciso LSC). El régimen anterior es independiente de las obligaciones específicas que recaen, individualmente, sobre el aportante de bienes muebles o inmuebles, un derecho de crédito o una empresa (artículos 20.2 LSRL y 64, 65 y 66 LSC). En caso de aumento de capital también responden solidariamente los administradores por la diferencia entre la valoración que hubieren expresado en el preceptivo informe y el valor real de las aportaciones (artículos 21.1,I LSRL y 73.3 LSC). En el mismo supuesto, quedan exentos de responsabilidad los socios que hubieran hecho constar en acta su oposición al aumento o a la valoración (artículos 21.1,II LSRL y 73.2 LSC). Quedan excluidos de responsabilidad solidaria *“los socios cuyas aportaciones no dinerarias sean sometidas a valoración pericial conforme a lo previsto para las sociedades anónimas”* (artículos 21.5 LSRL y 76 LSC)<sup>863</sup>. La acción *“deberá ser ejercitada”*

---

<sup>862</sup> Víctor Manuel GARRIDO DE PALMA, *Régimen de las aportaciones sociales*, en C. PAZ ARES, *Tratando....*, pp. 386 y 387; Ignacio LOJENDIO OSBORNE, en R. URÍA, A. MENÉNDEZ y M. OLIVENCIA, *Comentario....*, Tomo XIV, volumen 1º,a), Madrid (1999), p. 577; A. PÉREZ DE LA CRUZ, *La sociedad....*, p. 164; Rodrigo URÍA, Aurelio MENÉNDEZ y Juan Luis IGLESIAS PRADA, en R. URÍA y A. MENÉNDEZ, *Curso....*, volumen I, pp. 1154 y 1155.

<sup>863</sup> El tenor literal del precepto puede suscitar alguna duda puesto que únicamente se refiere al socio aportante y no a los restantes obligados solidarios. No obstante, una interpretación lógica y sistemática de la Ley sólo puede llevar a la conclusión de que la finalidad de este precepto no es otra que la de ofrecer a las sociedades limitadas la posibilidad de sustituir en bloque el sistema de garantías inicialmente previsto en orden a la integración del capital. La exclusión de responsabilidad alcanza, en consecuencia, también a los restantes socios y a los administradores. En este sentido, Rafael BONARDELL LEZCANO y Ricardo CABANAS TREJO, *Artículo 21. Responsabilidad de la realidad y valoración de las aportaciones no dinerarias*, en I. ARROYO y J. M. EMBID, *Comentario....*, p. 259, I. LOJENDIO, *ob. cit.*, pp. 595 y A. PÉREZ DE LA CRUZ, *La sociedad....*, p. 168; R. URÍA, A. MENÉNDEZ y J. L. IGLESIAS, *ob. cit.*, pp. 1157; Juan Luis IGLESIAS PRADA y Javier GARCÍA DE ENTERRÍA, en Aurelio MENÉNDEZ y Ángel ROJO (Dir.), *Lecciones de Derecho Mercantil*, Madrid (2010), p. 427. Por el mismo motivo, ha de estimarse que no habrá lugar a esta concreta forma de responsabilidad de socios y administradores en el caso de aumento de capital con cargo a reservas, al haber

por los administradores o los liquidadores de la sociedad, sin necesidad de previo acuerdo de la misma (artículos 21.2 LSRL y 74.1 LSC), y, además, “*podrá ser ejercitada*” por cualquier socio que haya votado en contra del acuerdo, siempre que ostente al menos el cinco por ciento del capital social, y por cualquier acreedor, “*en el caso de insolvencia de la sociedad*” (artículos 21.3 LSRL 74.1 LSC)<sup>864</sup>.

De acuerdo con las reglas generales del derecho de obligaciones, el responsable solidario que afronte la exigencia de responsabilidad dispondrá una acción de regreso frente a los demás, por “*la parte que a cada uno corresponda, junto con los intereses del anticipo*” (artículo 1145, II CC). La Ley no determina, sin embargo, quien habrá de soportar en última instancia el sacrificio patrimonial derivado del desembolso adicional. A estos efectos, existe una diferencia sustancial entre los dos supuestos de responsabilidad contemplados. En el caso de falta de realidad de las aportaciones, no cabe duda de que en la relación interna se habrá producido un incumplimiento contractual del aportante frente a la sociedad y los restantes socios (y ello, con independencia de las medidas que contempla la Ley para asegurar una adecuada protección de los acreedores sociales). En consecuencia, es el socio que no hizo efectivo el desembolso asumido en el convenio fundacional o en el aumento de capital quien habrá de soportar íntegramente las consecuencias de la falta de cobertura de la cifra de capital. De hecho, la lógica del sistema legal ha de buscarse, precisamente, en el poderoso estímulo que la amenaza de la responsabilidad solidaria proporciona a administradores y socios para no adoptar una postura de inactividad en el caso de falta de efectividad de alguna de las aportaciones comprometidas.

El enfoque ha de ser completamente distinto en el caso de una valoración consentida por todos los socios que, de forma sobrevenida, se considera inadecuada. Aquí no hay incumplimiento contractual y, salvo que hubiera mediado un vicio del consentimiento (artículo 1265 CC), no hay ningún motivo que justifique la alteración de los acuerdos a que hubieran podido llegar los socios sobre la articulación de las relaciones internas (como sucedería si se le exigiera al aportante un desembolso adicional para mantener su participación en la sociedad)<sup>865</sup>. A diferencia de las sociedades de personas o de estructura contractual, las sociedades de capital se caracterizan por la asignación a los socios de una función especializada, como es la de proporcionar un nivel mínimo de recursos patrimoniales (puesto que, como vimos, la doctrina del

---

generalizado la LSC el mecanismo de control externo originariamente previsto sólo para las sociedades anónimas (artículo 303.2).

<sup>864</sup> Según la opinión común el término “*insolvencia*” no equivale aquí a la declaración de concurso, sino que simplemente alude a la necesidad de que se haga una previa excusión del patrimonio social. En este sentido, V. GARRIDO DE PALMA, *Régimen...*, p. 573; R. BONARDELL y R. CABANAS, *ob. cit.*, p. 257; I. LOJENDIO, *ob. cit.*, p. 592; A. PÉREZ DE LA CRUZ, *La sociedad...*, p. 166.

<sup>865</sup> Obsérvese cómo, de forma significativa, la acción de responsabilidad sólo puede ser ejercitada por los socios que no hubieran votado a favor del acuerdo de aumento de capital. Lo que no es sino una manifestación del principio general del derecho, basado en el artículo 7.1 CC y bien asentado en nuestra jurisprudencia, que establece que nadie puede ir contra sus propios actos.

capital excluye que la financiación de la empresa se realice exclusivamente con cargo a recursos ajenos)<sup>866</sup>. En consecuencia, también ha de corresponder exclusivamente a los socios -y no a los administradores- soportar en último término las consecuencias de una defectuosa integración del capital social. A su vez, entre los socios, la solución más conforme a la naturaleza de una sociedad de capitales es hacer recaer esta carga adicional de forma proporcional a la participación de cada uno de ellos. De otra forma, también en este caso, se produciría una alteración sobrevenida de los términos del convenio original<sup>867</sup>.

### 6.3. La restitución de las aportaciones.

La LSRL de 1953 había reconocido a los acreedores de la sociedad un derecho de oposición en todo supuesto de reducción de capital con restitución de aportaciones a los socios, que podía ejercitarse en términos equivalentes a los previstos para las sociedades anónimas. En el sistema de la LSRL de 1995, por el contrario, cuando a los socios se les haya restituido la totalidad o parte de sus aportaciones, *“responderán solidariamente entre sí y con la sociedad del pago de las deudas sociales contraídas con anterioridad a la fecha en que la reducción fuera oponible a terceros”* (artículos 80.1 LSRL y 331.1 LSC), incluso en los supuestos de separación y exclusión (artículo 357 LSC). Esta previsión legal responde al mismo principio que acabamos de examinar en relación al régimen de las aportaciones dinerarias, aun cuando su desarrollo no es exactamente idéntico. En primer término, la ley establece, un límite de carácter cuantitativo. La responsabilidad no puede exceder de lo percibido por *“cada socio”* en concepto de restitución de la aportación social (artículos 80.2 LSRL y 331.2). Se trata, en todo caso, de una responsabilidad por deuda ajena. En consecuencia, en el ámbito de las relaciones internas, el socio que haya pagado a un acreedor social, dispondrá de una acción de regreso contra la sociedad (por el total importe de la deuda satisfecha) y, en su caso, frente a los

---

<sup>866</sup> Véase, infra, pp. 13 y ss. y 42.

<sup>867</sup> En este sentido, V. GARRIDO DE PALMA, *Régimen....*, p. 587. A favor de una distribución proporcional de la responsabilidad, I. LOJENDIO, *ob. cit.*, p. 577; A. PÉREZ DE LA CRUZ, *La sociedad...*, p. 1646. El supuesto no es completamente equiparable a la responsabilidad de los fundadores en la sociedad anónima, puesto que ambos regímenes están se articulan a partir de perspectivas distintas. El relativo a las sociedades anónimas se refiere al conjunto de vicisitudes que integran el proceso fundacional, muchas de las cuales no guardan relación alguna con la participación de los fundadores en el capital social. El de las sociedades limitadas se circunscribe, por el contrario, a las eventuales incidencias que puedan afectar a la efectividad de las aportaciones no dinerarias. Al respecto, véase Jesús Quijano González, *Responsabilidades derivadas del proceso fundacional*, en VV. AA., *Derecho de Sociedades Anónimas*, Volumen. I. *La fundación*, Madrid (1991), pp. 417 t 418 y Rafael LA CASA GARCÍA, *Responsabilidad y aportaciones no dinerarias en la sociedad limitada*, Madrid (2008), pp. 222 y 223.

demás socios (en la proporción que corresponda de acuerdo a su participación en el capital social)<sup>868</sup>.

No ha lugar al régimen de responsabilidad anterior si al tiempo de acordarse la reducción “se dotara una reserva con cargo a beneficios o reservas libres por un importe igual al percibido por los socios en concepto de restitución de la aportación social” (artículos 80.4 LSRL, primer inciso y 332.1 LSC). La reserva tiene carácter indisponible hasta que transcurran cinco años desde la publicación de la reducción en el BORME, salvo si con anterioridad se hubieran satisfecho la totalidad de las deudas contraídas con anterioridad (artículos 80.4 LSRL, segundo inciso y 332.2 LSC). Se trata de una previsión lógica, puesto que en este caso la cifra de retención permanece, de momento, inalterada y su reducción en un plazo prudencial es conocida por los acreedores a través de la publicidad del Registro Mercantil. No obstante, debe reputarse como un error la cuantificación que en este punto realiza la Ley, puesto que el importe total comprenderá también una parte proporcional de las reservas y fondos libres, si los hubiere. El mantenimiento del patrimonio vinculado sólo exige la dotación de una reserva por una cuantía equivalente al nominal del capital disminuido (tal como se prevé, para un supuesto equivalente, en el artículo 141.1 LSC)<sup>869</sup>.

Al igual que en sede de aportaciones no dinerarias, se ofrece a las sociedades de responsabilidad limitada una vía para eludir la responsabilidad personal de los socios. Los estatutos podrán prever la sustitución del régimen anterior por un sistema basado en la notificación personal a los acreedores y el reconocimiento a los mismos de un derecho de oposición (artículos 81 LSRL y 333 LSC)<sup>870</sup>. Este mecanismo alternativo es absolutamente desconocido en la práctica. De hecho, la posibilidad de proceder a la restitución de las aportaciones al margen de una eventual oposición de los acreedores, constituye una de las piezas básicas en el esquema legal de la sociedad cerrada. La inexistencia (por motivos legales y económicos) de un mercado de participaciones determina que, en muchas ocasiones, la recuperación de la inversión realizada por los socios sólo podrá hacerse efectiva a través de una contrapartida satisfecha por la propia sociedad. La actuación de la sociedad como *market-maker* es especialmente necesaria cuando la amortización de las participaciones es consecuencia del ejercicio del derecho de separación o de la exclusión de socios. La efectividad de estas dos técnicas de resolución de los conflictos entre mayoría y minoría se reduciría de forma muy significativa si la

---

<sup>868</sup> José MACHADO PLAZAS y Francisco MERCADAL VIDAL, *Artículos 80 y 81. Reducción de capital por restitución de aportaciones* en I. ARROYO y J. M. EMBID, *Comentario....*, pp. 797 y 798; R. URÍA, A. MENÉNDEZ y J. L. IGLESIAS, *ob. cit.*, p. 1315; J. L. IGLESIAS y J. GARCÍA DE ENTERRÍA, *ob. cit.*, p. 542.

<sup>869</sup> En este sentido, J. MACHADO y F. MERCADAL, *ob. cit.* p. 800.

<sup>870</sup> Tampoco aquí la Ley se pronuncia expresamente acerca del carácter alternativo o cumulativo de esta técnica de protección estatutaria, si bien no cabe duda de que, al igual que en sede de aportaciones no dinerarias, debe acogerse la primera solución. En este supuesto, además, no se entiende qué tipo de incentivo podría tener una sociedad de responsabilidad limitada para añadir, sin contraprestación, trámites y garantías en interés de los acreedores. Al respecto, J. MACHADO y F. MERCADAL, *ob. cit.* p. 798; R. URÍA, A. MENÉNDEZ y J. L. IGLESIAS, *ob. cit.*, p. 1317; J. L. IGLESIAS y J. GARCÍA DE ENTERRÍA, *ob. cit.*, p. 542.

liquidación de la posición del socio que abandona la sociedad quedara subordinada al consentimiento de los acreedores<sup>871</sup>.

#### 6.4. El pasivo sobrevenido tras el cierre de la liquidación

La LSRL había contemplado, además, otro supuesto específico de responsabilidad personal de los socios. Este se vinculaba a la aparición de un pasivo sobrevenido con posterioridad al cierre formal del periodo de liquidación y a la cancelación de los asientos en el Registro (artículo 123.1). En este caso, “*los antiguos socios responderán solidariamente de las deudas sociales no satisfechas hasta el límite de lo que hubieran recibido como cuota de liquidación*”, todo ello “*sin perjuicio de la responsabilidad de los liquidadores*” (artículo 122.2). Esta previsión legal puede valorarse, en primer lugar, como la consecuencia lógica del pago indebido de la cuota de liquidación. La aparición de un activo sobrevenido pone de manifiesto que éste se había realizado con infracción de la regla básica que regula las relaciones entre acreedores y socios. La posición de estos últimos se concreta en una pretensión sobre el valor residual de la empresa y, en consecuencia, el abono de lo que pueda corresponderles en concepto de cuota de liquidación queda subordinado a la completa extinción del pasivo exigible (artículos 120 LSRL y 391.2 LSC)<sup>872</sup>. Al mismo tiempo, esta solución facilita a los acreedores el cobro de sus créditos, que podrán hacerse efectivos sin necesidad de proceder, formalmente, a la reapertura de la liquidación ni cuestionar la eficacia de las atribuciones patrimoniales realizadas a los socios<sup>873</sup>.

Se trata de un régimen adecuado para las sociedades cerradas, en las que cabe presuponer que el proceso de liquidación estará, directa o indirectamente, sometido al estrecho control de un número reducido de socios. A esta misma idea responde también la conversión de los administradores en liquidadores

---

<sup>871</sup> La Ley permite que la separación y la exclusión puedan instrumentarse tanto mediante una reducción de capital como a través de la adquisición por la propia sociedad de las participaciones (artículos 102.1 LSRL y 358.1 LSC). No obstante, dadas las dificultades que entraña la búsqueda de nuevos socios en las sociedades cerradas, el curso más probable de los acontecimientos es que las participaciones queden definitivamente amortizadas, una vez transcurridos los tres años que la Ley marca como límite temporal de la autocartera (artículos 42.2, primer inciso LSRL y 141.1, primer inciso LSC). La LSRL no sólo contemplaba diversos supuestos de separación (artículo 95), sino que permitía su ampliación por vía estatutaria, sin establecer ningún tipo de restricción con respecto a su contenido (artículo 96). Este generoso régimen se ha generalizado a todas las sociedades de capital (artículos 346 y 347 LSC). No obstante, su ámbito propio es el de las sociedades cerradas. Así lo pone de manifiesto la exigencia de un acuerdo unánime de todos los socios para su incorporación a los estatutos (artículo 347.2), lo que, en la práctica, excluye esta posibilidad en las sociedades que tengan una estructura de capital disperso.

<sup>872</sup> Véase, *infra*, pp. 36 y 37.

<sup>873</sup> Paz SOLER MASOTA, *Artículo 123. Activo y pasivo sobrevenidos* en I. ARROYO y J. M. EMBID, *Comentario....*, pp. 1205, 1206, 1216 y 1217; R. URÍA, A. MENÉNDEZ y J. L. IGLESIAS, *ob. cit.*, p. 1317.

(artículos 110.1 LSRL y 376.1 LSC). En cambio, el TRLSA (que, en este punto, reproducía prácticamente la regulación de la LSA de 1951) no contenía una regla equivalente en relación al pago de la cuota de liquidación en las sociedades anónimas. El esquema legal suponía, por el contrario, un proceso de liquidación complejo y dilatado en el tiempo, gestionado por un órgano especializado de hecho y no sólo de derecho. Este es el sentido de las disposiciones que imponían la colaboración de los antiguos administradores (artículos 267.2 TRLSA y 374.2 LSC, este último hoy aplicable a todas las sociedades de capital), la necesaria enajenación de los inmuebles en pública subasta (artículos 272,d TRLSA y 387.2 LSC), la posibilidad de designar un interventor a petición de los accionistas que representen la vigésima parte del capital social o del sindicato de obligacionistas (artículos 269 TRLSA y 381 LSC), o la intervención pública en la liquidación “...cuando el patrimonio que haya de ser objeto de liquidación y división sea cuantioso, estén repartidas entre gran número de tenedores las obligaciones o acciones o la importancia de la liquidación por cualquier otra causa lo justifique...” (artículos 270 TRLSA y 382 LSC),

La LSC ha generalizado para todas las sociedades de capital el régimen de responsabilidad sólo previsto originariamente para las sociedades limitadas (artículo 399). Sin embargo, es razonable pensar que esta opción del legislador tendrá una incidencia moderada en el desarrollo de los procesos de extinción de las sociedades de capital, puesto que rara vez acuden al procedimiento formal de liquidación las sociedades de estructura abierta. Cuanto mayor es el tamaño del negocio, con más intensidad se manifiesta la idea de que la organización de medios materiales y humanos en que toda empresa consiste tiene un valor superior a la mera suma de sus partes. Por este motivo, si, por las circunstancias de que se trate (relacionadas, en la mayoría de los casos, con la evolución negativa del negocio), resulta imposible continuar con el desarrollo de la actividad, la solución habitual para las sociedades abiertas no es la disgregación y realización de sus activos, sino la transmisión del bloque a través de las distintas modalidades de modificación estructural que contempla la Ley, y, en particular, la cesión global del activo y el pasivo (artículos 81 y ss. LME)<sup>874</sup>.

## 7. Conclusión: el doble régimen del capital social

Como pone de relieve la Exposición de Motivos de la LSC (IV, primer párrafo, primer inciso), la evolución del derecho español de sociedades permite identificar dos regímenes diferenciados del capital social. Por una parte, el que se aplica a la gran mayoría de las sociedades mercantiles que adoptan la forma

---

<sup>874</sup> Por el mismo motivo, en el caso de liquidación concursal, las reglas legales supletorias, aplicables en defecto de un específico plan de liquidación, contemplan la enajenación “como un todo” del “conjunto de los establecimientos, explotaciones y cualesquiera otras unidades productivas de bienes y servicios pertenecientes al deudor”, salvo que, previo informe de la administración concursal, el juez estime conveniente su previa división o la realización aislada (artículo 149,1º LC).

de sociedad de responsabilidad limitada. La estructura organizativa interna de éstas sigue basada en la existencia de un capital, dividido en participaciones e integrado por las aportaciones de los socios (artículos 1.2, 13,d, 58, 90 y 91 LSC). En el plano externo, por el contrario, la técnica de la vinculación de una parte del patrimonio de la compañía tiene una importancia muy relativa. En primer lugar, en razón de la posibilidad de operar en el tráfico mercantil con una cifra de capital muy reducida (artículo 4 LSC). Pero, sobre todo, porque algunas piezas especialmente relevantes de la disciplina tradicional, como verificación externa de las aportaciones no dinerarias o el derecho de oposición de los acreedores en caso de reducción de capital, han sido sustituidos el régimen de responsabilidad de socios y administradores que acabamos de examinar. Por otro lado, se mantiene un esquema más complejo que responde con exactitud a la Directiva 77/91/CEE y a doctrina clásica del capital social. Su aplicación se circunscribe a un número cada vez mas reducido de sociedades, aun cuando éstas sean, con diferencia, las mas importantes en cuanto a recursos económicos y cifra de negocio.

## CAPITULO VI

### La aplicación y la efectividad de la disciplina del capital

#### 1. Los mecanismos de aplicación

##### 1.1. El “enforcement” de las reglas relativas al capital social

El término “*enforcement*”, ampliamente utilizado en los países anglosajones, no encuentra una expresión equivalente en español. El sentido literal es el de aplicación o ejecución. En el ámbito jurídico designa de forma genérica el conjunto de procedimientos a través de los cuales se hace efectivo el cumplimiento de la norma legal<sup>875</sup>. Se trata de una noción que apunta a la idea de que la mera exposición del contenido material de la regla de derecho ofrece un visión incompleta del funcionamiento del sistema legal. Es preciso, además, analizar los cauces a través de los cuales se han de hacer efectivas las previsiones del legislador. Es decir, delimitar a quién y en qué circunstancias corresponde hacer valer la norma. Aquí aparecen fundamentalmente tres posibilidades. En primer lugar un *enforcement* puramente privado, en el que la aplicación de la regla legal queda subordinada a una reclamación o solicitud de quien tenga interés en asegurar su aplicación que, en caso de discrepancia, habrá de resolverse normalmente en vía judicial. En segundo término, el control público, a través de agencias o instituciones especializadas. Finalmente, el llamado “*gatekeeper enforcement*”, que, de alguna forma tiene un carácter mixto, y que se caracteriza por la sujeción de la eficacia de determinadas actuaciones a la verificación o el control de un tercero independiente<sup>876</sup>.

Este enfoque suele estar ausente de los trabajos que se ocupan del capital social. En el presente capítulo se trata de examinar –desde la perspectiva del Derecho español- los diversos expedientes a través de los cuales se asegura la efectividad de cada uno de los elementos que integran el régimen del capital<sup>877</sup>. Estos son muy variados y deben ser entendidos en un sentido

---

<sup>875</sup> En *The CCH Macquarie Dictionary of Law*, Sydney (1996), se recoge la siguiente definición: “el proceso a través del cual el sistema legal pretende evitar el incumplimiento de disposiciones legales, reglamentos, reglas de Derecho Común, decisiones y acuerdos por individuos y/o personas jurídicas. El *enforcement* se produce cuando se ponen en marcha las correspondientes actuaciones encaminadas a sancionar a quienes han desobedecido una disposición legal o una decisión administrativa o judicial”.

<sup>876</sup> Con más detalle, Gerrard HERTIG, Reinier KRAAKMAN y Edward ROCK, *Issuers and Investor Protection*, en VV.AA., *Anatomy.....*, pp. 294 a 300.

<sup>877</sup> El enfoque que proponemos habrá de extenderse, lógicamente, al actual debate sobre las alternativas al capital. En la eventualidad de una propuesta de reforma del modelo actual será necesario analizar cuidadosamente los costes y la presumible efectividad de los correlativos mecanismos de *enforcement*.

amplio. A estos efectos se han tomado en consideración la exigencia de dotar de forma pública a determinados actos, el control previo de la legalidad asociado a la inscripción en el Registro Mercantil, las reglas sobre el control de los documentos contables, el régimen de responsabilidad de los administradores, la posibilidad de impugnar en sede judicial el contrato constitutivo de la sociedad o las decisiones de sus órganos sociales, la función de supervisión atribuida a ciertas agencias públicas especializadas e, incluso, las sanciones penales. En ocasiones, el mecanismo de *enforcement* elegido puede llegar a alterar profundamente la trascendencia práctica de la regla material cuya efectividad se trata de asegurar. Así ha sucedido con la responsabilidad solidaria que se impone a los administradores que incumplan la obligación de convocar la junta general (artículo 367 LSC), en el caso de pérdidas que dejen reducido el patrimonio neto a una cantidad inferior a la mitad del capital (artículo 363.1,d LSC). La introducción de este régimen en la reforma de 1989 alteró profundamente el significado de la vieja previsión que imponía la disolución por pérdidas. Su limitación a las deudas posteriores a la concurrencia de la causa de disolución en 2005 ha supuesto una nueva redefinición de la figura.

## 1.2. La “desarmonización” comunitaria

El resultado de este análisis pone de relieve que las distintas piezas que integran el modelo tradicional del capital social presentan una efectividad muy dispar. Pero cabe formular, además, otras consideraciones. En primer lugar, en relación al proceso de armonización de las legislaciones nacionales en el seno de la Unión Europea<sup>878</sup>. El *enforcement* resulta ajeno a las preocupaciones del legislador comunitario. Es lógico que así sea, tanto en razón de la finalidad perseguida (la progresiva aproximación del contenido material de las legislaciones nacionales), como del instrumento utilizado (la Directiva, que vincula a los Estados miembros en cuanto a los objetivos, pero deja en libertad a los Estado miembros en cuanto a los medios para su consecución). El articulado de la Primera y la Segunda Directivas da comienzo con la genérica afirmación de que “*las medidas de coordinación*” se aplican a las “*disposiciones legales, reglamentarias y administrativas de los Estados miembros*” (artículo 1 de la Directiva 68/151/CEE y de la Directiva 77/91/CEE que reproducen la misma fórmula). A pesar de ello, sólo contienen referencias esporádicas a los mecanismos a aplicación, que, en todo caso, se remiten a lo previsto en cada una de las legislaciones nacionales. De esta forma, el sistema de Derecho de sociedades de capital puede presentar una fisonomía muy diferente en cada uno de los Estados miembros. Al respecto, algunos ejemplos resultan bastante ilustrativos.

Como tendremos ocasión de constatar en relación al Derecho español, la existencia o no de un “*un control preventivo administrativo o judicial*” (al que se hace referencia en el artículo 10 de la Directiva 68/51/CEE, y el artículo 11 de

---

<sup>878</sup> Véase, L. ENRIQUES, *EC Company Law...*, pp. 2 y 12 y ss.

la versión consolidada de 2009) tiene una influencia determinante en relación a la aplicación de determinadas reglas y, en particular, las relativas a la verificación de las aportaciones y la integración del capital<sup>879</sup>. Lo mismo sucede con respecto a las “*sanciones apropiadas*” que los Estados miembros deben prever para el caso de falta de publicidad de los documentos contables (artículo 6 en la versión original de la Directiva 68/151/CEE y artículo 7 de la versión consolidada de 2009). La falta de concreción de la expresión utilizada puede dar cabida a enfoques muy variados en las legislaciones nacionales acerca del tipo de sanción y de los mecanismos para hacerla efectiva. El enfoque restrictivo de la norma de trasposición alemana ha motivado, en este punto, dos pronunciamientos del Tribunal de Justicia de la Unión Europea, contenidos en sentencias de 4 de diciembre de 1997, *Verband deutscher Daihatsu-Händler eV v. Daihatsu Deutschland GmbH* (asunto C-97/96), motivada por una doble cuestión prejudicial, y de 29 de septiembre de 1998, *Comisión de las Comunidades Europeas v. República Federal Alemana* (asunto C-191/95), en el marco de un procedimiento por incumplimiento<sup>880</sup>.

En caso de reducción de capital con restitución de aportaciones en una sociedad anónima, la normativa comunitaria reconoce a los acreedores la facultad de exigir la constitución de “*una garantía*” por los créditos no vencidos. Los Estados miembros deben determinar las condiciones para el ejercicio de este derecho, que, en todo caso, deben asegurar a los acreedores la facultad de dirigirse a una autoridad judicial o administrativa (artículo 32.1 de la Directiva 77/91/CEE si bien, tras la Directiva 2006/68/CE, habrán de acreditar que la reducción de capital pone en peligro la satisfacción de su crédito). En todo caso, no es posible realizar ningún pago a los accionistas, “*en tanto que los acreedores no hubieran obtenido satisfacción o que un tribunal hubiera decidido que no había lugar a acceder a su petición*” (artículo 32.2). La efectividad del mecanismo de protección de los acreedores será muy diferente, no obstante, en función de si resulta siempre necesaria o no una decisión judicial que convalide o ratifique la decisión de la Junta de socios. La primera solución ha sido adoptada tradicionalmente en el derecho británico<sup>881</sup>, en el que la reducción de capital queda sujeta a un complejo procedimiento, que exige someter al Tribunal una lista de acreedores, que recuerda al procedimiento de formación de la masa pasiva en las situaciones concursales (secciones 645 a 648 CA 2006)<sup>882</sup>. Por el contrario, en nuestro país, la protección de los acreedores se desenvuelve en un expediente extrajudicial basado en la publicación de anuncios (artículos 334 y 337 LSC).

---

<sup>879</sup> En este sentido, M. LUTTER, *ob. cit.*, p. 8.

<sup>880</sup> C. VARGAS VASSEROT, *ob. cit.*, pp. 323 y 324; L. ENRIQUES, *EC Company Law...*, p. 14. Sobre el grado de cumplimiento en España, véase supra, p. xx, nota xx.

<sup>881</sup> Sobre el origen históricos de esta técnica en el Siglo XIX, véase, *infra*, pp. xx y xx.

<sup>882</sup> A día de hoy, este mecanismo sólo es preceptivo para las *public companies*. Las *private companies* pueden optar por su sustitución por un “*solvency statement*”. Véase, P. DAVIES, *Gower and Davies...*, pp. 307 a 315; A. DIGNAM y J. LOWRY, *ob. cit.* pp. 120 a 123; J. DINE y M. KOUTSIAS, *ob. cit.* pp. 100 y 101.

De la misma forma, el mantenimiento del capital puede presentar una fisonomía bien diferenciada en razón de si la distribución irregular de dividendos queda cubierta exclusivamente por una obligación de restitución en razón de un pago indebido (como parece presumir el artículo 15 de la Directiva 77/91/CEE y en nuestro país resulta del artículo 278 LSC) o si, por el contrario, el legislador nacional le confiere una protección adicional mediante las correspondientes sanciones penales. Esta última ha sido la opción de política legislativa tradicional en el Derecho francés. Tanto las Leyes de 1867 y 1966, como la regulación vigente, han contemplado un conjunto muy amplio de previsiones al respecto que han configurado un auténtico derecho penal de sociedades. Entre los tipos penales se encuentra el que afecta al presidente, los administradores o los directores generales de una sociedad anónima que procedan a distribuir “*dividendos ficticios*” entre sus accionistas, en ausencia de un balance o en base a un estado de cuentas fraudulento (artículo L. 246-6,1º Código de Comercio)<sup>883</sup>.

### 1.3. El sistema legal español

A los efectos de valorar el grado de aplicación y efectividad de la disciplina del capital en nuestro Derecho, en las páginas siguientes se ha prestado una especial atención tanto al contenido como al número de decisiones relativas al tema que nos ocupa. El propósito ha sido el de establecer una suerte de topología de los conflictos relacionados con el capital social. Lógicamente, con ello no se agota el análisis del funcionamiento del sistema legal. Una visión completa de la importancia relativa de cada una de las piezas que integran el estatuto del capital exigiría algún tipo de medición no sólo del cumplimiento forzoso de las normas legales, sino del grado de cumplimiento voluntario. Es decir de una valoración conjunta de la eficacia sancionadora o represiva y de la eficacia disuasoria (o, si se quiere, ejemplarizante) de la norma. Esta última no se sujeta fácilmente a un análisis cuantitativo, aun cuando sí que ha sido posible encontrar una cierta orientación en las estadísticas disponibles, en particular, en los datos que resultan de las publicadas por el Colegio Nacional de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España.

En relación a los tres tipos de mecanismos a que aludíamos anteriormente, la evidencia disponible pone de manifiesto que el *enforcement* privado a instancia de los acreedores se ha concentrado en un punto muy concreto: la responsabilidad solidaria de los acreedores sociales en caso de pérdida de más de la mitad del capital. Hasta la fecha, y sin que todavía se hayan hecho del todo patentes las consecuencias de la modificación legislativa del año 2005, el carácter objetivo de esta responsabilidad, la rigurosidad de la sanción y la relativa facilidad de la prueba explican el desinterés de los acreedores sociales por las restantes posibilidades que les ofrece la Ley (declaración de nulidad de la sociedad, impugnación de acuerdos sociales, oposición en caso de

---

<sup>883</sup> G. RIPERT, *ob. cit.*, pp. 418 a 420; D. VIDAL, *ob. cit.*, pp. 224 a 227; P. MERLE – A. FAUCHON, *ob. cit.*, pp. 487 a 489; Maurice COZIAN, Alain VIANDIER Y Florence DEBOISSY, *Droit des Sociétés*, París (2008), p. 326.

reducción de capital o exigencia de responsabilidad a los administradores en relación a la valoración de las aportaciones no dinerarias). Fuera de este supuesto, la mayor parte de las decisiones judiciales dictadas en relación a la disciplina del capital responden a conflictos entre socios suscitados en el ámbito interno de las compañías.

El *enforcement* público aparece concentrado en relación a un tipo muy concreto de sociedades de capital (las sociedades cotizadas, sujetas a la supervisión de la CNMV) o aspectos muy concretos de la normativa societaria (las sanciones pecuniarias por falta de depósito de cuentas que está facultado para imponer el ICAC). Finalmente, los distintos mecanismos de control externo han logrado un alto grado de cumplimiento de los aspectos básicos de la disciplina del capital en condiciones de normalidad, sin que existan indicios de una alteración significativa del funcionamiento de las compañías. Algunas medidas de aparentemente escasa significación como la verificación de las aportaciones dinerarias, han eliminado prácticas viciosas muy consolidadas en la etapa anterior, como era la falta de un desembolso efectivo a pesar de la correspondiente declaración en la escritura de constitución de la sociedad.

## 2. El capital mínimo

### 2.1. La inscripción en el Registro Mercantil

La necesaria configuración formal del capital social en los estatutos de las sociedades anónimas y de responsabilidad implica que, tanto su determinación inicial como las sucesivas modificaciones, deben acceder al Registro Mercantil (artículos 2,a, b y e de las Directivas 68/151/CEE y 2009/101/CE; artículos 2,c y 3,b y g de la Directiva 77/91/CEE; artículos 22.2 C. Com. y 23,d LSC)<sup>884</sup>. La práctica de la inscripción, como regla general, en virtud de documento público (artículo 18.1 C. Com.) y el control de legalidad encomendado al Registrador (artículo 18.2 C. Com.) integran en nuestro derecho un sistema de control preventivo que ha demostrado una notable efectividad como mecanismo de *enforcement* de las reglas relativas al capital y así lo ponen de relieve las numerosas resoluciones de la DGRN recaídas sobre esta materia que han tenido una destacada influencia sobre la práctica societaria (en particular, desde la reforma de 1989)<sup>885</sup>. Esta pieza de nuestro sistema legal excluye, en

---

<sup>884</sup> Acerca de la función de la configuración estatutaria del capital y de su publicidad, véase, *infra*, pp. 146 a 152.

<sup>885</sup> Las resoluciones de la DGRN en materia mercantil son accesibles en cualquiera de las bases de datos disponibles en el mercado. Existen, además, una serie de obras que acompañan índices y resúmenes sistemáticos. Al respecto, sobre el periodo anterior a la reforma de 1989, Juan Pablo RUANO BORRELLA (Dir), *Doctrina Mercantil de la Dirección General de los Registros y el Notariado (1880-1988)*, Madrid (1989). De especial interés, por cubrir los primeros años de aplicación de aplicación de la nueva normativa, resulta el trabajo de Jesús GONZÁLEZ GARCÍA, *Práctica Hipotecaria. Resoluciones de la Dirección General de los Registros y el Notariado en materia mercantil (1990-1995)*, Barcelona (1995). Véase también, Eduardo LÓPEZ ÁNGEL, *Doctrina Mercantil de la Dirección General de los Registros y el*

primer lugar, la eventual constitución de sociedades con una cifra de capital inferior a la exigida en la Ley. Se hace muy difícil pensar en una sucesión de errores que determinara el otorgamiento de una escritura de constitución de sociedad de capital con un capital insuficiente, seguida de la inscripción de la misma y del envío de los correspondientes datos al Registro Mercantil Central (remisión que se realiza mediante procedimientos de comunicación normalizados: artículos 385 y 387 RRM).

La aparente simplicidad de las reglas relativas al capital mínimo (que se concretan en el mandato del artículo 4 LSC), no ha impedido que el Centro Directivo haya tenido que pronunciarse sobre algunos aspectos del mismo. Durante el periodo transitorio que siguió a la reforma de 1989 se estimó que no procedía la inscripción de una modificación del capital en una sociedad anónima, resultante de una doble operación de aumento y reducción, en cuya virtud aquél quedaba fijado en una cifra superior a la inicial pero inferior a la exigida en la Ley (R. DGRN de 21 de febrero de 1991, condicionada por el tenor literal de la DT 1ª de la Ley 19/1989, de 25 de julio; incide sobre esta cuestión la R. de 3 de septiembre de 1998). En cambio, se permite la constitución de una sociedad con una cifra de capital inferior a la prevista en la legislación administrativa aplicable en razón de su objeto social, por entender que sólo será preciso dar cumplimiento a este requisito *“en el momento de la obtención de la concesión”* (R. de 25 de mayo de 1999). De especial interés es la doctrina que excluye la posibilidad de que el Registrador realice un juicio de valor acerca de la adecuación entre la cifra de capital y las actividades integrantes del objeto social (R. de 22 de junio de 1993)<sup>886</sup>.

## 2.2. La responsabilidad de los administradores

---

*Notariado (1995-1999)*, Madrid (2001) y *Doctrina Mercantil de la Dirección General de los Registros y el Notariado (2000-2004)*, Madrid (2005), así como la serie Manuel AMORÓS GUARDIOLA y Antonio PAU PEDRÓN, *Jurisprudencia registral V (1978-1985)*, Madrid, 1986; Manuel AMORÓS GUARDIOLA y Enrique MADERO JARABO, *Jurisprudencia registral II (1986-1990)*, Madrid, 1991; Manuel AMORÓS GUARDIOLA, Valentín BARRIGA RINCÓN, Alfredo DELGADO GARCÍA y Enrique MADERO JARABO, *Jurisprudencia registral III (1991-1996)*, Madrid (1997); Manuel AMORÓS GUARDIOLA, Jesús GONZÁLEZ GARCÍA e IGNACIO DE LA FUENTE GUITART, *Jurisprudencia registral IV (1997-2001)*, Madrid, 2002; Manuel AMORÓS GUARDIOLA, Jesús GONZÁLEZ GARCÍA e IGNACIO DE LA FUENTE GUITART, *Jurisprudencia registral V (2002-2004)*, Madrid, 2006. Asimismo, José Luis FERNÁNDEZ MAESTU, *Reglamento del Registro Mercantil. Concordancias, Notas, Resoluciones de la DGRN y Jurisprudencia*, Madrid (2008).

<sup>886</sup> Aun reconociendo que en el caso debatido cabía apreciar una manifiesta desproporción entre la cifra de capital (el mínimo legal en una sociedad limitada) y el objeto social (integrado, entre otras actividades por actividades de construcción, promoción inmobiliaria, instalación de tratamiento de aguas, explotación de centros comerciales, residencias geriátricas y explotaciones mineras), el Centro Directivo entiende que *“en el estado actual de nuestra legislación”* el Registrador debe ajustar estrictamente su calificación a la comprobación de si la cifra de capital alcanza el mínimo exigido en la Ley, sin que la *“infracapitalización”* alegada por el Registrador pueda fundamentarse en las disposiciones aplicables a la pérdida del capital, que *“contemplan una entidad ya existente cuyo desenvolvimiento deviene imposible y cuya decisión presupone una decisión de los órganos soberanos de la propia entidad o la pertinente resolución judicial”*.

La posibilidad excepcional de actuar en el tráfico con una cifra de capital inferior a la exigida en la Ley se ha vinculado a régimen particular de responsabilidad de los administradores. Así, la introducción del capital mínimo en la reforma de 1989 fue acompañada de un específico régimen sancionador. Las sociedades anónimas, comanditarias por acciones y de responsabilidad limitada debían aumentar efectivamente su cifra de capital o proceder a su transformación antes del 30 de junio de 1992. Transcurrido este plazo sin haberse *“adoptado e inscrito”* las anteriores medidas, los administradores y, en su caso, los liquidadores pasaban a responder *“personal y solidariamente entre sí y con la sociedad de las deudas sociales”* (Disposición Transitoria Primera, apartado 4, de la Ley 19/1989 y Disposición Transitoria Primera, apartado 3, del TRLSA). Según una reiterada jurisprudencia, se trataba de un régimen de responsabilidad objetiva basado en la sola circunstancia de la falta de adecuación de la cifra de capital (en esta línea STS de 6 de noviembre de 1999, 14 de noviembre de 2002, 10 de junio y 3 de noviembre de 2005 y 13 de mayo de 2008)<sup>887</sup>. La misma solución aparece en aquellos supuestos en los que es posible la inscripción de la reducción de capital por debajo del mínimo legal (cuando el acuerdo sea *“consecuencia del cumplimiento de una Ley”*)<sup>888</sup>. En este caso, trascurrido un año desde la adopción del acuerdo de reducción sin haberse inscrito la transformación, la disolución o el aumento de capital la sociedad queda disuelta de pleno derecho, y los administradores *“responderán personal y solidariamente entre sí y con la sociedad de las deudas sociales”* (artículo 360.1,b LSC). La disolución de pleno derecho puede hacerse constar de oficio por el Registrador o a instancia de cualquier interesado (artículo 360.2 LSC).

Al margen de este último supuesto (completamente desconocido en la práctica), ninguna responsabilidad se establece para los administradores en conexión con la cifra de capital. En nuestro derecho rige un sistema de libertad en cuanto las vías de financiación de las sociedades anónimas y de responsabilidad limitada, que puede llevarse a cabo mediante recursos propios o ajenos, sin otro condicionante que el que deriva de la necesaria dotación del capital en la cuantía mínima prevista en la Ley. En todo caso, además, la determinación de la cuantía del capital corresponde a los socios fundadores o a la junta general de la compañía y no a los administradores. Como principio general, la jurisprudencia ha rechazado la responsabilidad de éstos en razón de una eventual insuficiencia de la cifra de capital (STS de 16 de febrero de 2004). En una decisión posterior se indica, con especial claridad, que el capital constituye *“...una suma de aportación, pero nunca una limitación de la actividad mercantil...”*, de modo que *“...puede ser muy inferior al patrimonio acumulado por la sociedad, la cual, por otra parte, puede nutrirse de otras fuentes de financiación que le permitan desarrollar un tráfico mercantil que excede, en su*

---

<sup>887</sup> Se trata, por tanto, de un supuesto excepción dentro del sistema general de responsabilidad de los administradores (artículos 236 a 241 LSC) que exige que quede acreditada la realidad del daño, su conexión causal con la acción u omisión del administrador y la culpa o negligencia de éste. Puede verse una síntesis actualizada de las posiciones doctrinales y jurisprudenciales al respecto en Ana Isabel BERROCAL LANZAROT, *La responsabilidad civil de los administradores sociales*, Actualidad Civil nº 16 (2010), pp. 1932 y ss.

<sup>888</sup> Sobre la reducción de capital por debajo del mínimo legal, véase *infra*, pp. 199 a 201.

*cuantía, del capital social sin que ello implique ningún abuso legal por parte de los administradores ni una actuación maliciosa o gravemente negligente de éstos que determine su responsabilidad frente a socios y terceros acreedores...”* (STS de 12 de junio de 1995)<sup>889</sup>.

### **3. La integración del capital social**

#### **3.1. La inscripción en el Registro Mercantil**

La inscripción en el Registro Mercantil sólo puede practicarse una vez acreditado el cumplimiento de los requisitos relativos a la idoneidad de las aportaciones y a la suscripción y el desembolso del capital social (artículos 114.1,2º, 132 y 133, 175.1,2º, 190 y 191 RRM), y, en caso de aumento de capital, además, las relativas al desembolso de la prima de emisión (artículos 166.4,1º y 2º y 198.4,1º y 3º RRM). Las numerosas resoluciones de la DGRN recaídas sobre en esta materia proporcionan un claro indicio de la efectividad del control preventivo. Así, desde un primer momento se estimó necesaria una precisa determinación de los bienes aportados y del título con el que se transmitían a la sociedad (RR. de 18 de marzo de 1908, 23 de junio de 1943, 18 de enero de 1945 y 8 de abril de 1981). En particular, resultaba preciso identificar la naturaleza dineraria o no dineraria de las aportaciones realizadas (RR. de 23 de julio de 1958 y 14 de mayo de 1990, esta última también referida a un supuesto sujeto a la LSA de 1951). De la misma forma, en caso de aportación de un negocio, se requiere la identificación y descripción de los bienes inscribibles (como maquinaria o vehículos), aun cuando no es precisa una valoración individualizada de éstos, puesto que la Ley sólo exige la del conjunto o unidad económica (R. de 23 de febrero de 1998). Cabe aportar el fondo de comercio de una empresa, a pesar de las dificultades que plantea su valoración (R. de 31 de octubre de 1986), así como la aportación global de una empresa, con bienes y deudas cuyo saldo líquido iguala al valor nominal de las acciones suscritas (R. de 17 de noviembre de 1989)<sup>890</sup>. Asimismo, cabe aportar un bien cuyo precio no ha sido completamente satisfecho, asumiendo la sociedad los pagos pendientes, sin que ello implique sobrevaloración de las aportaciones (R. de 3 de abril de 1991). En cambio, no es posible aportar un bien de dominio público por la entidad local titular del mismo (R. de 12 de septiembre de 1985). Deberá concurrir el consentimiento de los otorgantes para rectificar el contenido de la escritura de constitución en cuanto a las

---

<sup>889</sup> Cuestión distinta son las situaciones patológicas que pueden aparecer en conexión con los supuestos de infracapitalización, que son objeto de análisis en el Capítulo VII de esta obra.

<sup>890</sup> La Dirección General admite la inscripción de la escritura de constitución aun cuando no concurría el consentimiento de los acreedores, puesto que *“es perfectamente posible en nuestro sistema la transmisión de bienes a cambio del compromiso del adquirente de abonar a su vencimiento determinadas deudas del transmitente (vid. arts. 609, 1254, 1255, 1261, 1271 y 1274 del Código Civil.”*

aportaciones realizadas y a la cifra de capital (RR. de 2 de abril de 1991, 16 de febrero de 1998 y 2 de enero de 2002)<sup>891</sup>.

Tanto en la constitución como en el aumento de capital, la práctica de los correspondientes asientos requiere que el capital haya quedado íntegramente suscrito y desembolsado en un veinticinco por ciento, sin que puedan existir acciones en cartera (RR. 1 de agosto de 1958, 7 de marzo de 1980 y 31 de marzo de 1999). No es inscribible la constitución de una sociedad anónima con el capital parcialmente desembolsado sin especificar que las acciones tendrán provisionalmente carácter nominativo (R. de 19 de mayo de 1983). No puede entenderse realizado el desembolso mediante aportaciones dinerarias cuando de las certificaciones bancarias resulta que el ingreso se efectuó con casi un año de anterioridad a la fecha del acuerdo de aumento de capital (RR. de 3 de diciembre de 1992 y 23 de enero y 24 de febrero de 1997). Es precisa la intervención del experto independiente cuando la contrapartida de la emisión de acciones consiste en una empresa, puesto que no se trata de un *tertium genus* de aportación diferenciada de las dinerarias y no dinerarias (R. DGRN de 18 de junio de 1998). Cabe aumentar el capital por elevación del valor nominal de acciones íntegramente desembolsadas sin nuevas aportaciones al patrimonio social. En este caso, el desembolso de, al menos, el veinticinco por ciento del nuevo valor nominal asignado queda cubierto por las aportaciones anteriores (RR. de 18 y 19 de noviembre de 1991, y 26 de marzo y 22 de junio de 1992).

La necesidad del íntegro desembolso del capital en una sociedad limitada rige también en los supuestos de transformación, por este motivo si la sociedad que cambia su forma social es una anónima cuya capital no está completamente desembolsado, es preciso proceder simultáneamente a la reducción de capital mediante la condonación de los dividendos pasivos, con sujeción al régimen de la Ley de sociedades anónimas (RR. de 20 de febrero de 1996, 29 de marzo de 2000 y 23 de febrero de 2001)<sup>892</sup>. En las sociedades anónimas, cuando el

---

<sup>891</sup> En esta última aparece una interesante precisión sobre la función de la publicidad registral y la amplitud de la calificación del Registrador en relación a las aportaciones y el capital social: *“...debe tenerse en cuenta que tratándose de la inscripción de la sociedad en el Registro Mercantil, el reflejo en el asiento de la composición cualitativa de las aportaciones efectuadas tiene justificación, únicamente, en cuanto corroboración de la realidad de las mismas y su correspondencia con las participaciones asignadas en pago y no como proclamación erga omnes de la titularidad de los bienes respectivos; así se desprende tanto en la esencia y finalidad del Registro Mercantil (en cuanto institución encaminada a la publicidad de la estructura personal y régimen de funcionamiento de las entidades inscritas y no de la composición objetiva de su patrimonio), como de la existencia de otras instituciones registrales que atienden a la publicidad específica de las titularidades jurídico-reales...”*.

<sup>892</sup> El fundamento de estas Resoluciones debería buscarse en la necesidad de que concurren los elementos configuradores del tipo para estimar que estamos en presencia de una sociedad limitada. Sin embargo, la afirmación de que *“no resulta indiferente desde la perspectiva de los terceros –acreedores- que se cumplan los requisitos establecidos en la Ley de sociedades anónimas o en la Ley de sociedades de responsabilidad limitada”*, no ha sido asumida por la posterior R. de 16 de septiembre de 2009. Esta última, a partir de una serie de precisiones sobre el significado del *“carácter constitutivo”* que debe atribuirse a la inscripción en la transformación admite la inscripción simultánea de un acuerdo de transformación y una operación de reducción (de cuantía insignificante) y aumento de capital realizada ya con sujeción al régimen de las sociedades de responsabilidad limitada.

capital no haya sido completamente desembolsado, es preciso indicar la naturaleza dineraria o no dineraria de los desembolsos pendientes (R. de 5 de marzo de 1991), así como la forma y plazo en que habrán de hacerse efectivos (RR. de 15 de noviembre y 7 de diciembre de 1993). La inscripción de los sucesivos desembolsos ha de respetar el principio de tracto sucesivo, *“de suerte que los asientos vayan reflejando ordenadamente las sucesivas modificaciones sin saltos”* (R. de 25 de febrero de 2004).

## 3.2. El control externo

### 3.2.1. Las aportaciones dinerarias

Con anterioridad a la reforma de 1989 la efectiva realización de las aportaciones dinerarias resultaba únicamente de la declaración que al efecto debía incorporarse a la escritura de constitución o aumento de capital (la R. DGRN de 19 de mayo de 1977 interpretó este requisito con especial flexibilidad al entender que la manifestación de que se había realizado el desembolso total del capital llevaba implícito el ingreso del metálico aportado en la caja social). En la práctica no era infrecuente que la declaración de los fundadores no fuera acompañada de la puesta a disposición de la sociedad de las cantidades comprometidas. Esta práctica irregular (que, como veremos a continuación, resultaba ser una fuente de conflictos en el seno de las sociedades de capital) desapareció con la introducción de un mecanismo de verificación externa. A estos efectos, *“deberá acreditarse la realidad de las aportaciones dinerarias”* al Notario autorizante de la escritura de constitución, ejecución de aumento de capital social o, en las sociedades anónimas, de formalización de desembolsos pendientes. Este requisito puede cumplirse mediante *“certificación del depósito de las correspondientes cantidades a nombre de la sociedad en una entidad de crédito, que el Notario incorporará a la escritura”* o a través de su entrega al Notario para que lo constituya a nombre de la sociedad (artículos 40.1 TRLSA y 62.1 LSC), aun cuando esta última posibilidad es desconocida en la práctica. La certificación bancaria tiene una vigencia de dos meses (artículo 62.2 LSC) y deberá incorporarse a la escritura (artículos 133.1 y 189.1 RRM).

Aun cuando las reglas legales parecen dar a entender que las aportaciones dinerarias deberán realizarse por los propios socios en una entidad bancaria, cabe también un *“desembolso directo en la caja social”*, procediendo posteriormente los administradores a cumplimentar este ingreso y obtener la certificación que acredita la tenencia por la sociedad de tales cantidades (R. DGRN de 29 de junio de 1993). El ingreso deberá realizarse en una adecuada relación de proximidad temporal con la constitución o el aumento de capital, por lo que no cabe admitir a estos efectos una certificación relativa a unos ingresos efectuados con casi un año de anterioridad a la fecha de la junta en la que se acordó la ampliación: *“...la trascendencia del principio de realidad del capital social y el rigor de las cautelas establecidas por el legislador en garantía de su*

---

*cumplimiento impiden considerar suficientes, al objeto de acreditar la realidad de las aportaciones impuestas por el aumento de capital debatido, la certificación bancaria de unos ingresos que, por su fecha de realización no pueden obedecer razonablemente a tal objetivo...*”, sin perjuicio de que sea posible acudir a la vía del aumento por compensación de créditos (R. DGRN de 3 de diciembre de 1992, seguida por las de 23 de noviembre de 1995, 23 de enero de 1997 y 26 de febrero de 2000). Este criterio interpretativo ha tenido un reflejo normativo al establecerse posteriormente que *“la fecha del depósito no podrá ser anterior en más de dos meses a la de la escritura de constitución o la de aumento de capital”* (artículos 133.1 y 189.1, último inciso, RRM, en la redacción dada por el RD 1784/1996, de 19 de julio). La *“fecha”* del aumento debe entenderse referida a la del acuerdo y no a la de la escritura (R. de 11 de enero de 2005).

### 3.2.2. Las aportaciones no dinerarias

Las aportaciones no dinerarias en las sociedades anónimas y comanditarias por acciones han de ser objeto de valoración por un experto independiente designado por el Registrador mercantil (artículo 68 y ss. LSC). A diferencia de lo que sucede con el control externo de las aportaciones dinerarias, este expediente tiene muy escasa aplicación en la práctica<sup>893</sup>. Esta circunstancia se explica en parte por el hecho de que, como hemos visto, la sociedad anónima ha pasado a ser una forma social numéricamente minoritaria, pero, sobre todo, por la clara preferencia de los empresarios por la simplificación de trámites que ofrece la sociedad de responsabilidad limitada en el caso de que resulte necesario instrumentar la aportación de elementos patrimoniales concretos a una sociedad de capital. De la misma forma, el supuesto que está en el origen de la figura y remite al esquema de sociedad abierta es de la incorporación a una sociedad anónima de una empresa preexistente. A día de hoy, éste se lleva a cabo casi exclusivamente a través de alguna de las modalidades de modificación estructural. Por este motivo, apenas cabe reseñar resoluciones de la DGRN específicamente sobre este punto. El Centro Directivo ha entendido que si las aportaciones no dinerarias no se realizan totalmente en el momento de la suscripción, el informe del experto deberá reiterarse (R. de 8 de mayo de 1997), y que la intervención del experto resulta necesaria en cualquier supuesto distinto de la aportación de efectivo a una sociedad de capital, incluida la de una empresa (R. de 18 de junio de 1998)<sup>894</sup>.

<sup>893</sup> En el Registro Mercantil de Barcelona en los años 2007, 2008 y 2009 se tramitaron, respectivamente, 3, 3 y 5 expedientes de designación de experto en la constitución de sociedades anónimas. Las cifras son algo superiores en relación a los aumentos de capital: 40, 27 y 25 para cada uno de los tres años citados. Como punto de referencia, en el año 2009 se constituyeron 104 sociedades anónimas y se inscribieron 664 aumentos de capital. En ambos casos las aportaciones no dinerarias representan algo menos del 3% de las operaciones totales.

<sup>894</sup> En el supuesto debatido el recurrente estimaba que el supuesto no debía quedar sujeto a este régimen al no tratarse estrictamente de una *“aportación no dineraria”*. La DGRN al resolver el recurso formula una serie de consideraciones sobre la función asignada al experto: *“...la valoración por experto independiente de las aportaciones no dinerarias tiene la finalidad de asegurar la correcta composición cuantitativa del capital social, al evitar que sirvan de cobertura a éste prestaciones ficticias o valoradas con exceso. Por ello, es indiscutible la*

### 3.2.3. Las adquisiciones sobrevenidas

Si las aportaciones no dinerarias a sociedades anónimas son muy poco frecuentes, la aprobación y valoración de las adquisiciones onerosas realizadas dentro de los dos años siguientes a la inscripción de la constitución o la transformación en el Registro Mercantil son absolutamente desconocidas en la vida ordinaria de las sociedades de capital<sup>895</sup>. La DGRN sólo ha tenido ocasión de pronunciarse en una ocasión sobre este tema, en la que, a partir de una interpretación amplia del concepto de “operaciones ordinarias” admitió la inscripción en el Registro de la Propiedad de una escritura de compraventa de una vivienda realizada por una sociedad cuyo objeto social consistía en la “construcción y reforma de toda clase de edificaciones”, sin necesidad de intervención del experto independiente (R. de 13 de diciembre de 1991)<sup>896</sup>.

### 3.3. La responsabilidad personal de fundadores, promotores y socios

La ley impone en ciertos casos una responsabilidad personal en relación a la integración del capital. En las sociedades anónimas, ésta se vincula a la especial significación que la Ley atribuye a la actuación de los socios fundadores y los promotores en el proceso constitutivo. En cualquier forma de sociedad de capital los “fundadores” responden solidariamente, “frente a la sociedad, los socios y los terceros”, de la constancia en la escritura de “las menciones exigidas por la Ley” y de la “exactitud de cuantas declaraciones se hagan en aquélla” (artículo 30.1 LSC), entre ellas, lógicamente, las relativas a la suscripción o el desembolso del capital. En la constitución de la sociedad anónima, los fundadores responden, además, “de la realidad de las aportaciones sociales y de la valoración de las no dinerarias” (artículo 77,1). La misma idea se repite en relación a la constitución sucesiva. Los promotores responden “de los desembolsos iniciales exigidos en el programa de fundación y de su adecuada inversión” y de la “realidad y la efectiva entrega a la sociedad de las aportaciones no dinerarias” (artículo 54). La Ley contiene una previsión específica para el caso de suscripción de acciones propias en la constitución, al imponer solidariamente la obligación de desembolsar a los socios fundadores o

---

*aplicabilidad de dicha cautela a la aportación de un objeto como la empresa que, precisamente por su naturaleza, ha de ser sometida a un estricto control de valoración, en aras del principio de realidad e integridad del capital social...”*

<sup>895</sup> En el periodo 2001 a 2010 sólo se tramitó un expediente de esta naturaleza en el Registro Mercantil de Barcelona.

<sup>896</sup> De forma incidental, el Centro Directivo recoge en la Resolución la opinión común que estima que las cautelas que en este caso establece la Ley “tienen por objeto garantizar la realidad del capital social en las adquisiciones inmediatamente posteriores a la constitución, estableciendo para ello garantías análogas a las previstas para las aportaciones sociales”.

los promotores (artículo 136.2 LSC)<sup>897</sup>. En la sociedad de responsabilidad limitada, por el contrario, forma parte de la regulación de las aportaciones no dinerarias. Al margen del tratamiento común de la obligación de entrega y saneamiento, (artículos 64 a 66 LSC), los fundadores, quienes ostenten la condición de socio en el momento de acordarse el aumento de capital y los ulteriores adquirentes de las participaciones de la sociedad responden solidariamente de la realidad de las aportaciones no dinerarias y del valor asignado a las mismas (artículos 73 a 76 LSC)<sup>898</sup>.

La efectiva exigencia de responsabilidad exige la identificación a través del Registro Mercantil de los sujetos a quienes afecta<sup>899</sup>. Por este motivo, en la primera inscripción practicada en la hoja abierta a la sociedad (necesariamente la motivada por la constitución, de conformidad con el artículo 94.1,1º RRM) se ha de hacer constar *“la identidad del socio o socios fundadores”* y, en el caso de constitución sucesiva de una sociedad anónima, *“la identidad de los promotores”* (artículos 114.1,1º y 175.1,1º RRM). Con el mismo fundamento, en la inscripción de aumento de capital en las sociedades limitadas se exigía la indicación de *“la identidad de las personas a quienes se hayan adjudicado las participaciones en los casos en que el contravalor del aumento de capital consista en aportaciones no dinerarias, en la compensación de créditos contra la sociedad o en la transformación de reservas o beneficios”* (artículo 200,3º RRM). Este último requisito ha sido notablemente ampliado por la LSC, al margen de cualquier consideración sobre la naturaleza de la contraprestación o el régimen de responsabilidad aplicable. Al regular *“la inscripción de la operación de aumento”* (según reza el epígrafe de la Sección correspondiente) exige que en la escritura que motiva el asiento se haga constar la *“identidad de las personas”* a las que se hubieran adjudicado las nuevas participaciones o acciones, *“en el caso de las sociedades de responsabilidad limitada o de las anónimas no cotizadas”* (artículo 314)<sup>900</sup>. El Registro no permite identificar, en

---

<sup>897</sup> Lógicamente, en nuestro sistema no cabe pensar en que pueda llegar autorizarse e inscribirse una escritura de constitución de sociedad anónima en la que una porción de las acciones sean suscritas por la propia sociedad (con infracción de la regla prohibitiva del artículo 134), por lo que, en la práctica, la previsión legal deberá reconducirse a los supuestos de suscripción mediante persona interpuesta (artículo 156 LSC).

<sup>898</sup> Sobre las particularidades de este último régimen de responsabilidad, véase *infra*, pp. xx y xx. En relación a la técnica de la responsabilidad personal como mecanismo de protección de acreedores, véase pp. 286 a 289.

<sup>899</sup> Las funciones atribuidas al Registro Mercantil han sufrido una considerable ampliación, pero el núcleo de la institución sigue consistiendo en la determinación de *“las relaciones de representación y responsabilidad de los empresarios”*, según la afortunada expresión que en su día empleara Joaquín GARRIGUES, *El Registro Mercantil en Derecho Español*, RCDI nº 69 y 70 (1930), p. 658.

<sup>900</sup> De esta forma queda superada definitivamente una anterior doctrina de la DGRN que había estimado que no era precisa la identificación de los suscriptores en los aumentos de capital de las sociedades anónimas por entender que *“...en los casos de ampliación del capital social, el objeto propio de la inscripción en el Registro Mercantil no son los singulares negocios de suscripción de las nuevas acciones creadas, y las consiguientes titularidades jurídico-reales que para la sociedad se derivan de ellos, sino la modificación de uno de los datos estructurales básicos de la sociedad inscrita, cual es la cifra de su capital social y el modo en que éste se halla representado...”* (R. de 18 de marzo de 1991). No es necesario, en cambio, que se

cambio, a los sucesivos adquirentes de las participaciones sociales, aun cuando sí será preciso concretar en la escritura de constitución o de ejecución del aumento de capital y en la correlativa inscripción las participaciones desembolsadas mediante una aportación no dineraria (artículos 63 LSC y 190 RRM)<sup>901</sup>.

El régimen de responsabilidad de fundadores y aportantes no ha suscitado el grado de litigiosidad que, en principio, hubiera sido de esperar. En relación a la obligación de saneamiento, sólo cabe reseñar en el último medio siglo dos fallos del Tribunal Supremo<sup>902</sup>. En el primero se declara la inaplicabilidad del supuesto de las reglas relativas a la rescisión por lesión, atendidas las diferencias entre compraventa y aportación a sociedad (sentencia de 13 de diciembre de 1981; sobre el mismo tema SAP de Barcelona de 14 de febrero de 1996). El segundo reconoce a la sociedad la posibilidad de ejercitar indistintamente la acción de reparación consagrada en la legislación civil (en este caso, la derivada del artículo 1591 CC) o la reconocida en la legislación societaria (sentencia de 6 de febrero de 1991). En cuanto a la responsabilidad de los fundadores en cuanto tales (artículos LSA de 1951, 18 TRLSA y 30 y 77 LSC), una decisión habitualmente reseñada<sup>903</sup> (la STS de 19 de junio de 1992) en realidad no se refiere a esta cuestión sino al carácter fiduciario con el que en la constitución de una sociedad anónima habían actuado los demandados, en razón de determinadas exigencias de índole administrativa derivadas de la concesión cuya explotación constituía el objeto de la empresa. En los más de

---

reiteren las circunstancias identificativas de los socios (en los términos que resultan del artículo 38 RRM), cuando éstas resultan ya del Registro y no han sufrido alteración (R. DGRN de 1 de febrero de 2005).

<sup>901</sup> El referido precepto de la LSC ha generalizado una previsión que anteriormente sólo afectaba a las sociedades de responsabilidad limitada (artículo 20.1 LSRL). Bajo la vigencia de la LSA de 1951 y el TRLSA de 1989 se había estimado, en cambio, que ante la ausencia de toda disposición legal o reglamentaria, la identificación de las acciones desembolsadas mediante una aportación no dineraria no podía considerarse como un requisito necesario para la inscripción de la constitución de una sociedad anónima (R. DGRN de 9 de abril de 1986). Las previsiones legales vigentes son susceptibles de una doble interpretación. La concreción de las participaciones asignadas en pago puede referirse a la aportación no dineraria en su conjunto o a cada uno de los bienes aportados. La DGRN se ha inclinado por la segunda posibilidad al entender que *“tan sólo así podrá identificarse en el futuro a uno de los sujetos legalmente responsables del valor y la identidad de la aportación”* (RR. de 14 de mayo de 1990 y 25 de septiembre de 2003). Este criterio ha sido confirmado por la Audiencia Provincial de Madrid (en sentencia de 13 de noviembre de 2008) en la impugnación de una resolución del Centro Directivo por silencio administrativo positivo en un recurso contra la calificación del Registrador. El órgano jurisdiccional estima que en otro caso resultaría *“ilusorio el régimen de responsabilidad”*.

<sup>902</sup> Junto a la información que proporcionan las bases de datos hoy disponibles, cabe encontrar una ordenación sistemática de la jurisprudencia societaria en Juan CARRERA GIRAL, *Ley de Sociedades Anónimas*, Barcelona (1991); María Luisa APARICIO GONZÁLEZ y Alberto J. DE MARTÍN MUÑOZ, *La sociedad anónima. Legislación, jurisprudencia y bibliografía*, Madrid (1999); Francisco MARÍN CASTÁN, *Sociedades anónimas y de responsabilidad limitada*, Madrid (2007) y Eduardo VALPUESTA GASTAMINZA, *Sociedades anónimas y de responsabilidad limitada: legislación concordada, jurisprudencia y bibliografía*, Madrid (2007).

<sup>903</sup> M. A. APARICIO GONZÁLEZ y A. J. DE MARTÍN MUÑOZ, *ob. cit.*, p. 169 y E. VALPUESTA GASTAMINZA, *ob. cit.*, p. 107.

quince años transcurridos desde la entrada en vigor de la LSRL de 1995 no ha recaído ninguna sentencia del Tribunal Supremo sobre la eventual responsabilidad derivada de la realidad y valoración de las aportaciones en la sociedad de responsabilidad limitada<sup>904</sup>.

Existen diversos factores que hacen especialmente llamativa la ausencia de jurisprudencia en relación a las sociedades limitadas. En primer lugar, el hecho de que se trata la forma que adoptan, con gran diferencia, el mayor número de compañías. En segundo término, porque el régimen de responsabilidad había sido configurado por el legislador como la pieza básica del régimen de las aportaciones y, en el *derecho vivo* de las sociedades mercantiles, ha sido totalmente ignorada la opción que la Ley concede a los socios de eludir su responsabilidad mediante una valoración externa de las aportaciones no dinerarias, en los términos previstos para las sociedades anónimas (artículo 21.5 LSRL y 76 LSC)<sup>905</sup>. En la práctica, además, la ausencia de todo control acerca de la realidad y la valoración de las aportaciones no dinerarias las ha convertido en una vía muy flexible de dar cumplimiento a las exigencias legales relativas a la dotación y la cuantía del capital<sup>906</sup>. El modesto papel que parece desempeñar la responsabilidad personal de los aportantes en el ámbito de las explotaciones de reducida dimensión remite a un modelo sociológico en el que los acreedores (y, en especial, los que disponen de capacidad para imponer sus propias condiciones) protegen sus intereses a través de algún tipo de garantía independiente, proporcionada por los socios al margen de la disciplina del capital social. No muy distinta es la situación en el momento fundacional de las sociedades anónimas. Aunque todavía esté presente en los textos legales vigentes, a día de hoy es completamente desconocido el esquema habitual de las compañías por acciones del Siglo XIX en el que uno o varios promotores conseguían atraer desde un primer momento una masa significativa de inversores.

---

<sup>904</sup> Tampoco son frecuentes las decisiones de las Audiencias Provinciales sobre esta tema. En un supuesto de aumento de capital acordado en junta universal, se estima que no cabe ejercitar la acción derivada del antiguo artículo 21 LSRL (hoy artículo 73 LSC) el socio que votó a favor del acuerdo, a pesar de que, al aportarse como libre una finca que estaba gravada, se estima que se había producido efectivamente una alteración del “*valor económico de los bienes*”, (SAP de La Coruña de 11 de abril de 2002). En otro caso, el Tribunal se inclina por la corrección de la valoración dada a la aportación social, basándose, entre otros elementos de juicio, en un informe pericial aportado a los autos (SAP de Valencia de 20 de marzo de 2007).

<sup>905</sup> Las estadísticas oficiales del Colegio de Registradores no ofrecen datos relativos a los expedientes de designación de expertos y auditores por los Registradores Mercantiles. En el Registro Mercantil de Barcelona, en los diez años comprendidos entre 2001 y 2010 sólo se han tramitado 4 solicitudes de designación de experto a los efectos previstos en el artículo 21.5 LSRL (hoy artículo 76 LSRL). La significación de esta cifra se pone de manifiesto si se compara con las 11.374 constituciones y los 5.224 aumentos de capital practicados sólo en el año 2009 en la provincia de Barcelona.

<sup>906</sup> Incluso ante una cifra de capital mínimo relativamente baja como la que se contempla en nuestro país, es bastante frecuente que en la escritura de constitución se reseñen como objeto de la aportación elementos materiales de la más diversa índole (mobiliario de oficina, material informático, existencias etc.), en muchas ocasiones sin una específica relación con el objeto social, que se valoran discrecionalmente por los fundadores en una cuantía necesaria para evitar la necesidad de realizar aportaciones adicionales en efectivo.

### 3.4. La responsabilidad de los administradores

Ninguna responsabilidad impone la Ley a los administradores en relación a la integración del capital en la constitución de la sociedad. Se trata de una solución lógica dado que, en cuanto órgano social, son ajenos al proceso fundacional. La situación es distinta en los aumentos de capital. En esta operación corresponde a los administradores tanto la iniciativa como la ejecución material del acuerdo<sup>907</sup>. Por este motivo, en las sociedades anónimas la Ley les impone la obligación de desembolsar las acciones que, en un acuerdo social, puedan llegar a ser suscritas por la propia sociedad (artículo 136.2 LSC). Tratándose de sociedades de responsabilidad limitada, en caso de aportación no dineraria, *“también responderán solidariamente los administradores por la diferencia entre la valoración que hubiesen realizado y el valor real de las aportaciones”* (artículo 73.3, último inciso). Al margen de las concretas previsiones anteriores, no cabe duda que, dentro del marco general de los deberes de los administradores (artículos 225 y ss. LSC), incumbe a éstos realizar materialmente todas las operaciones necesarias para asegurar la efectiva integración del capital durante la vida de la sociedad. Las eventuales infracciones del deber de diligencia quedarán sometidas a los principios generales que regulan la responsabilidad de quienes integran el órgano de administración (artículos 236 a 241 LSC).

Así por ejemplo, a los efectos de hacer efectivo el pago de los desembolsos pendientes (la STS de 23 de junio de 2006 toma en consideración la falta de desembolso del capital para cualificar la responsabilidad de los administradores en un supuesto de pérdida de capital). También en relación a las aportaciones que no llegaron a materializarse. En un supuesto en el que el carácter taxativo de las causas de nulidad impedía seguir esta vía, el Tribunal Supremo formula una interesante reflexión sobre el tratamiento de este tipo de situaciones: *“..declarada la nulidad de tales aportaciones, pero no de otras ni de la sociedad, incumbe a los administradores, bajo su responsabilidad, adoptar todas las medidas precisas, a iniciativa propia o de los accionistas, para regularizar la situación, bien de un modo que permita la continuidad de la sociedad, bien con vistas a su disolución...”* (STS de 10 de octubre de 2002). En cambio, no se aprecia responsabilidad por el hecho de el ingreso de las cantidades que constituyen la contrapartida se realice en una cuenta de crédito y no en una cuenta corriente: *“...ningún precepto de la LSA exige una determinada forma de hacerlo ni una inmovilización del capital a modo de fetiche. El importe de la ampliación puede ir destinado al pago de deudas sociales y, por tanto, aparecer dentro de una cuenta de crédito como haber de la sociedad que enjugó o enjugará partidas negativas de la misma durante la vigencia de la cuenta de crédito”* (STS de 28 de junio de 2000).

---

<sup>907</sup> Véase, A. ROJO, *El acuerdo de aumento....*, pp. 2352 a 2358, y *El aumento del capital....*, pp. 819 a 821.

### 3.5. La nulidad de la sociedad

Las causas de nulidad de la sociedad de capital inscrita responden a un catálogo taxativo y han de ser objeto de interpretación estricta (artículos 11.2 del texto original de la Directiva 68/151/CEE, 12,b en la versión codificada de la Directiva 2009/101/CE y artículo 56.1 LSC)<sup>908</sup>. No basta, por tanto, la concurrencia de cualquier infracción de las reglas relativas a la integración del capital para fundamentar el ejercicio de la acción de nulidad. Esta posibilidad queda circunscrita a dos supuestos concretos. En primero de ellos tiene un alcance estrictamente formal: la “no expresión” en la escritura de constitución de “las aportaciones de los socios” o en los estatutos de “la cifra de capital y las aportaciones de los socios” (artículos 11.2,c de la Directiva 68/151/CEE, 12,b,iii de la versión codificada y 56.1,c y f LSC). La causa de nulidad se circunscribe a la omisión de determinadas indicaciones, no a la incompatibilidad del contenido de la escritura o los estatutos con el régimen legal. Por ejemplo, si se hubiera consignado una cifra de capital inferior a la exigida en la Ley<sup>909</sup>. El segundo, por el contrario, hace referencia a un requisito de carácter material: el “no haberse desembolsado íntegramente el capital en las sociedades de responsabilidad limitada” o “no haberse realizado el desembolso mínimo exigido por la Ley en las sociedades anónimas” (artículos 11.2,d de la Directiva 68/151/CEE, 12,b,iv de la versión codificada y 56.1,g LSC).

La nulidad de las sociedades de capital desempeña un papel muy modesto como mecanismo de *enforcement* de la disciplina del capital. En primer lugar, en razón del tratamiento normativo de la figura. El interés jurídico protegido aquí de forma predominante es el de los terceros que contratan con la sociedad y no el de la efectividad o realidad de las aportaciones a las sociedades de capital<sup>910</sup>. Por otra parte, de nuevo, la necesaria documentación en escritura pública del contrato fundacional y las garantías derivadas del proceso de inscripción en el Registro Mercantil excluyen, en la práctica, el juego, ya de por sí estrecho, de las causas de nulidad<sup>911</sup>. Al margen del control de la legalidad que corresponde al registrador, el carácter mecanizado e informatizado de los procesos internos del Registro impide que puedan llegar a extenderse los

---

<sup>908</sup> Véase, *infra*, pp. 139 y 140.

<sup>909</sup> La lógica del esquema legal se ha tratado de encontrar en la idea de que el interés jurídico protegido no es tanto la integridad del capital, sino la identificación y la caracterización de la organización social en el tráfico. El elemento relevante no sería la existencia o no de aportaciones o capital, sino la imposibilidad en que se encontrarían los terceros de conocer las características básicas de la sociedad; en el caso del capital, el vínculo de indisponibilidad sobre el patrimonio social. En este sentido, G. J. JIMÉNEZ SÁNCHEZ y A. DÍAZ MORENO, *ob. cit.*, pp. 76 y 77.

<sup>910</sup> Véase, *infra*, pp. 196.

<sup>911</sup> V. M. GARRIDO DE PALMA, *Las sociedades...*, p. 156; G. J. JIMÉNEZ SÁNCHEZ y A. DÍAZ MORENO, *ob. cit.*, pp. 16, 17 y 73; F. MARTINEZ SANZ, *ob. cit.*, pp. 24 y 25; Rodrigo URÍA, Aurelio MENÉNDEZ y Javier GARCÍA DE ENTERRÍA, en R. URÍA y A. MENÉNDEZ, *Curso...*, volumen I, p. 843; José Manuel EMBID IRUJO, *Artículo 34. Causas de nulidad – Artículo 35. Efectos de la declaración de nulidad*, en I. ARROYO, J. M. EMBID y C. GÓRRIZ, *Comentarios...*, Volumen I, p. 406.

asientos con omisión de las referencias a la cifra del capital o las aportaciones de los socios<sup>912</sup>, o que el proceso de inscripción pueda completarse en ausencia de los mecanismos de verificación externa de la realidad o la valoración de las aportaciones (artículos 62 y 67 LSC). La nulidad sólo podrá producirse en supuestos residuales como el de la falsificación de la certificación relativa al ingreso de la aportación dineraria en la entidad de crédito<sup>913</sup>.

De hecho, sólo cabe reseñar una decisión del Tribunal Supremo en la que se haya declarado la nulidad de una sociedad en razón de la falta de desembolso del capital social (la sentencia de 4 de junio de 1992). Se trataba de una sociedad constituida en el año 1987 con arreglo a las previsiones de la LSA de 1951. La inexistencia de un trámite externo de verificación había permitido una situación en la que no se habían realizado efectivamente las aportaciones dinerarias comprometidas, a pesar de la declaración que acerca de su cumplimiento contenía la escritura de constitución. En cambio, la insuficiencia de las aportaciones no dinerarias no puede equipararse a la falta de desembolso, sino que constituye a un supuesto de responsabilidad del experto independiente (en las sociedades anónimas, artículo 68 LSC) o de los socios y administradores (en las sociedades de responsabilidad limitada (artículos 73 a 76 LSC). En esta línea se desenvuelve la escasa jurisprudencia recaída sobre la materia. La eventual resolución del derecho del aportante no implica que el capital no hubiera quedado desembolsado en su momento, puesto que llegó a producirse el correspondiente efecto traslativo (STS de 14 de noviembre de 1992). De la misma forma, no procede la nulidad de la sociedad aun en el supuesto en que se declare la nulidad de las aportaciones no dinerarias, *“por no responder a una verdadera voluntad de aportación a la sociedad, sino a la intención [de los aportantes] de distraer sus bienes”* (STS de 10 de octubre de 2002).

Llama la atención el silencio de la Ley sobre una cuestión esencial, como es la determinación de quienes se encuentran legitimados para ejercitar la acción de nulidad<sup>914</sup>. Parece que habrá de reconocerse esta posibilidad a *“cualquier*

---

<sup>912</sup> La aparente sencillez de las exigencias legales no ha impedido la existencia de numerosos pronunciamientos de la DGRN en relación a la configuración formal del capital y las acciones. La Dirección General había declarado que no es preciso establecer una numeración separada para las acciones adjudicadas en pago de aportaciones dinerarias y no dinerarias (R. de 9 de abril de 1986), ni consignar la numeración correlativa de las acciones en los estatutos cuando ésta indicación ya resultada de la escritura posterior (R. de 20 de marzo de 1987, cuyo criterio fue superado por la normativa posterior: artículos 9,g TRLSA, 23,d LSC y 122 RRM). Tras la reforma de 1989 el Centro Directivo entendió que cabe la posibilidad de emitir una serie de acciones con idéntico valor nominal y derechos que otra preexistente (R. de 1 de febrero de 1991), que debe expresarse en los estatutos si está prevista o no la emisión de títulos múltiples (R. de 12 de marzo de 1991), o que la indicación del carácter nominativo de las acciones presupone su representación por medio de títulos (R. de 18 de marzo de 1993). Con ocasión de la introducción del euro y la necesaria conversión de la cifra de capital y el valor nominal de las acciones se admitió la posibilidad de que este último pudiera expresarse con más de dos decimales (RR. de 25 de mayo, 9 de octubre de 2001, 23 de enero y 3 de marzo de 2003, y 28 de octubre de 2009), aun cuando de esta forma en un aumento de capital posterior con emisión de nuevas acciones pueda aparecer una diferencia irrelevante entre el valor nominal agregado de las acciones y la cifra de capital (R. de 10 de octubre de 2001).

<sup>913</sup> G. J. JIMÉNEZ SÁNCHEZ y A. DÍAZ MORENO, *ob. cit.*, p. 85.

*interesado*”, en los mismos términos en los que la ley atribuye la facultad de instar judicialmente la disolución de la sociedad (cuyos efectos son coincidentes son los de la declaración de nulidad, de acuerdo con el artículo 57.1 LSC) en caso de pérdida de más de la mitad del capital (artículos 363.1,d y 366.1 LSC). No cabe duda de que podrán pedir la nulidad los socios que sí realizaron efectivamente su desembolso (la STS de 4 de junio de 1992 estimó que el mero hecho de concurrir a la escritura de constitución no significa que se les puede aplicar la doctrina de los actos propios). Debe reconocerse también esta posibilidad a los administradores. No sólo en la medida en que también están legitimados para la impugnación de los acuerdos sociales (artículo 206.1 LSC), sino como forma de enervar la responsabilidad que pudiera afectarles por permitir la actuación en tráfico de una sociedad que no ha cumplido con una exigencia legal básica como es la de una adecuada dotación de su fondo de capital<sup>915</sup>. Mayores dificultades suscita la concreción del interés que pudieran alegar los acreedores cuya posición no se verá afectada por la apertura de la liquidación<sup>916</sup>.

### 3.6. Los desembolsos pendientes

Los antiguamente llamados “*dividendos pasivos*” debieron desempeñar un papel muy relevante en una etapa histórica en la que las sociedades anónimas colocaban directamente sus acciones entre el público inversor. El extraordinario desarrollo que en la actualidad presentan tanto los mercados financieros como los servicios especializados asociados a los mismos, han reducido notablemente el interés de lo que no deja de ser una técnica encaminada a facilitar la colocación de las acciones. No por ello se trata de una figura desconocida en nuestra práctica societaria<sup>917</sup>, aun cuando la aparente ventaja

---

<sup>914</sup> V. M. GARRIDO DE PALMA, *Las sociedades...*, p. 157; Joaquín LANZAS GALVACHE, *Comentarios prácticos a la Ley de sociedades anónimas y Reglamento del Registro Mercantil en lo aplicable a dicho tipo societario*, Madrid (1991), p. 68; G. J. JIMÉNEZ SÁNCHEZ y A. DÍAZ MORENO, *ob. cit.*, p. 127; J. M. EMBID IRUJO, *Artículo 34...*, pp. 412y 413.

<sup>915</sup> G. J. JIMÉNEZ SÁNCHEZ y A. DÍAZ MORENO, *ob. cit.*, p. 127.

<sup>916</sup> F. MARTINEZ SANZ, *ob. cit.*, p. 26.

<sup>917</sup> La estadística mercantil elaborada anualmente por el Colegio de Registradores refleja la existencia de un porcentaje modesto de capital no desembolsado en la constitución de las sociedades anónimas, aunque con tendencia al alza. Probablemente se trata de un fenómeno coyuntural que debe relacionarse con la restricción crediticia que constituye uno de los aspectos más destacado de la actual crisis económica. En el año 1998 se constituyeron 4.193 sociedades anónimas con un capital suscrito equivalente a 4.978 millones de euros, de los cuales se desembolsaron 4.624 millones (esto es, el 93%). En el año 1999 las cifras correspondientes fueron de 4.553 sociedades, con 4.170 millones de euros de capital suscrito y un desembolso de 3718 millones (el 89%). Diez años después los datos disponibles muestran un cierto cambio. En 2008 se constituyeron 1.236 sociedades anónimas, con un capital suscrito de 1.917 millones de euros y un desembolso de 1.468 millones (el 77%), y en 2009, 767 sociedades, con un capital suscrito de 730 millones de euros y un desembolso de 488 millones (esto es, el 69%). Las cifras anteriores pueden considerarse un indicador bastante fiable de la importancia del aplazamiento del desembolso en las compañías no cotizadas (aun cuando se trata de datos agregados, no se “*constituyen*” sociedades cotizadas). En cambio, no hay

comparativa que proporciona a la forma anónima sobre la limitada no tenga un reflejo significativo en las preferencias de los operadores económicos en relación a las diversas formas sociales<sup>918</sup>.

La Ley contempla diversos mecanismos encaminados a asegurar la efectividad de las aportaciones comprometidas por los accionistas. El accionista en mora no podrá ejercitar el derecho de voto (artículo 83.1 LSC), aunque no pierde la facultad de solicitar la convocatoria de la junta (R. DGRN de 13 de enero de 1994). Tampoco podrá percibir dividendos, ni ejercitar el derecho a la (aquí llamada todavía) “*suscripción preferente*” de nuevas acciones o de obligaciones convertibles (artículo 83.2 LSC). Según la opinión común, el accionista se encontraba en mora de forma automática, sin necesidad de intimación (de acuerdo con la regla general del artículo 63,1º C. Com.), una vez vencido el plazo fijado en los estatutos o (antes de la reforma de 2009), el acordado o decidido por los administradores de la sociedad<sup>919</sup>. Este régimen ha sido modificado por la Ley 3/2009. Aun cuando los estatutos hubieran determinado una fecha cierta en la que deba realizarse la aportación, es preciso que la exigencia de pago se notifique a los interesados o se anuncie en el Boletín Oficial del Registro Mercantil, debiendo mediar, al menos, un mes, entre la fecha de envío de la comunicación o el anuncio y la fecha del pago (artículo 81.2 LSC)<sup>920</sup>.

---

indicios de su utilización por las sociedades cotizadas, a pesar de ser una posibilidad que expresamente reconoce la Ley (véase al respecto el artículo 84.2,I LSC). Esta circunstancia se explica tanto por razones operativas como por el hecho de que, al tratarse por lo general de compañías con una posición bien asentada en el mercado, el capital nominal representa una fracción muy pequeña de sus recursos patrimoniales. Por este motivo en las ampliaciones de capital (en las que resulta decisivo el peso económico de las sociedades cotizadas) apenas tienen presencia los desembolsos pendientes. En 1998 se realizaron 8.804 ampliaciones con un capital suscrito de 12.555 millones de euros y un desembolso de 11.896 millones (el 95%). Las cifras correspondientes al año 1999 fueron 7.388 operaciones, por un total de 20.494 millones suscritos, y 19.441 millones desembolsados (el 95%). En 2008 se contabilizaron 4.424 ampliaciones con 21.119 millones suscritos y 20.159 desembolsados (también el 95%). En 2009, 3.773 ampliaciones, con un capital suscrito de 14.612 millones, de los que se desembolsaron 13.576 (el 92%). Ha de tenerse en cuenta, en todo caso, que las cifras anteriores incluyen los aumentos de capital con cargo a reservas en los que la emisión de las nuevas acciones no va acompañada de una nueva aportación patrimonial.

<sup>918</sup> Al respecto, véase *infra*, pp. 7 y 8.

<sup>919</sup> Rodrigo URÍA, Aurelio MENÉNDEZ y Javier GARCÍA DE ENTERRÍA, en R. URÍA – A. MENÉNDEZ, *Curso...*, Tomo I, p. 857; Jorge MIQUEL RODRÍGUEZ, *Artículo 43. Mora del accionista*, en I. ARROYO, J. M. EMBID y C. GÓRRIZ, *Comentarios...*, Volumen I, p. 483; L. FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, *Derecho...*, Volumen I, pp. 342 y 343.

<sup>920</sup> La nueva regulación introducida en 2009 comprende, por tanto, dos aspectos: la desaparición de la regla supletoria que, en defecto de previsión estatutaria, encomendaba a los administradores la decisión sobre el pago de los desembolsos pendientes y la exigencia de notificación o publicación. El primero de ellos tiene una significación formal. Impone la necesaria incorporación de una mención específica a los estatutos cuando el capital no haya sido completamente desembolsado. No obstante nada impide que los propios estatutos prevean algún tipo de actuación o decisión de los órganos sociales. Así lo da a entender el tenor literal de la Ley, que sólo exige la determinación de “*la forma y el plazo máximo*” en el que el capital habrá de quedar desembolsado (artículo 23,d,III LSC). Por otra parte, desde un punto de vista sistemático, el sistema de notificaciones previsto parece presuponer la

Con independencia de la privación de derechos, la sociedad podrá reclamar el cumplimiento de la obligación de desembolso con abono del interés legal y de los daños y perjuicios causados o enajenar las acciones *“por cuenta y riesgo del socio moroso”* (artículo 84.1). La primera posibilidad no presenta más dificultad que la de la prueba de la existencia de la deuda (que fue cuestión debatida en las SS. de 29 de septiembre de 1993 y 1 de junio de 1999). La sociedad podrá acudir directamente a la vía ejecutiva cuando la suscripción de las acciones resulta de escritura pública o de póliza intervenida (artículo 517.2,4º y 5º LEC). La efectividad del crédito de la sociedad frente a los suscriptores se ve notablemente reforzada por la posibilidad de dirigir la reclamación contra cualquiera de los sucesivos titulares de las acciones no liberadas, *“a elección de los administradores de la sociedad”* (artículo 85.1 LSC). La responsabilidad tiene un plazo de duración de tres años desde la fecha de la respectiva transmisión (artículo 85.3 LSC). El régimen legal descansa en la posibilidad de conocer, a través de la consulta del Registro, el porcentaje exacto de desembolso de cada una de las acciones que integran el capital social. Por este motivo, la escritura en la que se declare el desembolso deberá indicar el objeto de la aportación, su valor y *“la consiguiente liberación total o parcial de cada una de las acciones a las que afecte”* (artículo 135.1 RRM)<sup>921</sup>. La oponibilidad a terceros deriva exclusivamente de los pronunciamientos del Registro (artículo 21 C. Com.), por lo que la errónea declaración del agente mediador en relación al desembolso de las acciones no impide la reclamación de la sociedad (STS de 13 de febrero de 1968).

Cuando deba procederse a la venta de las acciones, la enajenación se verificará por medio de un miembro del mercado secundario oficial en el que estuvieran admitidas a negociación o por medio de fedatario público y llevará aparejado, en su caso, la sustitución del título original por un duplicado (artículo 84.2,I LSC). Si la venta no pudiera efectuarse, las acciones serán amortizadas, con la consiguiente reducción de capital, *“quedando en beneficio de la sociedad las cantidades ya desembolsadas”* (artículo 84.2,II). En ambos casos será preciso acreditar los presupuestos que legitiman el ejercicio de un poder de disposición de naturaleza excepcional. La DGRN consideró correcta la actuación del Notario que se había negado a autorizar una escritura de venta forzosa de acciones en relación a unas acciones emitidas bajo el régimen de la LSA de 1951. El capital se había declarado íntegramente desembolsado en efectivo metálico en la escritura de constitución, y la alegada falta de desembolso resultaba de la documentación interna de la sociedad y de un informe elaborado por una firma de auditoría. El Centro Directivo considera *“la doctrina de los actos propios y la eficacia probatoria que las declaraciones de*

---

concreción del momento del pago en virtud de una decisión de los administradores o la junta, dentro de un marco definido en los estatutos.

<sup>921</sup> La R. DGRN de 8 de julio 1992 formuló una serie de precisiones de carácter formal, al entender que no es preciso incorporar a la escritura de desembolso el acuerdo del órgano social en el que se decidió el abono de los dividendos pasivos ni *“la nueva redacción del artículo estatutario referido al capital social que refleje la situación actual en cuanto al desembolso”*, sin perjuicio de la necesaria indicación en el título de *“la indicación de haberse efectuado aquél, su cuantía y las acciones a las que afecte”*.

*los contratantes producen entre ellos” impiden que “la pretensión de enajenación sea sustancialmente admisible” (R. de 9 de marzo de 1992).*

Las sociedades anónimas tienen a su disposición, por tanto, un conjunto de medidas muy enérgicas para asegurar la efectividad de las aportaciones comprometidas. Sin embargo, la aplicación del sistema puede encontrar dificultades prácticas en las sociedades de estructura cerrada con un número reducido de socios<sup>922</sup>. Al margen de la previsible preferencia en la mayoría de los casos por algún tipo de solución no contenciosa, puede darse el caso de que el incumplimiento afecte por igual a todos los socios llegándose, teóricamente, a una situación de bloqueo<sup>923</sup>. No es de extrañar, por tanto, que la litigiosidad en relación a los desembolsos pendientes aparezca asociada con frecuencia a situaciones de crisis empresarial, habitualmente tras la sustitución de los administradores originales. Así cabe reseñar dos sentencias en las que se estima la reclamación de una compañía reaseguradora en liquidación, por estar sujeto el demandado al régimen de responsabilidad solidaria previsto en la Ley (STS de 14 de junio de 1999), y tratarse de desembolsos exigidos con anterioridad a la apertura de la liquidación (STS de 6 de abril de 2001). De la misma forma, en el caso de una aseguradora intervenida, al resultar el patrimonio de la sociedad insuficiente para atender al pago del pasivo (STS de 21 de diciembre de 2004). En cambio, se rechaza la reclamación de la sindicatura de la quiebra por entender que el desembolso de las acciones se había realizado por compensación de créditos (STS de 1 de octubre de 2003).

### 3.7. Las aportaciones suplementarias

La categoría de las prestaciones accesorias podría dar cabida a la obligación de los socios de proporcionar a la sociedad recursos financieros adicionales a la sociedad, al margen de las aportaciones al capital social. En la práctica, la

---

<sup>922</sup> J. MIQUEL RODRÍGUEZ, *ob. cit.*, p. 477.

<sup>923</sup> En las sociedades integradas por un número reducido de socios, no es una hipótesis infrecuente la fijación de una fecha concreta para el desembolso en los estatutos sociales, sin que, una vez vencido el plazo se realice actuación alguna por parte de los órganos sociales o de los socios a título individual encaminada a proceder al abono de los mismos. La estricta aplicación del tenor literal de la norma legal conduciría a la disolución de la sociedad como consecuencia de la paralización de los órganos sociales (artículo 363.1,c LSC), al no poder ejercitar ninguno de los accionistas el derecho de voto (artículo 83.1 LSC). No obstante, ha de estimarse que esta última previsión legal está llamada a producir efectos exclusivamente en el ámbito de las relaciones internas de la compañías. De lo que se trata es de privilegiar la situación de los accionistas que realizaron puntualmente su aportación frente a los que incumplieron la obligación inicialmente asumida, de la misma forma que el porcentaje de capital desembolsado se toma en consideración a los efectos de la distribución de dividendos (artículo 275.1 LSC) o el abono de la cuota de liquidación (artículo 392.2 LSC). En el supuesto que estamos examinando ninguno de los accionista podrá hacer valer la aplicación de la norma legal frente a los demás (de acuerdo con el principio general del artículo 1305 C. C.). Cuestión distinta es la de que el acuerdo adoptado pueda equipararse a alguna forma de condonación de dividendos pasivos y susceptible de impugnación, por este motivo, por los administradores o por cualquier tercero que acredite un interés legítimo (artículo 206.1 LSC). Al respecto, véase, *infra*, pp. xx y xx.

DGRN ha limitado extraordinariamente esta posibilidad a través de una interpretación muy rigurosa de las exigencias legales de determinación del contenido de la prestación accesorio (artículo 86.1 LSC). Aun cuando el Centro Directivo admite de forma genérica la licitud de estas previsiones estatutarias, como un mecanismo estimable para evitar situaciones de infracapitalización, en los dos supuestos en los que ha debido pronunciarse sobre el tema ha acabado confirmando la calificación denegatoria del Registrador Mercantil. En el primero de ellos, porque quedaba al arbitrio de la junta de la sociedad la determinación del momento y la cuantía de la prestación a realizar, sin previsión alguna sobre los presupuestos o la eventual devolución (R. de 7 de marzo de 2000). En el segundo, por haberse determinado únicamente el límite máximo (que se fijaba en el valor nominal de las participaciones poseídas en una sociedad limitada) y no la cantidad concreta que podía quedar obligado a entregar cada uno de los socios (R. de 27 de julio de 2001).

## **4. El aumento y la reducción del capital social**

### **4.1. La inscripción en el Registro Mercantil**

#### **4.1.1. El aumento de capital**

La inscripción en el Registro Mercantil requiere que de la documentación presentada resulte el cumplimiento de todos los trámites y requisitos materiales de la operación (artículos 166, 167, 168, 198 y 199 RRM). Como regla general el aumento de capital sólo tendrá acceso al Registro tras la conclusión del proceso (salvo en las sociedades cotizadas, artículos 315 LSC y 165.2 RRM), aun cuando las menciones relativas al acuerdo y a su ejecución pueden consignarse en escrituras separadas (artículos 166.5 y 198.5 RRM y R. de 26 de agosto de 1998). A estos efectos, deberán reseñarse las circunstancias relativas al ejercicio del derecho de preferencia (artículos 166.2,III y IV y 198.1,2º y 4º RRM), a la suscripción de las acciones o la asunción de las participaciones, con indicación, en su caso, de haberse producido una suscripción o asunción incompleta, y al desembolso (artículos 166.4,1º y 198.4,1º RRM) y, si procediera, las relativas al pago de la prima (artículos 166.4,2º y 198.4,3º RRM). Cuando las acciones se hayan ofrecido al público, los administradores deberán realizar una manifestación específica en relación al boletín de suscripción. Tratándose de sociedades cotizadas, deberá acreditarse la verificación de la emisión por la CNMV (artículos 166.4,3º RRM).

También en este punto son muy numerosas las resoluciones de la DGRN. El Centro Directivo ha formulado diversas precisiones en relación al derecho de información de los socios (RR. de 7 de marzo de 1980, 16 de septiembre de 1993 y 7 de marzo de 1997) y se ha pronunciado, con bastante frecuencia, sobre el ejercicio del derecho de preferencia (RR. de 16 de septiembre de 1983, 7 de diciembre de 1985, 19 de mayo y 15 de noviembre de 1995, 26 de noviembre de 1999 y 23 de julio de 2003). Asimismo ha estimado que no puede inscribirse la ampliación cuando la ejecución no se ajusta a las previsiones del

acuerdo, ya en relación al plazo previsto para la suscripción (R. de 27 de enero de 1999), a la cuantía del aumento (RR. de 4 de octubre de 2000 y 21 de enero de 2006), o cuando, por haberse omitido la inscripción de acuerdos anteriores, la documentación presentada hace referencia a una situación que no concuerda con la que el Registro publica (R. de 25 de febrero de 2004) .

Las distintas modalidades de la ampliación en razón de la naturaleza de la contrapartida tienen reflejo en el proceso de inscripción. En las sociedades anónimas, cuando el contravalor consista en aportaciones no dinerarias, *“la escritura pública deberá expresar que las acciones anteriormente emitidas se encuentran completamente desembolsadas”* (artículo 168.1 RRM). No se acaba de entender del todo la función que pueda desempeñar esta manifestación de los administradores, dado que el desembolso de las acciones resultará del propio Registro (artículos 23,d,III LSC y 133 y 134 RRM). La DGRN ha interpretado el requisito del previo desembolso de forma taxativa (RR. de 28 de julio de 1993 y 29 de octubre de 1996). Si la aportación consistiera en aportaciones no dinerarias habrá que estar a las reglas generales (artículos 168.2 y 198.2 RRM). El Centro Directivo se pronunciado a favor de la posibilidad de ampliar capital con cargo a la prima de emisión (R. de 19 de febrero de 1972), aun cuando tras la reforma de 1989 esta operación queda sujeta a los requisitos generales de la ampliación con cargo a reservas (R. de 27 de marzo de 1991) y ha admitido fórmulas mixtas de desembolso a través de aportaciones dinerarias y no dinerarias (R. de 11 de octubre de 1993) o en efectivo metálico y con cargo a reservas (RR. de 4 de febrero de 2004 y 18 de diciembre de 2010), así como la posible configuración como aumento de capital la aportación de una rama de actividad (RR. de 10 de junio y 4 de octubre de 1994).

En el aumento con cargo a reservas, el balance junto con el informe del auditor se incorporará a la escritura, haciéndose constar en la inscripción el nombre del auditor y las fechas de verificación y aprobación del balance (artículo 168.4,II RRM). En la llamada *“compensación de créditos”*, junto con la adecuada descripción del crédito que se capitaliza, deberá incorporarse a la escritura la certificación del auditor en las sociedades anónimas (artículo 168.3,II RRM), o el informe de los administradores en las sociedades limitadas (artículo 199.3 RRM).

#### 4.1.2. La reducción de capital

Al igual que en relación al aumento, la inscripción de reducción de capital sólo puede practicarse una vez que se haya dado cumplimiento a los trámites asociados a la concreta modalidad de que se trate (artículos 170, 171 y 201 RRM), aun cuando las menciones relativas al acuerdo y a su ejecución pueden documentarse separadamente (artículos 170.7 y 201.6 RRM). En las sociedades anónimas, deberán acompañarse a la escritura los ejemplares de las publicaciones en que se hubieran realizado los anuncios exigidos por la Ley (artículo 170.3 RRM)<sup>924</sup>, o la oportuna manifestación relativa a su inserción en

---

<sup>924</sup> El mismo criterio habría que aplicar, en las sociedades de responsabilidad limitada, en relación a las publicaciones o a la notificación cuando se hubiera optado por el *“derecho*

la página web de la entidad (artículo 319 LSC, en la redacción dada por el Real Decreto-Ley 13/2010, de 3 de diciembre). La publicación es necesaria tanto en los supuestos de reducción real o efectiva como en los de reducción nominal o contable (RR. de 8 de junio de 1995 y 1 de octubre de 2004) y sólo puede dispensarse cuando vaya acompañada de un aumento de capital simultáneo y el capital resultante de la operación sea superior al fijado anteriormente (RR. de 28 de abril de 1994 y 18 de enero de 1995). La DGRN ha estimado que es necesario hacer constar en los anuncios el importe de la suma que se restituye a los socios, como elemento de juicio relevante para el ejercicio del derecho de oposición por los acreedores (RR. de 14 de julio de 1995 y 30 de octubre de 1998, aunque de forma mucho más matizada en la de 30 de enero de 2002). El carácter obligatorio que la reducción puede tener para las sociedades anónimas no excluye que el acuerdo deba adoptarse con los quórum y mayorías previstos con carácter general para la reducción de capital (R. de 8 de mayo de 1998).

En el caso de restitución de aportaciones, deberán reseñarse escritura las vicisitudes del ejercicio del derecho de oposición en las sociedades anónimas (artículo 170.4 RRM), o la identidad de las personas a quienes se hubiesen realizado o la declaración de haber quedado constituida la reserva indisponible prevista en la Ley en las sociedades limitadas (artículo 201.3,2º RRM). La escritura deberá contener, además, la declaración de que se han efectuado los reembolsos correspondientes a los socios (artículos 170.5 y 201.3,1º RRM)<sup>925</sup>. Cuando la reducción no afecte por igual a todos los socios, sólo podrá practicarse la inscripción si se acredita, en las sociedades anónimas, el cumplimiento de los requisitos específicos de la amortización (artículo 170.2 RRM y R. de 1 de marzo de 1999<sup>926</sup>) o de la oferta de adquisición (artículo 171.1 RRM). En las sociedades de responsabilidad limitada, se expresará en la escritura que ha recaído el consentimiento individual de los socios afectados (artículo 201.1,II RRM, en relación con el artículo 329 LSC). No es posible la inscripción de un acuerdo de reducción de capital son restitución de aportaciones en el periodo de liquidación (RR. de 22 de mayo y 23 de julio de 2001)<sup>927</sup>.

---

*estatutario de oposición*” como alternativa al régimen de responsabilidad de los socios en el caso de restitución de aportaciones (artículo 333 LSC). Se trata de una previsión que introdujo en su día la LSRL de 1995 (artículo 81), de la que las sociedades no hacen uso en la práctica. En un supuesto sujeto a la LSRL de 1953, la R. de 25 de julio de 1995 apuntaba, *obiter dicta*, la admisibilidad de la simple declaración de la inexistencia de acreedores como alternativa al régimen legal vigente en aquél momento, también basado en la notificación a los acreedores. Sobre el tratamiento del tema en la LSRL de 1953, *infra*, p. 264.

<sup>925</sup> En razón de los intereses involucrados, se exigen precisiones adicionales cuando la reducción de capital es consecuencia de la separación o exclusión de socios (artículos 208.1,2º y 3º RRM).

<sup>926</sup> No obstante, en el caso resuelto por la indicada Resolución se estimó que no era precisa la votación separada de los accionistas afectados por cuanto que los tres únicos a quienes se restituían las aportaciones habían concurrido al otorgamiento de la escritura de reducción de capital social.

<sup>927</sup> Argumenta la DGRN que las facultades de la junta en el periodo de liquidación *“ni son omnímodas ni menos pueden contravenir normas de derecho necesario”*, y que de las reglas legales resulta con claridad *“...un orden imperativo en la extinción de las relaciones jurídicas*

Tratándose de la reducción por pérdidas o para dotar la reserva legal deberá incorporarse a la escritura el balance que sirva de base a la operación, junto con el informe del auditor, *“haciéndose constar en la inscripción el nombre del auditor y las fechas de verificación y aprobación del balance”* (artículos 171.2,II y 201.4 RRM). La DGRN ha entendido que no es preciso acompañar el balance de situación en la llamada reducción con cargo a beneficios y reservas de libre disposición, siendo suficiente a estos efectos la declaración del otorgante relativa a la constitución de la reserva indisponible que exige la Ley (R. de 16 de febrero de 1993). También ha admitido la inscripción de una reducción de capital por pérdidas, aun existiendo desembolsos pendientes, dada la inexistencia de prohibición legal alguna al respecto, siempre que se impute la parte de capital reducido a la porción desembolsada del mismo, que ésta resulte superior al veinticinco por ciento del nuevo capital y que se no se altere el importe de los desembolsos comprometidos por los accionistas (R. de 19 de febrero de 1996). En un supuesto en el que el importe restituido a los socios de una sociedad limitada era inferior al valor nominal de las participaciones la DGRN estimó que no procede exigir que se constituya una reserva temporalmente indisponible por la diferencia, sino que ésta debe quedar sujeta al régimen de la reducción por pérdidas (R. de 27 de marzo de 2001).

## 4.2. El control externo

### 4.2.1. Las reservas disponibles y los créditos compensables en la ampliación de capital

La Ley establece un control externo en aquellos supuestos en los que la ampliación se realiza mediante el traspaso de la cuenta de reservas a la de capital o mediante compensación de créditos. Es decir, mediante una reestructuración de las cuentas de pasivo, sin el ingreso de nuevos elementos en el patrimonio social. El aumento de capital con cargo a reservas debe realizarse en base a un balance *“aprobado”* por la junta general, referido a una fecha comprendida dentro de los seis meses inmediatamente anteriores al acuerdo de aumento de capital, *“verificado por el auditor de cuentas de la sociedad, o por un auditor nombrado por el Registro Mercantil, a solicitud de los*

---

*existentes al tiempo de la disolución de la sociedad, de suerte que habrán de serlo en primer lugar las establecidas con terceros, sea a través del pago o consignación del importe de sus créditos, y sólo una vez ello haya tenido lugar las correspondientes a los socios....Y esta prohibición legal de reparto anticipado ha de entenderse aplicable no sólo al que tenga lugar de modo directo, a través de anticipos a cuenta de la cuota de liquidación, sino también por vía indirecta, sea por medio de adquisición de acciones por la propia sociedad –que es lo que el recurrente alega que ha ocurrido en este caso–, sea la condonación de dividendos pasivos acordados o cuya exigibilidad pueda ser necesario para el pago de las deudas.....o, como en el caso planteado se pretende, a través de una reducción del capital social con devolución de aportaciones. Supone, en definitiva, un reforzamiento de la posición de los acreedores superior a la que se establece para el caso de reducción de capital por cuanto no está condicionada al conocimiento por los mismos de la reducción del patrimonio social ni al ejercicio en base a tal conocimiento de un posible derecho de oposición...”. Al respecto, véase, *infra*, pp. xx y xx.*

*administradores, si la sociedad no estuviera obligada a verificación contable”* (artículo 303.2 LSC)<sup>928</sup>. En el aumento por compensación de créditos en las sociedades anónimas es preciso poner a disposición de los accionistas al tiempo de la convocatoria de la junta, junto con el informe de los administradores, “una certificación del auditor de cuentas de la sociedad que acredite que, una vez verificada la contabilidad social, resultan exactos los datos ofrecidos por los administradores sobre los créditos a compensar”<sup>929</sup>. Si la sociedad no tuviera auditor de cuentas, “*la certificación deberá ser expedida por un auditor nombrado por el Registro Mercantil a solicitud de los administradores*” (artículo 301.3 LSC). No se prevé un requisito equivalente para las sociedades de responsabilidad limitada (artículo 301.2 LSC).

Estas cautelas desempeñan, en principio, una función equivalente a la de la verificación de las aportaciones dinerarias y la valoración por un experto independiente de las no dinerarias. En el caso del aumento con cargo a reservas, se trata de acreditar la efectiva existencia de los beneficios retenidos cuya capitalización constituye la contrapartida de las nuevas acciones o participaciones. En consecuencia, del balance deberá resultar la existencia de un excedente del activo sobre el capital anterior y el pasivo exigible<sup>930</sup>. Por este motivo, también necesario dar cumplimiento a estos requisitos en el caso de aumento con cargo a la prima de emisión, puesto que, aun cuando esta última corresponde a una efectiva aportación patrimonial a la sociedad, es preciso que esta correspondencia no resulte desvirtuada por otras partidas de activo o de pasivo (R. DGRN de 27 de marzo de 1991). Ni puede acceder al Registro la ampliación de capital cuando la fecha del balance no se ajusta al plazo legal (R. de 16 de marzo de 1993), éste refleja la existencia de pérdidas (R. de 24 de septiembre de 1999 y 9 de abril de 2005) o cuando en el informe del auditor aparecen limitaciones a su alcance que llevan a la conclusión de que no es posible expresar una opinión sobre las cuentas anuales (R. de 18 de octubre de 2002). De la misma forma, en la compensación de créditos, unos apuntes contables desconectados de la propuesta y del informe del auditor y carentes de identificación alguna, “*no puede considerarse que sirvan para tener por*

---

<sup>928</sup> La LSRL de 1995 se había limitado a exigir que el aumento de capital con cargo a reservas se realizara en base a un balance aprobado por la junta referido a una fecha comprendida dentro de los seis meses anteriores al acuerdo (artículo 74.4.), sin contemplar expresamente la verificación de un auditor. Sin embargo, la LSC ha generalizado este último requisito para todas las sociedades de capital (artículo 303.2).

<sup>929</sup> En la preparación de ambos informes el auditor deberá ajustarse a los criterios que resultan de las Resoluciones de 10 de abril y 27 de julio de 1992, del Instituto de Contabilidad y Auditoría de cuentas, por la que se publican, respectivamente, la Norma Técnica de elaboración del Informe Especial sobre aumento de capital por compensación de créditos, supuesto previsto en el artículo 156 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas y la Norma Técnica de elaboración del Informe Especial sobre aumento de capital con cargo a reservas, en el supuesto establecido en el artículo 157 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas.

<sup>930</sup> Rodrigo URÍA, Aurelio MENÉNDEZ y Javier GARCÍA DE ENTERRÍA, en R. URÍA y A. MENÉNDEZ, *Curso....*, Tomo I, pp. 1035 y 1036; José MACHADO PLAZAS *Artículo 157. Aumento con cargo a reservas*, en I. ARROYO, J. M. EMBID y C. GORRIZ, *ob. cit.*, volumen II, pp. 1761 y 1762; L. FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, *Derecho....*; Volumen I, pp. 945 y 946.

*debidamente identificados los créditos cuya inscripción justifica el aumento de capital practicado” (R. DGRN de 16 de septiembre de 1993).*

La necesaria aprobación del balance por la junta general (en el aumento con cargo a reservas) o la puesta a disposición de los socios la certificación del auditor (en la compensación de créditos) amplían, además, en estos supuestos el derecho de información de los socios. Estos dispondrán de un elemento de juicio adicional para valorar la conveniencia de la operación (en estos términos, la R. de 25 de agosto de 1998). La omisión de estos requisitos impide la inscripción del acuerdo y podrá servir de fundamento para su impugnación (artículo 204 LSC). Sin perjuicio de la eventual responsabilidad del auditor, la existencia de un control externo no excluye la tutela jurisdiccional de los intereses de los socios o de los acreedores. El informe puede ser revisado en sede judicial aprecian errores en el mismo (STS de 9 de junio de 2006, referida a un supuesto de reducción de capital a cero y aumento por compensación de créditos en la que el informe no había contemplaba determinados créditos existentes y líquidos, con la consiguiente preterición de estos socios acreedores).

#### 4.2.2. El tipo de emisión en caso de exclusión del derecho de preferencia

Hemos visto como la protección de los socios frente a la posible dilución de su participación como consecuencia de un aumento de capital se realiza a través de una doble técnica: la exigencia de un tipo mínimo de emisión que, con carácter general, viene determinado por el valor nominal de la acción (artículo 59.2 LSC), y el reconocimiento de un derecho de preferencia en la adjudicación de las nuevas acciones o participaciones (artículo 304 LSC). Lógicamente, la Ley refuerza extraordinariamente el primero de estos requisitos cuando, por así exigirlo el interés social, la junta general acuerda simultáneamente el aumento de capital y la exclusión del derecho de preferencia (artículo 308.1 LSC). Aquí es necesario asegurar no sólo el desembolso del valor nominal, sino también la fijación de una prima de emisión adecuada<sup>931</sup>. Por este motivo, en las sociedades anónimas, el tipo de emisión no podrá ser inferior al “valor razonable” que resulte del informe que, al efecto, deberá elaborar un “auditor de cuentas distinto del auditor de cuentas de la sociedad”, nombrado por el Registrador Mercantil (artículo 308.2,a y c LSC). En las sociedades anónimas, en cambio, la junta puede “acordar la emisión de acciones a cualquier precio, siempre que sea superior al valor neto patrimonial de éstas” (artículo 505.1 LSC), que el auditor de cuentas determinará, “sobre la base de las últimas cuentas anuales auditadas de la entidad” (artículo 505.3 LSC)<sup>932</sup>. La omisión

---

<sup>931</sup> Al respecto, Daniel VÁZQUEZ ALBERT, *Artículo 159. Exclusión del derecho de suscripción preferente*, en I. ARROYO, J. M. EMBID y C. GORRIZ, *ob. cit.*, volumen II, pp. 1803 y 1804.

<sup>932</sup> No hay una exigencia equivalente para las sociedades de responsabilidad limitada, en las que basta un informe justificativo del valor de las nuevas participaciones elaborado por los administradores (artículo 308.2,a, primer inciso LSC). La protección de los minoritarios deriva de la exigencia de una mayoría muy elevada para la adopción del acuerdo de supresión o limitación del derecho de preferencia: las dos terceras partes de los votos correspondientes a

del informe o la emisión de una opinión contraria a la suficiencia del tipo de emisión impiden la inscripción del aumento de capital en el Registro Mercantil (artículo 166.2, 2º, III y IV RRM).

Este instrumento de control externo constituye, por tanto, un mecanismo de protección de los accionistas actuales de las sociedades anónimas, aun cuando, indirectamente, también asegure una adecuada integración del capital social<sup>933</sup>. La aplicación de la norma legal ha producido, no obstante, un resultado singular. En las anónimas no cotizadas, la exclusión del derecho de preferencia es un expediente casi desconocido. La eficacia del aumento queda subordinada al juicio de valor que un tercero pueda realizar sobre la razonabilidad del tipo de emisión, y la incertidumbre asociada a esta solución legislativa constituye un obstáculo prácticamente inasumible para los administradores. En las anónimas cotizadas, en cambio, apenas ha suscitado dificultades dado que el tipo de emisión tiende a tomar como referencia el precio de cotización y –en nuestro país al menos- éste suele ser muy superior al valor teórico contable de las acciones. Estas circunstancias explican la escasísima jurisprudencia recaída sobre esta materia (encontramos una referencia indirecta en la SAP de Sevilla de 18 de febrero de 2002 –sección 5ª- en la que se estima, en relación a una sociedad no cotizada, que en el aumento de capital impugnado el tipo de emisión había sido el adecuado, si bien la discusión se había centrado, fundamentalmente, en torno al concepto de “*interés social*”).

### 4.2.3. Las pérdidas en la reducción de capital

Cuando la reducción de capital tenga por finalidad el restablecimiento del equilibrio entre el capital y el patrimonio neto disminuido por razón de pérdidas, la operación debe realizarse en base a un balance referido a un fecha comprendida dentro de los seis meses inmediatamente anteriores al acuerdo, aprobado por la junta general, “*previa verificación por el auditor de cuentas de la sociedad*” y cuando ésta no estuviera obligada a someter a auditoría las cuentas anuales, el “*nombrado por los administradores*” (artículo 323.1 LSC)<sup>934</sup>. En una primera aproximación, la necesidad de la constatación externa

---

las participaciones en que se divida el capital social (artículo 199,b LSC). La Sentencia de la Audiencia Provincial de La Coruña (Sección 4ª) de 13 de octubre de 2010 ha estimado la impugnación de un acuerdo de aumento de capital al haberse omitido el informe del administrador justificativo del valor real de las nuevas participaciones creadas.

<sup>933</sup> En su actuación el Auditor deberá ajustarse a la Norma Técnica de elaboración del Informe Especial sobre la exclusión del derecho de suscripción preferente aprobada por la Resolución del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, de 16 de junio de 2004.

<sup>934</sup> No deja de llamar la atención que la Ley adopte en la reducción por pérdidas, respecto a la designación del auditor, un criterio distinto al que se acoge en la ampliación con cargo a reservas o por compensación de créditos. En defecto del “*auditor de cuentas de la sociedad*” el nombramiento corresponde, en el primer caso, a los administradores de la sociedad y, en los dos últimos, al Registrador Mercantil. La discordancia resulta perturbadora en los supuestos, muy frecuentes en la práctica, de reducción por pérdidas y simultáneo aumento de capital a través del expediente de la capitalización de créditos. Una estricta aplicación literal de la Ley impediría encomendar la elaboración de ambos informes al mismo auditor, a pesar práctica

de la existencia de pérdidas debe relacionarse con la circunstancia de que éstas constituyen el presupuesto de aplicación de un régimen específico en el que se prescinde de los mecanismos ordinarios de tutela de los acreedores. Es decir, del derecho de oposición en las sociedades anónimas (artículo 335,a LSC) o de la responsabilidad personal de los socios en las limitadas (artículo 331 LSC, aplicable únicamente en el caso de “restitución” de la totalidad o parte de las aportaciones). Por este motivo, si el informe de auditoría presenta salvedades o limitaciones relevantes, o del mismo resulta la imposibilidad de expresar una opinión técnica, no podrá estimarse que las cuentas presentadas reflejan la auténtica situación patrimonial de la sociedad (RR. DGRN de 18 de enero de 1999 y 14 de marzo de 2005).

El balance y el informe del auditor deberán poner de manifiesto la existencia de un desequilibrio real y efectivo entre el capital y el patrimonio neto de la sociedad. Este déficit determinará el límite máximo de la cuantía de la reducción por pérdidas. Por este motivo, al igual que sucede en el aumento con cargo a reservas, no cabe acudir a esta modalidad cuando, a pesar de las pérdidas que lucen en el balance, el patrimonio neto no es inferior a la cifra de capital. Así sucederá cuando existan otras partidas de pasivo que deban destinarse con carácter preferente a la compensación de las pérdidas. No sólo la reserva legal o las reservas voluntarias (en los términos del artículo 332 LSC), sino también, un fondo de reversión (STS de 15 de octubre de 2003), la prima de emisión (R. de 31 de agosto de 1993), o los resultados positivos del ejercicio en curso (R. de 17 de abril de 2000). Los criterios de elaboración del balance habrán de ser, en principio, los mismos que se establecen en relación a las cuentas ordinarias (Resolución del ICAC de 20 de diciembre de 1996)<sup>935</sup>. No obstante, la DGRN rechazó la inscripción de una reducción de capital por pérdidas en un supuesto en el que el informe complementario, emitido por el mismo auditor e incluido en la documentación presentada, estimaba que el valor real de los terrenos que constituían el principal activo de la sociedad era diez veces superior a aquél por el que figuraban en el balance, *“lo que hace que el neto patrimonial exceda con creces del capital social”* (R. de 23 de noviembre de 1992)<sup>936</sup>.

La reducción de capital por pérdidas no altera las relaciones jurídicas internas, puesto que, a salvo los privilegios legales o estatutarios, afecta por igual a

---

identidad en las condiciones del encargo. Sobre el nombramiento de auditor en los supuestos de aumento y reducción de capital que estamos examinando, RR. DGRN de 26 de junio de 1992, 31 de marzo y 8 de octubre de 1993, 23 de noviembre de 1995, 22 de mayo de 1997, 25 de agosto de 1998 y 7 de diciembre de 1999, así como las SS. TS de 1 de julio de 1996 y 9 de marzo de 2007 y la SAP de Murcia (Sección 4ª) de 28 de marzo de 2000.

<sup>935</sup> En la citada Resolución se establecen criterios para determinar el concepto de patrimonio contable a efectos de los supuestos de reducción de capital y disolución de sociedades contemplados en la legislación mercantil.

<sup>936</sup> Se trata de un supuesto sumamente interesante, puesto que, en el marco de la contabilidad tradicional, el principio de prudencia excluía la revalorización de activos (aunque se imponía la corrección valorativa en caso de deterioro) y la existencia de beneficios quedaba sujeta al estricto criterio de la realización. La DGRN fundamenta su decisión en la preferencia que la Ley atribuye al principio de imagen fiel (artículo 34.4 C. Com.).

todos los socios (artículo 320 LSC), que, en consecuencia, no verán alterada su participación en el capital social. Por este motivo, en alguna ocasión, la DGRN ha estimado que cuando la reducción de capital va acompañada de un simultáneo aumento hasta una cifra igual o superior, puede prescindirse de los mecanismos legales de tutela de los acreedores (RR. 28 de abril de 1994, 16 de enero de 1995 y 2 de marzo de 2011; en todos los casos la junta se había celebrado con carácter universal). El planteamiento ha de ser completamente distinto cuando las pérdidas absorben la totalidad del capital social, puesto que aquí los socios se enfrentan a su posible exclusión de la sociedad<sup>937</sup>. En estos casos, en cuanto pretenda “...suprimirse el capital social por razón de pérdidas, [éstas] habrán de resultar justificadas contablemente con las...garantías previstas por el legislador, so pena de quedar en otro caso aquella exclusión al arbitrio de la mayoría” (R. de 23 de febrero de 2000, que desarrolla un criterio ya apuntado en las de 9 de mayo de 1991 y 19 de mayo de 1995)<sup>938</sup>.

No es de extrañar, por tanto, que en este tipo de operaciones se haya concentrado una buena parte de la litigiosidad en materia de aumentos y reducciones de capital. El legislador había basado la protección de los socios en la atribución a los socios en la subsiguiente ampliación de capital de un derecho preferencia, que “en todo caso habrá de respetarse” (artículo 343.1 LSC). El análisis de la jurisprudencia pone de relieve, en cambio, el papel destacado que ha desempeñado el control externo de las pérdidas en la protección de los minoritarios. El Tribunal Supremo confirmó la nulidad de un acuerdo de aumento y reducción de capital simultáneo en el que la verificación de las cuentas anuales había sido realizada, “so pretexto de una anticipación de la junta”, por el auditor designado por los administradores, cuando un accionista que ostentaba el porcentaje legal había solicitado con anterioridad su designación por el Registrador Mercantil (STS de 1 de julio de 1996). Asimismo, ha valorado (frente al criterio más flexible que había acogido la sentencia recurrida de la Audiencia Provincial de Barcelona) la relevancia de las salvedades consignadas en el informe del auditor, atendida “...la gravedad de la operación, en cuanto que los antiguos accionistas quedan absolutamente fuera de la sociedad por efecto de los acuerdos, lo que, en abstracto, permite la utilización de este tipo de operaciones para la finalidad de que el grupo de control se desprenda de una minoría molesta o sencillamente mal avenida...” (STS de 9 de noviembre de 2007). También ha declarado la nulidad de un acuerdo simultáneo de aumento y reducción en el que el preceptivo balance referido a una fecha comprendida dentro de los seis meses inmediatamente anteriores al acuerdo había sido sustituido por uno relativo al cierre del año anterior, sin que, además se hubiera podido verificar por el auditor que tales cuentas expresaran la imagen fiel del patrimonio y de la situación financiera de

---

<sup>937</sup> Acerca de los problemas que presenta la llamada “operación acordeón”, véase, *infra*, p. 220.

<sup>938</sup> En el mismo sentido la R. de 2 de marzo de 2011, aunque de forma incidental puesto que se admite la inscripción de un acuerdo adoptado en junta universal. por decisión unánime de todos los socios y en el que el capital quedaba fijado en una cifra superior a la inicial. En el supuesto debatido uno de los socios había renunciado a su derecho de preferencia en el aumento subsiguiente y la DGRN destaca que la Ley exige que se respete “en todo caso” el derecho de preferencia en las operaciones de aumento y reducción de capital simultáneo.

la compañía, al no habersele suministrado la información necesaria (STS de 26 de mayo de 2008)<sup>939</sup>.

### 4.3. La admisión a negociación en un mercado secundario oficial

La Ley impone una serie de requisitos de información y publicidad adicionales cuando las acciones u otros títulos equivalentes emitidos por una sociedad anónima van a ser objeto de negociación en un mercado secundario oficial. La finalidad básica de este régimen es la de proporcionar a los potenciales inversores una serie de garantías que se superponen a las que derivan de la normativa societaria general. No obstante, la existencia de un procedimiento con trámites reglados, la intervención del organismo supervisor de los mercados (en nuestro país, la Comisión Nacional del Mercado de Valores) y, sobre todo, la imposición de una responsabilidad específica a la sociedad emisora y a sus administradores en relación a la información suministrada configuran, siquiera de forma indirecta, una nueva instancia de control de la aplicación las reglas relativas al capital social<sup>940</sup>.

Como regla general, ni la emisión de valores (artículo 25.1 LMV) ni su admisión a negociación en un mercado secundario oficial (artículo 26.1) requieren autorización administrativa previa, aun cuando esta última queda sometida al “cumplimiento previo” de determinados requisitos. Entre ellos, *“la aportación y*

---

<sup>939</sup> Son también muy numerosas las sentencias de las Audiencias Provinciales en las que el fundamento del fallo se relaciona directamente con la verificación externa de las pérdidas. Así, las sentencias de 12 de febrero de 2004 (AP de Asturias, Sección 7<sup>o</sup>), 29 de diciembre de 1999, 29 de mayo de 2000 y 11 de febrero de 2004 (AP de Barcelona, Sección 15<sup>o</sup>; de especial interés resulta la última de las citadas, en la que se insiste en la necesidad del balance verificado por auditor en interés de los socios minoritarios, aun cuando la reducción vaya acompañada de un aumento de capital por el mismo importe), de 3 de diciembre de 2002 (AP de Cádiz, Sección 4<sup>o</sup>), de 18 de diciembre de 2000 (AP de Jaén, Sección 2<sup>o</sup>), de 17 de diciembre de 2003 (AP de León, Sección 2<sup>a</sup>), de 23 de octubre de 2000 y 21 de mayo de 2007 (AP de Navarra, Sección 3<sup>a</sup>, en la segunda de las cuales se entiende que la no emisión de una opinión por el auditor acerca de la viabilidad de la sociedad no conlleva la no comprobación de las cuentas), de 28 de marzo de 2000, de 19 de mayo de 2003 y 19 de abril de 2007 (AP de Pontevedra, secciones 6<sup>a</sup> y 1<sup>a</sup>, respectivamente; en la primera se aprecia una grave irregularidad contable, con trasgresión del principio de imagen fiel), de 29 de julio de 1999 (AP de Segovia), de 28 de julio de 2004 (AP de Valencia, Sección 8<sup>a</sup>), de 5 de julio de 2004 (AP de Vizcaya, Sección 4<sup>a</sup>), de 23 de junio de 2004 (AP de Zaragoza, Sección 4<sup>o</sup>).

<sup>940</sup> Los preceptos de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores, que se citan a continuación fueron redactadas por el Real Decreto-Ley 2/2005, de 11 de marzo, y han sido objeto de desarrollo por el Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, que integran las normas de trasposición al derecho interno de la Directiva 2001/34/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de mayo de 2001, sobre la admisión de valores negociables a cotización oficial y la información que ha de publicarse sobre dichos valores, parcialmente modificada por la Directiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de noviembre de 2003, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores.

registro en la Comisión Nacional del Mercado de Valores de los documentos que acrediten la sujeción del emisor y de los valores al régimen jurídico que les sea aplicable” (artículo 26.1,a LMV), así como “de los estados financieros del emisor preparados y auditados de acuerdo con la legislación aplicable a dicho emisor” (artículo 26.1,b LMV) y “la aportación, aprobación y registro en la Comisión Nacional del Mercado de Valores de un folleto informativo, así como su publicación” (artículo 26.1,c LMV). Estos documentos podrán de manifiesto las condiciones de idoneidad relativas al emisor y a los valores (artículo 5 del RD 1310/2005). El emisor “deberá estar válidamente constituido” (artículo 8.1 RD) y los valores “deberán respetar el régimen jurídico al que estén sometidos” (artículo 9.1 RD). La CNMV puede denegar motivadamente una solicitud de verificación de una admisión a negociación si “en su opinión, la situación del inversor es tal que la admisión atentaría contra el interés de los inversores” (artículo 6.2,a RD). Una vez obtenida la verificación previa por la CNMV, la admisión a negociación en cada uno de los mercados secundarios requerirá el acuerdo del organismo rector del correspondiente mercado, a solicitud del emisor, “quien podrá solicitarlo, bajo su responsabilidad, una vez emitidos los valores o constituidas las correspondientes anotaciones” (artículo 32.1 LMV)<sup>941</sup>.

La pieza básica dentro de este esquema de protección a los inversores es el folleto informativo<sup>942</sup>. El folleto ha de contener, “de forma fácilmente analizable y comprensible” la información relativa “al emisor y a los valores que vayan a ser admitidos en un mercado secundario oficial”. En particular, toda aquella que “...según la naturaleza específica del emisor y de los valores, sea necesaria para que los inversores puedan hacer una evaluación, con la suficiente información, de los activos y pasivos, la situación financiera, beneficios y pérdidas, así como de las perspectivas del emisor...y de los derechos inherentes a tales valores...” (artículos 27.1 LMV y 16 RD 1310/2005). El emisor puede escoger la técnica de colocación que considere más adecuada, pero habrá de ajustarse en todo caso a las condiciones recogidas en el folleto (artículo 25.2 LMV). Tanto el emisor como sus administradores son responsables, junto a otras personas, de la información contenida en el folleto (artículos 28.1 LMV y 33.1,a y b RD 1310/2005), y quedan obligados a indemnizar a los suscriptores de buena fe por los daños y perjuicios que

---

<sup>941</sup> Lo que, a su vez, presupone la inscripción de la escritura de emisión en el Registro Mercantil, puesto que, entre tanto, no pueden “entregarse o transmitirse las acciones” (artículo 34 LSC). Sólo una vez que éstas hayan quedado debidamente configuradas (véase, *infra*, p. 146 a 149) es posible proceder a su incorporación al correspondiente soporte material, mediante la impresión, entrega o depósito de los títulos o la creación de las anotaciones en cuenta en el Registro contable. Por este motivo, todas estas circunstancias (artículo 122.3 y 4 RRM), así como la admisión y la exclusión de los valores a negociación en un mercado secundario oficial (artículo 94.3 RRM), se hacen constar en el Registro Mercantil de forma independiente y con posterioridad. La posible inscripción separada del acuerdo de aumento de capital y de su ejecución en las sociedades cotizadas obedece, precisamente, al deseo de agilizar el proceso y evitar retrasos en la negociación. Al respecto José MACHADO PLAZAS, *Artículo 161. Suscripción incompleta – Artículo 162. Inscripción del aumento*, pp. 1845 y 1846.

<sup>942</sup> José María GARRIDO GARCÍA, *El régimen nacional de la publicidad de la sociedad cotizada*, en *Régimen jurídico español de la sociedad cotizada*, VV.AA., Granada (2006), pp. 197 a 200; J. YBÁÑEZ, *ob. cit.*, pp. 437 a 455; L. FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, *Derecho...*; Volumen I, pp. 1192 a 1198.

hubieran podido sufrir como consecuencia de las falsedades u omisiones del folleto (artículo 28.3 LMV y 36 RD 1310/2005). La acción para exigir la responsabilidad prescribe a los tres años desde que el reclamante hubiera podido tener conocimiento de la falsedad o de las omisiones en relación al contenido del folleto (artículo 28.3 LMV).

#### 4.4. La impugnación de los acuerdos sociales y de los actos de ejecución

La infracción de las disposiciones legales que integran el estatuto del capital podrá conducir a la impugnación de los correspondientes acuerdos de aumento o reducción (y de sus actos de ejecución). Esta posibilidad se había ampliado notablemente tras la reforma de 1989 al extender la legitimación para la impugnación de los acuerdos nulos, esto es, los contrarios a la Ley (artículo 204.2 LSC) a “*cualquier tercero que acredite un interés legítimo*” (artículo 206.1 LSC). No cabe duda de que esta última expresión debe incluir también a los acreedores sociales<sup>943</sup>. Sin embargo, aun cuando aquí la jurisprudencia es muy abundante, el análisis de la misma pone de manifiesto que la impugnación de los acuerdos de aumento o reducción de capital responde casi exclusivamente a conflictos nacidos en el ámbito interno de la sociedad y que esta vía apenas ha sido utilizada por los acreedores en defensa de sus intereses.

En particular, en sede de ampliación de capital, no parece que pueda derivarse un perjuicio para los acreedores del contenido del acuerdo social, sino, en su caso, de la defectuosa integración del capital social. En este sentido sólo cabe reseñar una sentencia del Tribunal Supremo que estima la nulidad de una ampliación de capital en una sociedad limitada “*por simulación absoluta del acto de desembolso efectivo del importante de las participaciones*” (S. de 18 de marzo de 2004). En contraste, son muy frecuentes las decisiones que afectan a las relaciones entre los socios, y que giran en torno a la eventual desigualdad de trato o a una distorsión del interés social. Aquí cabe apreciar una evolución significativa en la línea jurisprudencial. A mediados del siglo pasado el Tribunal Supremo se había mostrado proclive a admitir las alegaciones basadas en el eventual perjuicio que para un grupo de socios podía derivarse de una ampliación de capital (SS. de 29 de marzo de 1960, 4 de noviembre de 1961, 18 y 20 de octubre de 1962 y 4 de marzo de 1967). En cambio, en sentencias de fecha más reciente ha estimado que cabe combinar las modalidades de aumento y realizar una ampliación de capital cuya contraprestación consista parte en la transformación de reservas y parte en nuevas aportaciones al patrimonio social (S. de 28 de mayo de 1990; sobre el mismo tema SAP de Madrid –Sección 21<sup>a</sup>- de 13 de marzo de 2007), que es legítimo optar por una ampliación de capital para atender necesidades urgentes de tesorería (S. de 30 de enero de 2001), que una ampliación de capital sin prima, a la que no se ha impedido el acceso a ninguna de los socios, no supone la expropiación de

---

<sup>943</sup> Daniel RODRÍGUEZ RUIZ DE VILLA, *Impugnación de acuerdos de las juntas de accionistas*, Pamplona (2002), pp. 348 a 354; Álvaro ESPINÓS BORRAS de QUADRAS, *Impugnación de acuerdos sociales*, Barcelona (2007), p. 399.

derecho alguno puesto que no pueden considerarse como tales las expectativas del negocio cuya trascendencia económica dependerá de la situación del mercado (S. de 12 de noviembre de 2004; en el mismo sentido SAP de Burgos –Sección 3ª- de 12 de abril de 2010), que no basta con la alegación de un peligro potencial para los intereses sociales (S. de 10 de julio de 1997) y que no existe abuso ni se infringe la Ley en la emisión de nuevas acciones con aportaciones dinerarias cuando una ampliación de capital anterior ha sido suspendida cautelarmente por el juez (S. de 14 de junio de 2006), o cuando la ampliación es necesaria para evitar la disolución de la sociedad (S. de 14 de septiembre de 2007).

También ha estimado que el derecho de suscripción preferente no atribuye la facultad de exigir la adjudicación adicional de las acciones que queden disponible por renuncia de otros accionistas (S. de 30 de octubre de 1975), que la Junta puede establecer un plazo común para la suscripción y el desembolso y si éste último no se realiza dentro del mismo decae el derecho preferente del accionista (S. de 21 de mayo de 1984), pero que no cabe descartar que, en un aumento de capital por compensación de créditos, el derecho de suscripción preferente pueda tener efectividad mediante el pago de sus créditos a los terceros acreedores por socios que se subroguen en su posición para recibir las nuevas acciones correspondientes (S. de 23 de mayo de 2008, cuya argumentación se fundamente en la infracción del artículo 159 TRLSA [hoy artículo 308 LSC]). Tras la reforma de 1989, diversas decisiones se han ocupado de la facultad de los suscriptores de pedir la restitución de las aportaciones si la escritura de aumento no llega a inscribirse en el plazo de seis meses en el Registro Mercantil (SS. de 30 de marzo de 1999, 28 de noviembre de 2002 y 12 de abril de 2006), incurriendo en responsabilidad el administrador que ha incumplido la obligación de restituir (S. de 6 de marzo de 2006).

En cuanto a la reducción de capital, sólo en una sentencia del Tribunal Supremo se resuelve un litigio suscitado entre una sociedad de capital y sus acreedores, en la que se admite expresamente la legitimación activa de éstos, si bien se rechaza la pretensión por no haberse ejercitado la acción de nulidad dentro del plazo de un año que al efecto marca la Ley (S. de 26 de septiembre de 2006). Las restantes decisiones del Alto Tribunal en relación a la reducción se refieren a conflictos suscitados entre socios. Se ha admitido la validez del acuerdo de reducción por pérdidas aun cuando el importe de las mismas determine la concurrencia de un causa de disolución (S. de 27 de marzo de 1984), se alegue que favorece a determinados socios (S. de 10 de julio de 1985), se lleve a cabo voluntariamente al no venir impuesta legalmente en razón de la cuantía de aquéllas (S. de 23 de diciembre de 1996), o afecte a acciones parcialmente desembolsadas, siempre que no implique condonación de los desembolsos pendientes (S. de 11 de julio de 2002). En cambio, se ha estimado la impugnación cuando la operación implicaba una clamorosa desigualdad de trato entre los socios (SS. de 17 de febrero de 1958 y 3 de octubre de 2002; en ambos casos se había beneficiado a un grupo de socios con una atribución patrimonial a pesar de las graves dificultades económicas que afectaban a las compañías). Además, en razón de las peculiares características del supuesto, han sido muy frecuentes las sentencias motivadas por los acuerdos simultáneos de reducción a cero y subsiguiente aumento de

capital (SS. de 25 de noviembre de 1985 -que, en relación al régimen de la LSA de 1951 había estimado necesario el consentimiento de todos los accionistas- 16 de septiembre de 2002, 12 de junio 1 de octubre y 12 de noviembre de 2003, 7 de julio y 20 de septiembre de 2006, 5 de febrero de 2008)<sup>944</sup>.

## 4.5. La tutela de los acreedores en la reducción de capital

### 4.5.1. El derecho de oposición

En la sociedades anónimas la protección de los acreedores en caso de reducción de capital con restitución de aportaciones se instrumenta mediante la atribución a los mismos de un derecho de oposición, que habrá de ejercitarse en el plazo de un mes a contar desde la fecha del último anuncio del acuerdo (artículo 336 LSC). La oposición a la reducción impide que ésta pueda llevarse a cabo (artículo 337 LSC) y, en consecuencia, que pueda llegar a inscribirse en el Registro Mercantil. En la escritura de reducción de capital deberá constar *“la declaración de que ningún acreedor ha ejercitado su derecho o, en otro caso, la identificación de quienes se han opuesto”*, con indicación en este último caso del importe de sus créditos, así como de *“haber sido presentada garantía a satisfacción del acreedor”* o de habersele notificado la prestación de la fianza prevista en la Ley (artículo 170.4 RRM). El presupuesto de la inscripción es, estrictamente, la declaración que al efecto formulan los administradores de la sociedad, bajo su responsabilidad. La calificación del Registrador ha de basarse exclusivamente en lo que resulte de *“los documentos de toda clase en cuya virtud de solicite la inscripción”* y en los *“asientos del Registro”* (artículo 18.2 C. Com.), por lo que no hay términos para que los acreedores formulen alegaciones o intervengan en el procedimiento registral. A pesar de ello, las graves consecuencias que se derivarían de una declaración falsa o inexacta también proporcionan en este punto un grado de eficacia importante al control preventivo asociado a la inscripción de la reducción de capital<sup>945</sup>.

---

<sup>944</sup> También es muy abundante la jurisprudencia de las Audiencias Provinciales sobre la llamada operación acordeón. Al respecto, SAP de Alicante (Sección 6<sup>o</sup>) de 18 de junio de 2003; SAP de Baleares (Sección 4<sup>a</sup>) de 30 de junio de 1994; SAP de Barcelona (Sección 15<sup>a</sup>) de 15 de septiembre de 2005; SS. AP de Castellón (Sección 2<sup>a</sup>) de 13 de julio de 2002 y (Sección 3<sup>a</sup>) de 3 de octubre de 2003; SS. AP de Madrid (Sección 14<sup>a</sup>) de 9 de febrero de 2004 y (Sección 28<sup>a</sup>) de 8 de marzo de 2007; SAP de Guipúzcoa (Sección 3<sup>a</sup>) de 22 de julio de 2002; Auto de la AP de La Rioja de 9 de mayo de 2002, sobre suspensión del acuerdo impugnado; SAP de Santa Cruz de Tenerife (Sección 4<sup>a</sup>) de 31 de marzo de 2010; SAP de Vizcaya (Sección 5<sup>a</sup>) de 5 de noviembre de 1997.

<sup>945</sup> No hay indicios de una patología consistente en la reclamación ulterior de los acreedores frente a una reducción de capital con restitución de aportaciones total o parcialmente ejecutada. Al respecto sólo ha sido posible encontrar una sentencia en la que se declara la *“nulidad de pleno derecho”* de la escritura de transmisión de la propiedad de dos fincas realizada por una sociedad anónima a dos de sus accionistas, a cambio de acciones de la propia sociedad con la finalidad prevista en el artículo 170 LSA (hoy, artículos 338 y ss. LSC), habiéndose realizado la preceptiva publicación de los anuncios varios meses después. El Tribunal estima que la transmisión es nula por haberse realizado *“sin que los acreedores tuviesen la posibilidad de ejercer el derecho de oposición a la reducción hasta que se les garantizasen sus créditos”*, produciéndose un *“evidente incumplimiento de la normativa de la*

Probablemente por este motivo, y a diferencia de lo que sucede en otras legislaciones de nuestro entorno, en nuestro Derecho no se contempla la homologación judicial como requisito general de la reducción de capital. La intervención judicial (a que alude el artículo 32.2 de la Directiva 77/91/CEE) sólo se producirá en caso de que se suscite una controversia acerca de los presupuestos del derecho de oposición (que sólo corresponde a aquellos acreedores cuyos créditos no se encuentren “suficientemente garantizados”, de acuerdo con el artículo 334 LSC), o sobre la idoneidad de la garantía ofrecida (que ha de prestarse “a satisfacción del acreedor”, tal como exige el artículo 337 LSC). Aun cuando, aparentemente, se trata de una situación propicia para la aparición de conflictos entre las sociedades anónimas y sus acreedores, lo cierto es que este aspecto de la disciplina del capital ha generado un grado muy bajo de litigiosidad. En los sesenta años transcurridos desde la introducción del derecho de oposición por la LSA de 1951 sólo cabe reseñar al respecto una sentencia del Tribunal Supremo<sup>946</sup>. En esta decisión se estima que sólo está legitimado para oponerse a la reducción quien ostente actualmente la condición de acreedor, circunstancia que no concurría en la recurrente cuya titularidad estaba pendiente del desenlace positivo de un procedimiento arbitral (STS de 26 de mayo de 1987)<sup>947</sup>.

#### 4.5.2. La responsabilidad personal de los socios

En las sociedades de responsabilidad limitada la tutela de los acreedores se organiza a partir de un régimen legal de responsabilidad de los socios a quienes se restituyan la totalidad o parte de sus aportaciones (artículos 331 y 332 LSC) y, eventualmente, a través de un derecho estatutario de oposición (artículo 333 LSC). Los sujetos personalmente responsables quedan identificados a través del Registro Mercantil. En la inscripción de reducción se ha de reseñar “la identidad de las personas a quienes se hubiesen restituido la totalidad o parte de las aportaciones” o la declaración de haber quedado constituida la reserva indisponible que, como alternativa, contempla la Ley (artículo 202,3º RRM). La DGRN ha entendido que la opción por una u otra posibilidad es una decisión puramente voluntaria de la sociedad y que, en el caso de que se proceda a la constitución de la reserva, esta habrá de dotarse por una cuantía equivalente al valor nominal de las participaciones amortizadas, con independencia de que el importe efectivamente restituido sea

---

*Ley de Sociedades Anónimas en perjuicio de los acreedores*” (SAP de Sevilla, Sección 5ª, de 30 de marzo de 2007). De los antecedentes no resulta que la indicada escritura hubiera llegado a inscribirse en el Registro Mercantil.

<sup>946</sup> Véase, J. CARRERA GIRAL, *ob. cit.*, Volumen III, pp. 1157 y 1158; M. A. APARICIO GONZÁLEZ y A. J. DE MARTÍN MUÑOZ, *ob. cit.*, p. 668 y E. VALPUESTA GASTAMINZA, *ob. cit.*, p. 417; F. MARTÍN CASTÁN, *ob. cit.*, pp. 665 a 667.

<sup>947</sup> El hecho de que no se manifiesten aquí los potenciales conflictos entre socios y acreedores no significa que la reducción de capital resulte ser una figura poco habitual en la práctica. La estadística mercantil del Colegio de Registradores reseña en nuestro país 6052 reducciones en el año 2007, 6051 en 2008 y 5754 en 2009.

inferior (R. de 7 de marzo de 2001) o superior (R. de 16 de noviembre de 2006)<sup>948</sup>. En el supuesto de que en los estatutos se hubiera reconocido a los acreedores un derecho de oposición, los administradores deberán realizar en la escritura de reducción una serie de declaraciones equivalentes a las previstas para las sociedades anónimas (artículo 201.2 RRM).

Tampoco encontramos aquí indicios de una especial valoración por los acreedores de las sociedades de responsabilidad limitada del mecanismo de tutela establecido en la Ley (esto es, la responsabilidad de los socios a los que restituyeron las aportaciones, puesto que el derecho de oposición estatutario es desconocido en la práctica). Al respecto cabe reseñar únicamente una decisión judicial aislada, en la que se equipara a la reducción de capital un supuesto de adquisición por la sociedad de las participaciones de uno de sus socios, por un precio que debía satisfacerse mediante el pago del 50 por 100 de los beneficios sociales netos en cada ejercicio económico anual conforme al balance y cuenta de resultados, una vez satisfecho el Impuesto de Sociedades, hasta la total liquidación de la deuda (SAP de Salamanca de 27 de mayo de 2002). La escasa litigiosidad puede relacionarse con el hecho de que la responsabilidad de los socios está sujeta a importantes limitaciones cuantitativas (lo percibido individualmente por cada socio: artículo 331.2 LSC) y temporales (la acción esta sujeta a un plazo de prescripción de cinco años: artículo 331,3 LSC).

## **5. Las cuentas anuales y la determinación del resultado**

### **5.1. La formulación de las cuentas**

#### **5.1.1. La responsabilidad de los administradores**

La elaboración de las cuentas anuales y la determinación del resultado del ejercicio constituyen el presupuesto indispensable para la aplicación de las medidas legales relacionadas con el mantenimiento y la pérdida del capital. La formulación de las cuentas anuales constituye un acto de gestión interno que la Ley encomienda a los administradores. Se trata de una de las obligaciones esenciales vinculadas al cargo y, en consecuencia, fuente de diversas formas de responsabilidad para los administradores. Como resultado de la formulación, los administradores se hacen responsables del exacto reflejo de los estados

---

<sup>948</sup> Esta solución no se ajusta al tenor literal de las disposiciones legales aplicables (artículo 80.4 LSRL y 322.1 LSRL), pero la interpretación correctora aparece plenamente justificada, desde un punto de vista sistemático, en razón de la función que desempeña la reserva que no es otra que la del mantenimiento sin alteración de la cifra de retención (de aquí la mas acertada previsión de los artículos 40.2 LSRL y 141 LSC). En cambio no es posible compartir el criterio de la citada Resolución del año 2006 en la que se estima que la amortización de acciones propias no envuelve una restitución de aportaciones. En realidad ésta se habrá producido anticipadamente (salvo en los supuestos de adquisición a título gratuito). Como tuvimos ocasión de examinar, el régimen de la adquisición de acciones o participaciones propias ha de valorarse, precisamente, como una dispensa temporal de la aplicación de las reglas sobre reducción de capital que hubieran sido, en principio, aplicables a la atribución patrimonial realizada a favor de los socios. Véase, *infra*, pp. 238 y 280.

financieros y patrimoniales de la sociedad, sin que puedan quedar liberados por con el hecho de que la propuesta presentada sea verificada por los auditores y, en su caso, aprobada por la junta general (artículo 236.2 LSC)<sup>949</sup>. La Ley no sólo establece un plazo temporal taxativo para esta actuación (“...tres meses contados a partir del cierre del ejercicio social...”, artículo 253.1 LSC), sino que, con la finalidad de destacar la responsabilidad individual que, al margen de la estructura del órgano, incumbe a cada uno de los administradores exige que las cuentas anuales y el informe de gestión sean firmados “por todos” ellos, con expresa indicación de la causa si faltare la firma de alguno (artículo 253.2 LSC)<sup>950</sup>. La falta de firma puede ser valorada a los efectos de desvirtuar la presunción de conocimiento del contenido de las cuentas anuales por los administradores que resulta del esquema legal (STS de 12 de junio de 1997).

En primer lugar, la formulación de las cuentas lleva aparejado un importante grado de discrecionalidad<sup>951</sup>. Los administradores deberán tomar decisiones y realizar una serie de “estimaciones y valoraciones” (según la dicción del artículo 38,c,II C. Com.) que inciden en la cuantificación del beneficio o la pérdida del ejercicio y, en consecuencia, sobre el mantenimiento del capital. Así sucede con la dotación de las amortizaciones, que habrán de realizarse en función de la vida útil prevista de los activos fijos (artículo 39.1 C. Com.) y las correcciones valorativas por deterioro del valor de los activos fijos o del circulante (artículo 39.1 y 2 C. Com.). La correcta imputación temporal al ejercicio de los ingresos y gastos (artículo 38,d C. Com.), exigirá fijar criterios en orden a la realización de los correspondientes ajustes por periodificación. La evaluación de las pérdidas potenciales o reversibles puede hacer necesaria la dotación de una provisión para atender a los riesgos derivados de las operaciones en curso. La Ley otorga a ésta última actuación una especial relevancia, al imponer la reformulación de las cuentas si los riesgos fueran conocidos entre la formulación y la aprobación de las cuentas y “afectaran de forma muy significativa a la imagen fiel” (artículo 38,c C. Com.). Dentro del esquema de las nuevas normas contable también implica una cierta subjetividad la determinación del “valor razonable” que la Ley exige para determinados activos (artículo 38bis C. Com.). Finalmente, corresponde a los administradores de las sociedades de capital la decisión acerca de la eventual inaplicación de las disposiciones legales en materia contable que pudieran conducir a un resultado “incompatible con la imagen fiel que deben proporcionar las cuentas anuales”. En este caso en la memoria deberá señalarse esta circunstancia, que deberá “motivarse suficientemente y explicarse su influencia sobre el patrimonio, la situación financiera y los resultados de la empresa” (artículo 34.4 Código Comercio).

Sobre todas estas actuaciones se proyectan los deberes de diligencia y lealtad que la Ley impone a los administradores (artículos 225 y 226 LSC, en relación

---

<sup>949</sup> L. FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, *Derecho...*, Volumen II, p. 1807.

<sup>950</sup> La formulación ha de llevarse a cabo por todos los administradores cuando su forma de actuación sea indistinta o solidaria (STS de 9 de mayo de 1986)

<sup>951</sup> L. FERNÁNDEZ DEL POZO, *La aplicación...*, pp. 19 y 20.

con el artículo 25 C. Com.)<sup>952</sup>, y un mal desempeño en el ejercicio de las mismas constituirá el presupuesto del ejercicio de la acción de responsabilidad de conformidad con las reglas generales (artículos 236 a 241 LSC). En la jurisprudencia, cabe reseñar algunos fallos relativos a la defectuosa formulación de las cuentas anuales (SS. TS de 18 de febrero de 1985 [Sala 3ª, de lo contencioso-administrativo] y 11 de noviembre de 1998 [Sala de lo contencioso-administrativo, Sección 3ª], ambas en relación a la inexactitud de los datos contables remitidos por los administradores de una entidad de crédito al Banco de España). Sin embargo, el supuesto que aparece tratado con mayor frecuencia es el del perjuicio sufrido por la sociedad o por sus acreedores como consecuencia de la ausencia o de la formulación tardía de las cuentas (SS. TS de 4 de febrero de 1999 y 4 de julio de 2007, en supuestos de desaparición de hecho de la empresa, seguida de la insolvencia de la sociedad, de 11 de marzo de 2005 y de 26 de mayo de 2006, que incide sobre un tema conexo al estimar, frente a la reclamación de un acreedor, la inexistencia de una relación de causalidad entre el impago de una deuda y la falta de depósito de las cuentas anuales en el Registro Mercantil)<sup>953</sup>. El incumplimiento del plazo de tres meses no vicia de nulidad el posterior acuerdo de aprobación de las cuentas por la junta general (STS de 8 de mayo de 2003).

Por otra parte, no cabe duda de que en momento de la formulación de las cuentas, si de las mismas resulta una pérdida superior a la mitad del capital social, surge para los administradores el deber de convocar la junta (cuyo incumplimiento determinará una responsabilidad personal por las deudas sociales: artículo 367 LSC)<sup>954</sup>. De hecho, una línea jurisprudencial bien definida estima que no es necesario siquiera esperar a la formulación de las cuentas anuales ni al cierre del ejercicio, naciendo el deber del administrador cuando advierte o cuando debió advertir el desequilibrio patrimonial (SS. TS. de 30 de octubre de 2000, 20 de junio de 2001, 16 de diciembre de 2004, 20 de febrero y 4 y 16 de julio de 2007; sin embargo, la de 23 de febrero de 2004 parece vincular la concurrencia de la causa de disolución a la formulación de las cuentas). Si la sociedad de capital llegara a ser declarada en concurso, la omisión de la formulación de las cuentas anuales o de la auditoría de las

---

<sup>952</sup> J. L. VÉLAZ NEGUERUELA, *ob. cit.*, p. 91.

<sup>953</sup> Asimismo sobre la responsabilidad de los administradores en relación a la formulación de las cuentas anuales, SS. de la AP de Madrid 29 de abril de 2004 (Sección 10ª), en la que se estima la acción de responsabilidad ejercida por un acreedor de la sociedad ante el perjuicio que supuso para los acreedores la imposibilidad de conocer la situación patrimonial de la empresa, y de 16 de marzo de 2006 (Sección 28); SAP de Pontevedra [Sección 2ª] de 1 de abril de 1998; SAP de Valencia [Sección 6ª] de 30 de enero de 2002, en la que se estima la falta de diligencia de los administradores; SAP de Zaragoza [Sección 4ª] de 10 de octubre de 1994, que, en cambio, considera que en el supuesto debatido no se había seguido una lesión directa a los intereses de socios o de terceros.

<sup>954</sup> J. MACHADO PLAZAS, *Pérdida...*, p. 344; F. CERDÁ ALBERO, *Administradores...*, pp. 99 y ss.; Emilio M. BELTÁN, *La responsabilidad por las deudas sociales*, en Ángel Rojo – Emilio Beltrán (Dir.), *La responsabilidad de los administradores*, Valencia (2005), pp. 223 a 227; Juan BATALLER, *La disolución*, en Ángel Rojo – Emilio Beltrán (Dir.), *Disolución y liquidación de sociedades mercantiles*, Valencia (2009), p. 45.

mismas, estando obligada a ello, lleva aparejada una presunción de dolo o culpa grave (artículo 165,3º LC), que puede determinar la calificación del concurso como culpable (artículo 164.1 LC). En todo caso el concurso se calificará como culpable si se “incumpliera sustancialmente” o se hubiera cometido alguna “irregularidad relevante” en la llevanza de la contabilidad (artículo 164.2,1º LC). El carácter culpable del concurso puede conducir a la inhabilitación de los administradores o liquidadores de la sociedad (artículo 172.2,1º LC), y, en su caso, a la condena a pagar a los acreedores concursales, total o parcialmente, el importe de los créditos que no hayan sido satisfechos en la liquidación (artículo 172.2,3º LC).

El sistema legal se cierra con la eventual responsabilidad penal de los administradores que puede derivar de diversas actuaciones ilícitas. En primer término, en el caso de que sea imputable a los “*administradores de hecho o de derecho*” una falsedad de “*las cuentas anuales u otros documentos que deban reflejar la situación jurídica o económica de la entidad*”, de forma idónea para causar un perjuicio económico a la propia sociedad, “a alguno de sus socios o a un tercero” (artículo 290 CP). Al margen de lo anterior se tipifica un delito preparatorio e instrumental del de defraudación tributaria, pero de punición autónoma<sup>955</sup>, que presenta cuatro modalidades: el incumplimiento absoluto de la llevanza de la contabilidad mercantil, la llevanza de contabilidades distintas “*que oculten o simulen la verdadera situación de la empresa*”, la falta de anotación de actos o transacciones económica en los libros obligatorios o la práctica de “*anotaciones contables ficticias*” (artículo 310 CP)<sup>956</sup>.

## 5.1.2. La impugnación del acuerdo de formulación

Se ha discutido acerca de la posible impugnación del acuerdo de aprobación de las cuentas anuales cuando la gestión de la sociedad de capital se haya encomendado a un consejo de administración. Desde un punto de vista dogmático existen buenos argumentos a favor de esta posibilidad<sup>957</sup>: la Ley no exceptúa de impugnación ninguno de los acuerdos del consejo (artículo 251) y parece razonable que la formulación de cuentas, como cualquier otra actuación de los administradores, se ajuste al régimen propio de la estructura orgánica adoptada. En el caso de un órgano colegiado, éste se caracteriza por la

---

<sup>955</sup> Esteban MESTRE, en Ángel Rojo – Emilio Beltrán (Dir.), *La responsabilidad...*, p. 335.

<sup>956</sup> Los preceptos citados proceden del vigente Código Penal aprobado por Ley Orgánica 10/1995, de 23 de noviembre, pero, con anterioridad la jurisprudencia había reconducido la alteración de los estados contables al tipo penal de la falsedad en documento mercantil. Al respecto las SS. TS (Sala de lo criminal) de 9 de mayo de 1956, 4 de noviembre de 1965, 30 de junio de 1972, y 23 de junio de 1978.

<sup>957</sup> En esta línea, Emilio PALÁ LAGUNA y Reyes PALÁ LAGUNA, *Impugnabilidad del acuerdo del consejo de administración de una sociedad anónima, de formulación de las cuentas anuales*, RdS nº 9 (1997), pp. 297. Sin embargo, la opinión contraria había llegado a ser mayoritaria, en este sentido J. GIRON, *ob. cit.* p. 449; J. RUBIO, *ob. cit.* p. 328; J. GARRIGUES – R. URÍA, *Comentario...*, Tomo II, p. 378; F. VICENT CHULIÁ, en R. URÍA, A. MENÉNDEZ y M. OLIVENCIA, *Comentario...*, Tomo VIII, *Las cuentas...*, p. 103, y J. L. VÉLAZ NEGUERUELA, *ob. cit.*, p. 112.

adopción de decisiones de conformidad con el principio mayoritario y la posibilidad de impugnación de las mismas (ausente, en cambio, frente a los actos de los administradores individuales, STS de 30 de octubre de 1999). No obstante, el Tribunal Supremo ha excluido esta vía al entender que “...la formulación de las cuentas anuales no se configura como un acuerdo confiado al consejo de administración dentro de su ámbito de competencias, sino como una propuesta debida y necesaria para iniciar la secuencia formulación-verificación-aprobación que culmina con el verdadero acuerdo en esta materia, reservado a la junta general...” (S. de 5 de julio de 1992; en el mismo sentido la de 7 de marzo de 2006 que destaca que los administradores se limitan a formular un proyecto y SAP de Baleares [Sección 5ª] de 27 de febrero de 2003).

## 5.2. El control externo: la auditoria

### 5.2.1. La independencia del auditor

Una vez formuladas las cuentas habrán de ser revisadas por los auditores de cuentas (artículo 263.1 LSC), si bien se exceptúan de esta obligación las sociedades que puedan presentar un balance abreviado (artículo 263.2 LSC). La Ley establece una serie de cautelas encaminadas a asegurar la independencia del auditor como presupuesto indispensable de su actuación (artículo 8.1 LA). En primer término, un régimen riguroso de incompatibilidades que se extienden, entre otros aspectos, a la prestación a la sociedad auditada de “servicios de valoración” (artículo 8.3,e LA)<sup>958</sup>. En segundo lugar, en razón de las condiciones de su nombramiento y cese. La competencia originaria para el nombramiento de los auditores corresponde a la junta. En las sociedades cotizadas, a propuesta de un órgano específico, el Comité de Auditoria, integrado por una mayoría de consejeros no ejecutivos (DA 18ª LMV). El acuerdo social deberá producirse antes de que termine el ejercicio a auditar, y el nombramiento inicial no podrá ser inferior a tres años ni superior a nueve, pudiendo ser sucesivamente reelegidos por un periodo no superior a tres años (artículo 264.1 LSC). Estas plazos sólo se aplican a las sociedades que estén obligadas a verificar sus cuentas, pudiendo ser diferentes cuando no se encuentren en este supuesto (RR. DGRN de 16 de abril y 20 de junio de 1988). En defecto del nombramiento por la junta, éste deberá solicitarse al Registrador Mercantil (artículo 265.1,I LSC). En nombramiento no es irrelevante para terceros, como pone de manifiesto el hecho de que también pueda ser solicitado por el comisario del sindicato de obligacionistas (artículo 265.1,II LSC).

---

<sup>958</sup> Se excluye, por tanto, la intervención del “auditor de la sociedad” en una serie de actuaciones que se desarrollan en el seno de aquéllas. Típicamente, la valoración de acciones o participaciones como consecuencia de la aplicación de cláusulas estatutarias restrictivas a la transmisión, o con ocasión de la separación o exclusión de socios. Sobre la incompabilidad del auditor, SS. TS de 18 de septiembre de 2003 y 22 de marzo de 2005.

La junta general no puede revocar al auditor antes de que finalice el término establecido “a no ser que medie justa causa” (artículo 264.3 LSC). Aun cuando el nombramiento y el cese de los auditores habrán de inscribirse en el Registro Mercantil (artículos 153 y 154 RRM), la apreciación de la justa excede de las facultades del Registrador, puesto que si el auditor considera injustificada la revocación la cuestión sólo puede plantearse ante los tribunales de justicia (R. DGRN de 6 de febrero de 1996). De la misma forma, si estiman que media justa causa para la revocación, los administradores y las personas legitimadas para solicitar el nombramiento de auditor podrán pedir al juez la revocación del designado por la junta o el Registrador y el nombramiento de otro (artículo 266 LSC). En las sociedades no obligadas a someter a verificación sus cuentas anuales, los socios que representen al menos el cinco por ciento del capital social, podrán solicitar al Registrador Mercantil el nombramiento de un auditor para que, “con cargo a la sociedad”, revise las cuentas de un determinado ejercicio (artículo 265.2 LSC). Cabe solicitar el nombramiento judicial de un nuevo auditor si la conducta obstruccionista de la sociedad impide desempeñar sus funciones al designado por el Registrador Mercantil (STS de 9 de mayo de 2008).

La DGRN ha declarado reiteradamente que basta con la concurrencia de estos dos requisitos, sin que pueda entrarse a valorar en el expediente la insuficiencia de medios de la sociedad o la mala fe o abuso de derecho por el socio (entre otras, RR. de 16 de octubre de 1998, 12, 13 y 27 de septiembre, 13 de octubre, 21 de noviembre y 16 de diciembre de 2008, 25 de marzo, 18 de junio, 17 de septiembre y 4 de noviembre de 2009; 24 de marzo y 20 de abril de 2010), aunque estas circunstancias sí que podrán apreciarse en sede judicial (SS. TS de 12 de julio de 2002 y 9 de marzo de 2007). El derecho del socio queda enervado por el nombramiento voluntario de otro auditor por la sociedad (entre otras, RR. de 3, 4 y 7 de abril de 1991, 24 de junio de 1992, 11 de febrero y 12 de abril de 1994, 9 de enero de 1995, 22 de noviembre de 1996, 2 de febrero y 15 de diciembre de 2008, 20 de noviembre y 9 de diciembre de 2009, 17 y 20 de diciembre de 2010)<sup>959</sup>, siempre que el informe elaborado por éste se ponga efectivamente a disposición de los socios (STS de 26 de septiembre de 2001).

## 5.2.2. La opinión técnica

El auditor debe realizar un proceso de revisión y verificación de las cuentas anuales, en el que habrá de comprobar si éstas ofrecen una “*imagen fiel del patrimonio, de la situación financiera y de los resultados de la entidad*” (artículo 268 LSC)<sup>960</sup>. Como consecuencia, emitirán un informe detallado con el

---

<sup>959</sup> En todo caso, el nombramiento habrá de ser previo a la solicitud. Entre otras, RR. DGRN de 5 de noviembre y 14 de diciembre de 2005, 13 de mayo de 2006, 21 de enero de 2008, 14 de noviembre de 2009 y 14 de octubre de 2010.

<sup>960</sup> El Tribunal Supremo ha destacado que la auditoria de cuentas se configura en la Ley “...como la actividad que, mediante la utilización de determinadas técnicas de revisión, tiene por objeto la emisión de un informe acerca de la fiabilidad de los documentos contables auditados; no limitándose, pues, a la mera comprobación de los saldos que figuran en sus anotaciones contables [de la empresa] concuerdan con los ofrecidos en el balance y en la cuenta de resultados, ya que las técnicas de revisión y verificación aplicadas permiten, con un alto grado

resultado de su actuación, “de conformidad con la normativa reguladora de la auditoría de cuentas” (artículo 269 LSC). La parte más importante del mismo es la “opinión técnica”, que habrá de expresarse “de forma clara y precisa”. La opinión podrá ser favorable, con salvedades, desfavorable o denegada. En estos tres últimos casos todas las reservas se deberán poner de manifiesto en el informe (artículo 2.1,c LA). Cuando estas sean de tal naturaleza que impidan al auditor expresar una opinión no puede estimarse que las cuentas hayan sido revisadas y que se haya dado cumplimiento de las exigencias que al respecto establece la Ley, con la consiguiente nulidad del acuerdo de aprobación (SS. TS de 11 de noviembre de 1998 y 17 de mayo de 2000). Sin embargo, el Tribunal Supremo ha estimado que no procede la anulación del acuerdo cuando el informe del auditor designado a petición del socio minoritario ha sido emitido con posterioridad, pero en el mismo se concluye que las cuentas reflejan una imagen fiel de la verdadera situación patrimonial de la sociedad (STS de 21 de julio de 2010). El auditor deberá ajustar su actuación a las Normas Técnicas de Auditoría, cuya publicación acordó la Resolución del Presidente del ICAC de 19 de enero de 1991 (modificada, a su vez, por Resoluciones de 1 de diciembre de 1994 y 2 de marzo de 2007).

Como regla general, el trabajo del auditor no está dirigido a detectar irregularidades, aun cuando debe planificar su actividad teniendo en cuenta la posibilidad de que pudieran existir errores o inexactitudes con un efecto significativo en las cuentas anuales. Las funciones del auditor de cuentas tampoco incluyen la predicción de sucesos futuros, de modo que la emisión de un informe sin salvedades sobre las cuentas anuales no constituye una garantía o seguridad de que la entidad tenga capacidad para continuar su actividad. No obstante, el auditor de cuentas debe prestar atención a aquellas situaciones o circunstancias que le puedan hacer dudar de la continuidad de la actividad de la entidad y, si una vez analizados todos los factores subsisten dudas importantes, mencionar tal incertidumbre en su informe (apartado 1.5.3. de las normas técnicas de carácter general). La actuación del auditor debe asumir, como punto de partida, el principio de empresa en funcionamiento, por el que se considera “que la gestión de la empresa tiene prácticamente una duración ilimitada”. Cuando, sin haberse iniciado formalmente un proceso de liquidación, se suscitara dudas acerca de la capacidad de la compañía para continuar como empresa en funcionamiento, el auditor deberá formular la oportuna salvedad (de acuerdo con los criterios que resultan de la Resolución del ICAC de 31 de mayo de 1993, por la que se publica la Norma de Auditoría sobre la aplicación del principio de empresa en funcionamiento).

### 5.2.3. La responsabilidad del auditor

El auditor queda sujeto a diversos regímenes de responsabilidad. Por una parte, una responsabilidad administrativa, si incurre en alguna de las conductas tipificadas como infracción (artículo 16 LA). Entre ellas, el incumplimiento de la

---

*de certeza y sin necesidad de rehacer el proceso contable en su totalidad, dar una opinión responsable sobre la contabilidad en su conjunto y, además, sobre otras circunstancias que, afectando a la vida de la empresa, no estuvieran recogidas en dicho proceso...”* (S. de 10 de diciembre de 1998).

obligación de realizar una auditoria “*contratada en firme*” o “*aceptada*” en caso de designación judicial o por el Registrador Mercantil (que tiene la consideración de infracción grave, de conformidad con el artículo 16.3,a LA). Al margen del lo anterior, los auditores de cuentas y las sociedades de auditoria responden “*por los daños y perjuicios que deriven del incumplimiento de sus obligaciones, según las reglas generales del Código Civil*” (artículo 11 LA, bajo la rúbrica “*responsabilidad civil*”). La disposición legal, remite, por tanto a las categorías generales de la responsabilidad contractual y extracontractual<sup>961</sup>. En el ámbito societario la Ley se limita a establecer una regla relativa a la legitimación activa para el ejercicio de la acción de responsabilidad, que se remite a lo dispuesto para los administradores de la sociedad (artículo 271 LSC).

Las reclamaciones de terceros que alegaban haber adoptado decisiones, confiando en el contenido del informe del auditor, de las que posteriormente se derivó un perjuicio patrimonial han dado lugar a algunas decisiones judiciales que han recibido una notable cobertura en los medios de comunicación social. Así, en el caso de una sociedad de valores que presentaba cuantiosas pérdidas, haciendo imposible la recuperación de las inversiones realizadas por sus clientes. En este caso, el Tribunal Supremo no apreció la existencia de una vinculación causal que permitiera la imputación objetiva del resultado al auditor (S. de 9 de octubre de 2008). En cambio, sí estimó una relación causal entre las irregularidades e incumplimientos en los informes emitidos por los auditores y la insolvencia sobrevenida de una cooperativa de viviendas (STS. de 14 de octubre de 2008). También se estima la responsabilidad del auditor como consecuencia de un informe que no reflejaba el mal estado económico de la sociedad, ni advertía que se hallaba incurso en causa de disolución, con incumplimiento de la función de garantía y verificación que le es propia (STS de 9 de marzo de 2009).

### 5.3. La impugnación del acuerdo social de aprobación de las cuentas anuales

La infracción de las normas contables, como la de cualquier otra disposición con rango de Ley, determinará la nulidad del acuerdo social de aprobación de las cuentas de conformidad con la reglas generales (artículo 204.1 LSC)<sup>962</sup>. Con anterioridad a la reforma de 1989 el Tribunal Supremo ya había establecido que los Tribunales de justicia pueden apreciar no sólo el cumplimiento de los requisitos formales, sino también el de las reglas contables materiales (SS. de 3 de mayo de 1956, 28 de abril de 1960, 7 de junio de 1963, 12 de mayo de 1982, 26 de noviembre de 1990). Y, posteriormente, que

---

<sup>961</sup> José Miguel EMBID IRUJO, *Artículo 208. Acción de responsabilidad. Legitimación*, en I. ARROYO, J. M. EMBID y C. GORRIZ, *ob. cit.*, volumen II, pp. 1803; Ángel ROJO, en A. MENÉNDEZ y A. ROJO (Dir.), *Lecciones...*, p. 198.

<sup>962</sup> L. FERNÁNDEZ DEL POZO, *La aplicación...*, pp. 20 y 21; J. L. VÉLAZ NEGUERUELA, *ob. cit.*, p. 358.

cuando se promueve controversia judicial respecto a la regularidad de las cuentas, corresponde el juzgador formar una convicción personal sobre las cuestiones sometidas a su consideración, en su caso, con la ayuda de informes técnicos (SS. TS de 23 de octubre de 1999 y 20 de julio de 2007) y que, a estos efectos no sólo ha de tomarse en consideración los apuntes contables, sino también los actos jurídicos de los que traen causa (S. de 15 de junio de 2006). Las cuentas anuales de las sociedades de capital han generado una copiosísima jurisprudencia. Aun cuando la litigiosidad se ha concentrado en cuestiones ajenas a nuestro estudio como son las relativas a la regularidad de la convocatoria, el derecho de información o la distribución del dividendo entre los socios, no por ello han dejado de producirse fallos que se refieren a deficiencias intrínsecas de los documentos contables<sup>963</sup>.

Así, ha tenido ocasión de declarar el Tribunal Supremo que no cabe estimar como irreversibles las pérdidas derivadas del pago de unos arbitrios cuya validez o legalidad estaba pendiente de decisión judicial (S. de 1 de julio de 1996); que el acuerdo de aprobación es nulo cuando el auditor la omisión en el balance de la partida correspondiente a una emisión de deuda pública especial constituye, a pesar del carácter confidencial de la suscripción, una infracción del principio de imagen fiel (SS. De 14 de noviembre de 2000 y 30 de septiembre de 2002), que la no aplicación de los criterios legales de valoración del activo inmovilizado, no justificada en la memoria, determina la nulidad del acuerdo de aprobación de las cuentas (S. de 11 de febrero de 2002), de la misma forma que la consignación en el balance de una partida de existencia por un importe muy inferior al del ejercicio precedente, sin haberse procedido al recuento material de las mismas (S. de 23 de enero de 2004). En cambio se admite la posible subsanación en el cato de la junta de la omisión en la memoria de la información relativa a la remuneración de los administradores (SS. de 22 de julio de 2005 y 24 de abril de 2007)

## 5.4. El depósito en el Registro Mercantil

### 5.4.1. La calificación del Registrador

En el registro Mercantil se depositan las cuentas anuales “*aprobadas*”, por este motivo junto a un ejemplar de las mismas, del informe de gestión, del informe de auditoría y a la certificación acreditativa de que las cuentas depositadas se corresponden con la aprobadas (artículo 366.1,3º, 4º, 5º y 7º RRM), deberá acompañarse una certificación acreditativa del correspondiente acuerdo social (artículos 279 LSC y 366.1,2º RRM). La calificación del Registrador tiene un alcance limitado. Se trata de un control formal que no implica una valoración del contenido de los documentos presentados<sup>964</sup>. Se circunscribe a la

---

<sup>963</sup> Un análisis sistemático de las causas de impugnación puede verse en J. L. VÉLAZ NEGUERUELA, *ob. cit.*, pp. 328.

<sup>964</sup> Rodrigo URÍA, Aurelio MENÉNDEZ y Javier GARCÍA DE ENTERRÍA, en R. URÍA – A. MENÉNDEZ, *Curso...*, I, p. 1015. Con más detalle sobre este tema, Luis FERNÁNDEZ DEL

comprobación de que los documentos presentados “*son los exigidos por la Ley*”, a “*si están debidamente aprobados por la junta general*” y a la constancia de las preceptivas firmas (artículo 280.1 LSC). En consecuencia, no cabe constituir el depósito si no se acompaña el informe de auditoría cuando la sociedad estuviera obligada a ello o se hubiera formulado la oportuna solicitud por la minoría (entre otras, RR. DGRN de 8 de noviembre de 2007, 4 y 31 de julio, 30 de septiembre y 20 de noviembre de 2008 y 3 de julio de 2009). De conformidad con los principios generales que regulan el funcionamiento del Registro, deberán aparecer previamente inscritos como administradores quienes expidan la certificación y firmen las cuentas (artículos 11, 107 y 108 RRM).

#### 5.4.2. Las sanciones en caso de falta de depósito

El incumplimiento por el órgano de administración de la obligación de depositar las cuentas anuales lleva aparejado un amplio abanico de sanciones. En primer lugar, el cierre registral transcurrido un año desde la fecha de cierre del ejercicio social (artículo 282 LSC y 378.1 RRM). Bajo ciertas condiciones cabe enervar temporalmente el cierre si se acredita que la falta de depósito se debe a la no aprobación de las cuentas por la junta general (artículo 378.5 RRM). La DGRN ha estimado que, en cuanto norma sancionadora, las previsiones anteriores han de interpretarse restrictivamente (RR. de 24 de junio de 1997, 19 de octubre de 1998, 22 de julio y 28 de octubre de 1.999, 21 de marzo de 2000, 11 de abril de 2001, 31 de marzo de 2003, 26 de julio de 2005, 25 de febrero de 2006, 30 de julio y 10 de octubre de 2009). En segundo término, la eventual apertura de un expediente sancionador, que puede determinar imposición por el ICAC de una multa por importe de 1.200 a 60.000 euros (artículo 283.1 LSC). Estas infracciones prescriben a los tres años (artículo 283.4 LSC), lo que ha servido de fundamento a la DGRN para entender que, a los efectos del levantamiento del cierre, también es suficiente con la presentación de las cuentas de los tres últimos ejercicios (RR. de 3 de octubre de 2005 y 8 de febrero de 2010). Finalmente, En caso de concurso de una sociedad de capital, la falta de depósito de las cuentas “*en alguno de los tres últimos ejercicios anteriores a la declaración*” lleva aparejada la presunción de dolo o culpa grave del deudor (artículo 165,3º LC)<sup>965</sup>.

---

POZO, *Sobre la calificación registral contable*, en Javier GÓMEZ GÁLLIGO (coord.), *La calificación registral*, Madrid (2008), Tomo II, pp. 2493 y ss.

<sup>965</sup> Las estadísticas del Colegio de Registradores reflejan un altísimo grado de cumplimiento de la obligación de depósito de cuentas. Durante los años 2007, 2008 y 2009 se constituyeron, respectivamente, 1.168.618, 1.230.082 y 1.078.588 depósitos. En este último año, 101.652 correspondieron a sociedades anónimas (9,42%), 960.169 a sociedades limitadas (89,02%) y 16.757 a otras entidades (1,56%). Si estos datos se contrastan con la estimación de sociedades de capital activas realizada por el INE –véase, *infra*, pp. xx y xx- que para el año 2009 es de 105.203 sociedades anónimas y 1.125.290 sociedades limitadas, el grado de cumplimiento resulta ser del 96,62% y del 85,33%, respectivamente. Esta situación no puede explicarse únicamente en razón de la eficacia disuasoria de las disposiciones legales antes reseñadas, sino que pone de manifiesto cómo el depósito de las cuentas se ha integrado en la cultura empresarial española.

## 6. Las atribuciones patrimoniales a los socios

### 6.1. La distribución de dividendos

#### 6.1.1. La reintegración del dividendo irregularmente percibido

La regla legal que sanciona la obligación de restituir los dividendos irregularmente percibidos, junto con el interés legal correspondiente, procede del TRLSA de 1989 (artículo 217, hoy artículo 278 LSC). No obstante, durante la vigencia de la LSA de 1951, un régimen equivalente debía resultar de la conexión entre la regla que subordinaba la distribución de dividendos a la existencia de *“beneficios realmente obtenidos”* (artículo 107,I, posteriormente, artículos 213 TRLSA y 273) y los principios generales sobre el cobro de lo indebido (artículos 1895 a 1901 CC)<sup>966</sup>. Se trata, no obstante, de un expediente poco práctico para los acreedores, en la medida en que la restitución precisa de la prueba de la mala fe o la negligencia del socio preceptor. Por otra parte, la Ley parece presumir que la reclamación habrá de ser realizada por la propia sociedad (*“...cuando la sociedad pruebe...”*), lo que, en su caso, exigiría a los acreedores acudir a la vía de la acción subrogatoria, que en nuestro derecho tiene carácter subsidiario y sólo puede ejercitarse *“después de haber perseguido los bienes de que esté en posesión el deudor para realizar cuanto se les debe”* (artículo 1111 CC). Los antecedentes de las disposiciones legales hoy vigentes ponen de relieve que más que un mecanismo de *enforcement* de la disciplina del capital de lo que se trata es de una medida de protección del socio inversor.

No es de extrañar, por tanto, que durante los sesenta años transcurridos desde la introducción de una regulación completa del capital social en nuestro derecho no es posible encontrar jurisprudencia relativa a una eventual acción de restitución promovida por los acreedores de una sociedad de capital<sup>967</sup>. Las escasas aproximaciones al tema, o bien tienen carácter marginal (STS de 1 de junio de 1999), o han sido dictadas con ocasión de litigios suscitados entre los socios (típicamente en relación a la cuantía o a la existencia de un dividendo susceptible de reparto). Como cuestiones relacionadas, el Tribunal Supremo ha declarado que es preciso un acuerdo específico de la junta para proceder a la distribución de un dividendo, no siendo suficiente con que en cuentas anuales aprobadas aparezca una partida como *“dividendos a repartir”* (S. de 10 de octubre de 1996), que la impugnación del acuerdo de distribución no exige la

---

<sup>966</sup> Sobre el tratamiento del tema en la LSA de 1951, J. GARRIGUES – R. URÍA, *Comentario....*, Tomo II, pp. 460 a 462, quienes estimaban que, *“...en la práctica no será frecuente el reparto de estos beneficios inexistentes si los administradores se ajustan a las reglas legales sobre formación y valoración del balance...”*.

<sup>967</sup> Véase, J. CARRERA GIRAL, *ob. cit.*, Tomo III, p. 1253; M. A. APARICIO GONZÁLEZ y A. J. DE MARTÍN MUÑOZ, *ob. cit.*, p. 823 y E. VALPUESTA GASTAMINZA, *ob. cit.*, p. 469.

del de aprobación de las cuentas anuales (S. 15 diciembre de 1993), o que la aprobación del balance constituye un presupuesto indispensable para la realización de una atribución patrimonial en concepto de dividendo (S. de 25 de octubre de 2002).

## 6.2.2. La responsabilidad de los administradores

No cabe duda de que el pago irregular de un dividendo constituirá un supuesto de responsabilidad de los administradores, exigible de conformidad con las reglas generales. No hay tampoco indicios de acciones de responsabilidad con este fundamento, si esta circunstancia se explica en razón de la extraordinaria fuerza expansiva que tiene el sistema de sanciones en caso de pérdida del capital. Tampoco tiene fácil encaje una eventual responsabilidad penal de los administradores. No parece que encaje en el tipo penal de la administración fraudulenta del patrimonio social (artículo 295 CP)<sup>968</sup>. A su vez, sólo en circunstancias extraordinarias la distribución irregular de dividendos podrá caer en el ámbito de la insolvencia punible. Para ello será necesario que el “*acto de disposición patrimonial*” tenga por objeto dilatar, dificultar o impedir la eficacia de un embargo o de un procedimiento ejecutivo de apremio (artículo 257.1,2º CP). Esta por ver la incidencia que en el futuro pueda tener el reconocimiento expreso de la responsabilidad penal de las personas jurídicas (artículos 31bis y 261bis CP, este último referido específicamente al tipo de la insolvencia punible)<sup>969</sup>.

## 6.2. La adquisición derivativa de acciones o participaciones propias

### 6.2.1. La impugnación de acuerdos sociales

---

<sup>968</sup> La redacción de este último precepto ha sido criticada por su ambigüedad y por la dificultad de determinar el bien jurídico protegido (así, Javier GARCÍA DE ENTERRÍA, *Los delitos societarios. Un enfoque mercantil*, Madrid [1996], pp. 93 a 100, y Antonio MOYA JIMÉNEZ, *La responsabilidad penal de los administradores: delitos societarios y otras formas delictivas*, Barcelona [2007], pp. 139 a 146). Durante la tramitación parlamentaria del Código Penal de 1995, del que procede la referida disposición, se llegó a apuntar que el precepto respondía a la necesidad de asegurar la integridad del capital social (al respecto, véase, Manuel M<sup>a</sup> SÁNCHEZ ÁLVAREZ, *Los delitos societarios*, Pamplona [1996], pp. 179 y 180). Sin embargo el tenor literal del precepto no responde a este planteamiento. El bien jurídico protegido debe buscarse en la especial tutela que el legislador ha entendido debe prestarse a quienes encomiendan a un tercero la administración de una porción de su patrimonio, en condiciones que hacen muy difícil el seguimiento o el control de la actuación del agente. El artículo 295 CP presupone que los deberes fiduciarios del administrador se extienden fundamentalmente a los socios en todo caso y sólo a determinadas categorías muy cualificadas de acreedores: “*depositarios*”, “*cuentapartícipes*” y “*titulares de bienes, valores o capital*” administrado”. Esta opción de política legislativa sitúa el precepto en la órbita de las entidades que operan en el sector financiero –entidades de crédito, aseguradores y sociedades de servicios de inversión- y lo aleja de la disciplina general del capital social.

<sup>969</sup> Estos dos últimos preceptos han sido incorporados por la Ley Orgánica 5/2010, de 22 de junio, y han entrado en vigor el 30 de diciembre de 2010.

Nada se opone a una eventual impugnación del acuerdo de la junta general autorizando a los administradores para la adquisición de acciones o participaciones de la sociedad si no se ajusta en su contenido a las disposiciones legales (artículo 204 LSC)<sup>970</sup>. De la misma forma cabe pensar en la impugnación del acuerdo del consejo de administración (cuando la gestión de la compañía se hubiera conferido a un órgano colegiado) por el que se acuerde la adquisición de acciones o participaciones fuera de los supuestos o más allá de los límites legalmente permitidos (artículo 251 LSC). Esto es consecuencia de la peculiar opción de política legislativa adoptada por el legislador español, con arreglo a la cual los actos extralimitados pueden ser, según los casos, nulos o eficaces si bien siempre deben reputarse ilícitos<sup>971</sup>. Aunque no ha recaído jurisprudencia específica sobre este punto, se ha admitido la validez de los acuerdos de aumento y reducción de capital adoptados con la finalidad de dar cumplimiento a posteriori a los límites legales (STS de 28 de septiembre de 2004; SAP de Albacete [Sección 1ª] de 20 de junio de 2001 y SAP de Madrid [Sección 18] de 8 de abril de 1998)<sup>972</sup>. En todo caso serán impugnables los acuerdos sociales adoptados con la intervención de las acciones o participaciones propias cuyos derechos políticos están suspendidos (artículo 148,a LSC y STS de 19 de diciembre de 2001).

### 6.2.2. La documentación y la nulidad del negocio adquisitivo

La forma documental del negocio de transmisión queda sujeta a una serie de requisitos diferenciados, lo que se traduce en diferentes grados de control del cumplimiento de las previsiones legales en la materia que nos ocupa. La transmisión de las participaciones sociales deberá constar en documento público (artículo 106.1 LSC). La de las acciones representadas por títulos al portador se lleva a cabo, en principio, por la mera tradición o entrega de los documentos (artículos 120.2 LSC y 545 C. Com.), que deberá traer causa un contrato con finalidad traslativa (de acuerdo con el principio general del artículo 609 CC). En la transmisión deberá intervenir necesariamente un fedatario público o un intermediario financiero (DA 3ª LMV). Se trata de un requisito formal añadido fundamentalmente por razones de carácter tributario<sup>973</sup>. Tratándose de acciones nominativas, desde un punto de vista formal el negocio traslativo podrá resultar del propio título, puesto que la Ley permite su circulación mediante endoso (artículo 120.2 LSC). En este caso será precisa,

---

<sup>970</sup> En este sentido C. PAZ ARES y A. B. PERDICES HUETOS, *ob. cit.*, pp. 116 y 117.

<sup>971</sup> Véase, *infra*, pp. 235 a 238.

<sup>972</sup> Al respecto, Mª SIERRA FLORES DOÑA, *Aumento de capital para mantener la autocartera (Comentarios a la STS 889/2004, de la Sala de lo Civil, Sección 1ª, de 28 de septiembre)*, RDBB (2004).

<sup>973</sup> J. L. IGLESIAS PRADA y J. GARCÍA DE ENTERRÍA, en A. MENÉNDEZ y A. ROJO (Dir.), *Lecciones...*, p. 448; al respecto, véase también, L. FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, *Derecho...*, Tomo I, pp. 557 y 558.

además la notificación a la sociedad para la anotación a la transmisión en el libro registro de acciones nominativas (artículo 120.1 LSC). Finalmente, si las acciones están representadas por medio de anotaciones en cuenta, la inscripción en el registro contable produce los mismos efectos que la tradición del documento (artículo 9 LMV).

De este esquema resulta que, en ocasiones, no habrá ningún control externo de la regularidad del negocio adquisitivo de las acciones o participaciones propias. El planteamiento será completamente diferente cuando por decisión de la sociedad y el socio transmitente o por imposición legal la operación se formalice ante fedatario público. La extensión y la naturaleza del eventual control de la legalidad del notario es tema controvertido en el momento de escribir estas líneas<sup>974</sup>. No obstante, en cuanto que el Notario debe redactar el instrumento público con arreglo a la voluntad común de las partes, “*la cual deberá indagar, interpretar y adecuar al ordenamiento jurídico*” (artículo 147,I RM), parece claro que deberá negar su ministerio cuando el negocio de transmisión esté afectado por una causa de nulidad radical. Así sucede en el caso de que las acciones de la sociedad anónima no estuvieran completamente desembolsadas o llevaran aparejada la obligación de realizar una prestación accesorias (artículo 146.4 LSC), circunstancias que resultarán tanto de los propios títulos (artículo 114.1,e y f LSC) como, en su caso, de los estatutos sociales inscritos (artículos 23,d y 86 LSC en relación con los artículos 121, 122, 127, 134 y 135 RRM). En el caso de sociedades de responsabilidad limitada cuando la adquisición no se ajuste estrictamente a alguno de los supuestos de adquisiciones derivativas permitidas (artículo 140.2 LSC).

En los demás supuestos, no se aprecia hay obstáculo para denegar la autorización del documento puesto que se trata de un negocio válido y eficaz (STS de 28 de septiembre de 2004 y R. DGRN de 9 de enero de 1998)<sup>975</sup>. Ha

---

<sup>974</sup> Una buena parte de las modificaciones introducidas en el Reglamento Notarial por el RD 45/2007, de 19 de enero, fueron anuladas por las SS. TS -Sala de lo Contencioso administrativo (Sección 6ª)- de 20 de mayo, 7 de julio y 14 de octubre de 2008, entre ellos el nuevo precepto (artículo 145) que, sin soporte en una norma de rango legal tal como destacan las referidas sentencias, había atribuido genéricamente al notario una función de control de la legalidad. Ha de tenerse en cuenta que el eventual control de legalidad que realice el notario se enmarca en una relación de servicios profesionales y que, en consecuencia, no es exactamente equiparable a la calificación del Registrador. No obstante, aunque se desenvuelva en interés de los otorgantes y no en interés de terceros, debe excluirse la autorización de instrumentos públicos que, desde el momento de su firma, deban reputarse nulos e ineficaces. En particular, cuando concurra una causa de nulidad expresamente tipificada en la Ley. El notario, como profesional del derecho (artículo 1 RM), debe adecuar la voluntad de los otorgantes reflejada en el instrumento público al ordenamiento jurídico (artículo 147,I RN, en la redacción vigente tras las sentencias) y si considera que esta adecuación no es posible debe denegar su actuación. Sobre esta cuestión, Celia MARTINEZ ESCRIBANO, *Control notarial de la legalidad*, Pamplona (2010).

<sup>975</sup> Siempre, lógicamente, que reúna los restantes requisitos exigidos para su validez. No son infrecuentes las decisiones judiciales en las que se alega un vicio del consentimiento en el negocio adquisitivo de las acciones propias. Así, SAP de Madrid de 28 de noviembre de 2000 (Sección 14ª) y 4 de noviembre de 2002 (Sección 9ª) y SAP de Málaga (Sección 5ª) de 25 de julio de 2006.

de tenerse en cuenta que, fuera de los supuestos de nulidad, aun cuando se traspasen los límites legales, la Ley ha establecido expresamente “*un efecto distinto para el caso de contravención*” (artículo 6.3. CC)<sup>976</sup>. Este es también la orientación de la jurisprudencia (en relación a la situación anterior a la reforma de 1989, STS de 26 de noviembre de 1987; para el Derecho vigente, STS de 21 de abril de 2001 que destaca, no obstante, la total ineficacia de la adquisición derivativa de acciones no desembolsadas). El Tribunal Supremo ha llegado a admitir la validez de una ampliación de capital realizada con la finalidad de subsanar a posteriori la superación de los límites de la autocartera (S. de 28 de septiembre de 2004). A pesar de la eficacia de la adquisición, cuando la transmisión se formalice en documento público, el Notario deberá formular la oportuna advertencia sobre la obligación de proceder a la enajenación o amortización de las acciones o participaciones dentro del plazo que marca la Ley (artículos 141, 146 y 147 LSC), así como, en su caso, acerca del régimen sancionador (artículo 157 LSC). Sobre este punto tampoco ha sido posible encontrar decisiones de la DGRN.

### 6.2.3. Los deberes de información

En tanto no sean enajenadas las acciones o participaciones propias, la Ley impone que se hagan constar una serie de menciones en el informe de gestión de la sociedad adquirente, y, en su caso, en el de la dominante: los motivos de las adquisiciones y enajenaciones realizadas durante el ejercicio, el número y el valor nominal de las acciones o participaciones a que se refieran, la contraprestación satisfecha en el caso de adquisición o enajenación a título oneroso y el número y valor nominal del total de las participaciones o acciones adquiridas y conservadas en cartera por la propia sociedad o por persona interpuesta y la fracción del capital que representen. Este régimen se aplica tanto a las sociedades anónimas (artículo 148,c LSC), como a las de responsabilidad limitada (artículo 141.3, último inciso LSC). Tratándose de sociedades cotizadas, los administradores tendrán la obligación de comunicar a la CNMV, como hecho relevante, aquellas operaciones que sean susceptibles de afectar de manera a la cotización (artículo 82 LMV)<sup>977</sup>.

### 6.2.4. La responsabilidad de los administradores

Los negocios sobre las propias acciones pueden dar ocasión a la infracción de los deberes de diligencia (artículo 225 LSC) o lealtad (artículo 226 LSC) de los administradores, especialmente, si dan lugar a una diferencia de trato entre los socios. La Ley contiene una previsión específica al respecto referida a las adquisiciones derivativas condicionadas de acciones (artículo 146.3 LSC). Hay que entender que se trata de un supuesto de responsabilidad por culpa que se enmarca en el sistema general. El éxito de la acción exigirá, por tanto, la

---

<sup>976</sup> Al respecto, C. PAZ ARES y A. B. PERDICES HUETOS, *ob. cit.*, p. 191; L. FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, *Derecho...*, Tomo I, p. 532.

<sup>977</sup> C. PAZ ARES y A. B. PERDICES HUETOS, *ob. cit.*, p. 325.

prueba de la negligencia del administrador y de la existencia de un nexo causal entre el negocio adquisitivo de las acciones o participaciones propias y el daño sufrido por la sociedad o por un tercero. Al respecto cabe reseñar alguna resolución aislada del Tribunal Supremo en la que, por no concurrir los presupuestos legales, se desestima la pretensión ejercitada por la propia sociedad anónima emisora frente a parte de su consejo de administración *“por diseñar y materializar unas operaciones de autocartera ilegales, y negligentes en perjuicio de la sociedad”*. En el caso resuelto no sólo algunos consejeros habían formulado expresamente su oposición, sino que no se llegó a probar que la operación envolvía un negocio simulado entre los Consejeros que gestionaron la venta y la entidad con el fin de ocultar la autocartera ilegal (S. de 17 de julio de 2009). Al margen de lo anterior, los administradores tienen el carácter de *“responsables”* en los expedientes que, en los términos que examinaremos más adelante, pudieran dar lugar a la imposición de una sanción administrativa (artículo 157 LSC).

### 6.2.5. La amortización de las acciones o participaciones propias

Las acciones o participaciones que no sean enajenadas en el plazo que marca la Ley habrán de ser enajenadas por la sociedad. En su defecto “cualquier interesado” puede pedir la adopción de esta medida por la autoridad judicial (artículos 139.3, 141.2 y 145.2 LSC). No existe el menor indicio del ejercicio de esta facultad por socios o acreedores de las sociedades de capital, y las escasas cuestiones que, al respecto, se han planteado ante los Tribunales tienen otra naturaleza. Así, el Tribunal Supremo ha estimado que la disminución patrimonial producida por la amortización de acciones propias tiene trascendencia contable pero no tributaria (S. de la Sala de lo Contencioso-Administrativo –Sección 2ª- de 30 de noviembre de 2007)

La amortización de acciones o participaciones propias exige en nuestro sistema legal que se proceda a la oportuna reducción de capital, que habrá de inscribirse en el Registro Mercantil. La DGRN ha entendido que, en esta circunstancia, el registrador no puede entrar a valorar la regularidad de la previa adquisición de las acciones o participaciones propias: *“...es cierto que, en esa fase previa, en la que tiene lugar la adquisición de las propias acciones, en dónde aquel trato igualitario puede quebrar a través de actuaciones clandestinas o subrepticias de quienes ostentan el poder de gobierno en la sociedad, y que el legislador ha tratado de evitar sujetando tal adquisición a una serie de limitaciones y requisitos....pero en modo alguno esta quiebra puede invalidar el posterior acuerdo social tendente a “normalizar” la situación patrimonial de la sociedad....en la reducción de capital por amortización de las acciones propias, aquél control registral tan sólo puede extenderse al proceso final, a la validez del acuerdo en sí, pero sin que pueda extenderse a valorar el proceso previo de formación de la autocartera...”* (R. de 9 de enero de 1998)<sup>978</sup>. También ha estimado que en el anuncio de la reducción de capital no

---

<sup>978</sup> En esta resolución parece una consideración incidental, pero de especial interés sobre el estatuto de la autocartera, al destacar el Centro Directivo que *“...dentro de este régimen*

es necesario que se indique la suma abonada en su día a los titulares de acciones amortizadas (R. de 30 de enero de 2002).

## 6.2.6. Las sanciones administrativas

Los mecanismos de *enforcement* de la disciplina del capital en materia de acciones o participaciones propias se completa con la existencia de un sistema de sanciones administrativas (que no se aplica al régimen de participaciones recíprocas, dados los estrictos términos del artículo 157.1 LSC). El incumplimiento de la obligación de enajenar se considera infracción independiente (artículo 157.2,I, último inciso LSC). El legislador ha tratado de compensar por esta vía el limitado efecto disuasorio y preventivo que parece presumir a las consecuencias y sanciones puramente privadas asociadas al régimen de los negocios sobre las propias acciones o participaciones<sup>979</sup>. Se consideran responsables de la infracción los administradores de la sociedad infractora y, en su caso, los de la dominante, *“así como también los Directivos o personas con poder de representación de la sociedad infractora”* (artículo 157.3 LSC). La sanción consiste en una multa pecuniaria *“de hasta el valor nominal de las participaciones asumidas o acciones suscritas, adquiridas o aceptadas en garantía por la sociedad o adquiridas por un tercero con asistencia financiera o, en su caso, las no enajenadas o amortizadas”* (artículo 157.2,I, primer inciso). Para la graduación de la multa se atenderá tanto a *“la entidad de la infracción”*, como *“a los perjuicios ocasionados a la sociedad, a los socios de la misma y a terceros”* (artículo 157.2,II LSC).

La competencia para iniciar y resolver estos expedientes corresponde al Ministerio de Economía y Hacienda, tratándose de sociedades de responsabilidad limitada (artículo 157.5 LSC) y a la CNMV en las sociedades anónimas, aun cuando no tengan la condición de sociedades cotizadas (artículos 157.6 LSC y 97.1,I LSC). A estos efectos, las sociedades deben acompañar al depósito de cuentas en el Registro Mercantil un documento adicional en el que los administradores expresen *“con la debida individualización”* los negocios sobre las acciones o participaciones propias (artículos 97.1,V LMV y 366.1,6º RRM). En relación a las sociedades anónimas, el Registrador Mercantil debe remitir a la CNMV, en el plazo de un mes desde la calificación del depósito, *“certificación de las cuentas anuales y documentos complementarios de aquellas sociedades que hubieran infringido...[las disposiciones legales], en materia de negocios sobre las propias acciones...”* (artículo 97.1,IV LMV). Esta actuación exige que el Registrador realice un juicio de valor inicial acerca del cumplimiento de este aspecto de la disciplina del capital. La falta de presentación del documento relativo a los negocios sobre las propias acciones o participaciones impide que pueda constituirse el depósito de las cuentas (RR. DGRN de 24, 25 y 26 de enero y

---

*destaca la provisionalidad de aquélla titularidad, llamada a desaparecer en un plazo más o menos corto según los casos, sea por enajenación o, en última instancia, por la obligada amortización de las acciones...”*

<sup>979</sup> J. L. IGLESIAS PRADA y J. GARCÍA DE ENTERRÍA, en A. MENÉNDEZ y A. ROJO (Dir.), *Lecciones...*, p. 464

15 de abril de 1996, 31 de agosto de 1998, 18 de septiembre de 2002 y 13 de marzo de 2006). No es infrecuente que este tipo de expedientes den lugar a algún tipo de reclamación en la vía contencioso administrativa (así en en el caso resueltos por las STS, Sala de lo Contencioso-Administrativo [Sección 3ª], de 22 de mayo de 2002, en el que se debatía en torno al carácter no de sociedad dominante de un grupo de la recurrente).

## 6.3. La asistencia financiera y la aceptación en garantía de acciones propias o de la sociedad dominante

### 6.3.1. La nulidad del negocio

En el caso de infracción de la prohibición de asistencia financiera para la adquisición de acciones o participaciones, la aplicación de los criterios generales sobre la ineficacia de los negocios jurídicos determina la nulidad radical del negocio en virtud del cual la sociedad de capital suministró los fondos necesarios al socio adquirente (artículo 6.3 CC). Esta solución no deja de presentar un rigor excesivo, que contrasta con la flexibilidad del sistema en materia de adquisición de acciones o participaciones propias, cuando los intereses en juego son equivalentes<sup>980</sup>. Al mismo tiempo, plantea como dificultad adicional la prueba de un elemento intencional cual es el de la conexión entre la asistencia financiera y la adquisición de las acciones o participaciones<sup>981</sup>. En base a la excepción legal, el Tribunal Supremo se ha mostrado en general proclive al mantenimiento de la eficacia del negocio de asistencia financiera concedida por entidades de crédito para la adquisición de sus propias acciones (SS. de 28 de mayo de 2001, 6 de junio de 2002 y 17 de febrero de 2006), con alguna decisión aislada en sentido contrario (S. de 17 de enero de 2005)<sup>982</sup>.

---

<sup>980</sup> L. FERNÁNDEZ DEL POZO, *Revisión crítica...*, p. 175.

<sup>981</sup> Juan Antonio GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ, *Artículo 81- Asistencia financiera para la adquisición de acciones propias*, en I. ARROYO, J. M. EMBID y C. GORRIZ, *ob. cit.*, volumen I, pp. 853 y 856.

<sup>982</sup> Todas las sentencias reseñadas derivan de diversos litigios surgidos, tras la intervención de una entidad de crédito, entre ésta y diversos clientes y trabajadores en razón de préstamos concedidos por la primera para la adquisición de sus propias acciones. En ellas se confirman dos sentencias de la Audiencia Provincial de Zaragoza, de 24 de enero (Sección 2ª) y 27 de septiembre de 1996, y se estima el recurso interpuesto contra la SAP de Cáceres de 3 de febrero de 1999, por entender que se trataba de contratos con causa lícita siendo irrelevante a estos efectos la falta de obtención del lucro perseguido inicialmente. En la sentencia del año 2005 se rechaza por motivos formales el recurso de casación interpuesto contra la SAP de Madrid 8 (Sección 8ª), de 13 de marzo de 1999 que había estimado la nulidad del crédito personal concedido al demandado por entender que había mediado una actuación insidiosa de la entidad concedente que indujo al comprador a la conclusión de un contrato que sin ella no habría concluido. Sobre el caso, Mª Sierra FLORES DOÑA, *Los negocios de Banesto sobre sus acciones a examen judicial*, STS 20 de mayo 2001 (RJ 2001, 3436) y sus precedentes de instancias, RdS nº 18 (2002).

En relación a las sociedades de responsabilidad limitada se ha estimado que la Ley (artículo 40.5 LSRL, hoy artículo 143 LSC) prohíbe de forma absoluta cualquier forma de asistencia financiera intragrupo (SAN, Sala de lo contencioso administrativo [sección 6ª], de 25 de septiembre de 2008, en la que se confirma la sanción impuesta a una limitada cabecera de un grupo de sociedades. De la misma forma, la DGRN confirmó la nota del registrador que había denegado la inscripción de una hipoteca inmobiliaria, constituida por una sociedad limitada en garantía del precio aplazado de la compraventa de participaciones de su propio capital realizada entre socios. El Centro Directivo estima que, en el supuesto debatido, no suscitaba ninguna duda la conexión entre el negocio de constitución y el de adquisición de las participaciones y que no puede cuestionarse la nulidad absoluta de la garantía por contravención de una norma legal (artículo 6.3 CC), por el hecho de que, además, la Ley contemple una posible sanción pecuniaria “que ha de estimarse complementaria, independiente y compatible, por tanto con las restantes sanciones de carácter jurídico privado que la propia Ley establece (R. de 1 de diciembre de 2000).

## **7. La pérdida del capital**

### **7.1. La disolución de la sociedad**

Las sociedades de capital deben disolverse si incurren en pérdidas que dejen reducido su patrimonio neto a una cantidad inferior a la mitad del capital social (artículo 363.1,d LSC). Al igual que en el caso de concurrencia de alguna de las otras causas de disolución, ésta no opera de forma automática, sino que habrá de ser acordada por la junta con los quórum y mayorías ordinarias (artículo 364 LSC). En su defecto “*cualquier interesado*” puede instar judicialmente la disolución de la sociedad (artículo 366 LSC). Este régimen legal procede de la reforma de 1989. La LSA de 1951 se había limitado a contemplar la correspondiente causa de disolución, aunque el Tribunal Supremo ya había declarado que la disolución podía llegar a ser impuesta (S. de 10 de octubre de 1962), pero que, en todo caso, debía justificarse la existencia de las pérdidas (S. de 23 de noviembre de 1970). La práctica posterior a 1990 refleja un uso moderado de esta facultad por parte de los socios. No hay indicios, en cambio, de un eventual interés de los acreedores en promover la disolución de las sociedades de capital.

El número de sentencias del Tribunal Supremo es equivalente al de las que se refieren a otras causas de disolución, como la imposibilidad de conseguir el fin social o la paralización de los órganos sociales. La jurisprudencia recaída reitera que la disolución no se produce de forma automática (STS de 30 de junio de 2007), aun cuando no es necesaria un requerimiento previo a los administradores para que los accionistas de una sociedad anónima soliciten la disolución judicial (STS de 14 de noviembre de 2008). Otros fallos se han limitado a constatar la existencia de pérdidas (STS de 15 de mayo de 2000), o la procedencia de la disolución en razón de la preferencia que en este punto se debe reconocer a las disposiciones de la Ley de Sociedades Anónimas sobre

las de la Ley de Régimen Local en el caso de una sociedad municipal (STS de 9 de marzo de 2007)<sup>983</sup>.

## 7.2. La responsabilidad de los administradores

La ley impone a los administradores una responsabilidad específica cuando, concurriendo alguna causa de disolución, incumplen la obligación de convocar la junta general en el plazo de dos meses o de solicitar la disolución judicial, también en un plazo de dos meses a contar desde la fecha prevista para la celebración de la junta, si no hubiera podido lograrse el acuerdo de disolución (artículo 367.1 LSC). Se trata de un régimen muy riguroso, puesto que deriva de un presupuesto objetivo y determina una responsabilidad solidaria de las obligaciones sociales (si bien, desde el año 2005, sólo de las posteriores a la concurrencia de la causa de disolución). Aun cuando el esquema anterior se refiere a cualquier causa de disolución, su aplicación en la práctica se circunscribe a la pérdida del capital. Esta circunstancia se explica por dos motivos. En primer lugar, porque se trata de la única causa relevante a los efectos de los acreedores, que, por definición, refleja una situación de crisis patrimonial y habitualmente vendrá acompañada del incumplimiento de las obligaciones de la sociedad. En segundo término, por la posibilidad de acreditar el presupuesto de hecho mediante la simple presentación de una certificación de las cuentas anuales depositadas en el Registro Mercantil (artículo 369 RRM). No es de extrañar, por tanto, que las disposiciones legales en este punto hayan tenido un extraordinario efecto expansivo, puesto que, para los acreedores, sustituyen con ventaja tanto a cualquier otro expediente de defensa de la integridad del capital, como al ejercicio de la acción de responsabilidad de conformidad con las reglas generales (artículos 236 y ss. LSC).

Según una línea jurisprudencial bien definida en este caso no es preciso ni un comportamiento doloso o negligente, ni que se acredite una relación de causalidad entre el daño causado (la falta de cobro de su crédito por el

---

<sup>983</sup> Tienen un especial interés las sentencias dictadas por las Audiencias Provinciales sobre la procedencia de la causa de disolución. Así, las de la Audiencia de Barcelona (Sección 15<sup>o</sup>), de 15 de febrero 2001 y de 30 de abril de 2009, en la que se destaca la ausencia de abuso de derecho o mala fe por el socio que promueve la disolución, dado que se trata del cumplimiento de una obligación legal); SAP de Baleares (Sección 3<sup>a</sup>), de 3 de febrero de 1999; SAP de Madrid (Sección 28<sup>a</sup>), de 9 de Enero de 2009, que no llega a pronunciarse acerca de si la concesión de un crédito participativo enerva o no la causa de disolución, por cuanto que éste no había llegado a otorgarse; SAP de Las Palmas (Sección 5<sup>a</sup>) de 31 de marzo de 1999, en la que la procedencia de la causa de disolución aparece corroborada por el informe del auditor de cuentas; SAP de Palencia (Sección única) de 9 de mayo de 1991, que no dio por válidos los datos contables de los que los administradores habían partido para promover la disolución; SAP de Valencia (Sección 9<sup>a</sup>), de 5 de febrero de 2010, que estima la procedencia de la disolución en base a las cuentas anuales y el informe de auditoría que, aun conteniendo salvedades, no habían sido atacadas en la demanda, todo ello con independencia de las causas por las que se había llegado a tal situación de pérdidas y la eventual responsabilidad del administrador; SAP de Zaragoza, de 27 marzo 1992, en la que se rechaza la disolución por pérdidas de una sociedad anónima que se encontraba en estado de suspensión de pagos, por entender que implicaría para los acreedores la pérdida de las expectativas de lograr la liquidación de sus créditos en los términos del convenio.

acreedor de la sociedad) y el incumplimiento, sin perjuicio de que éste último pueda constituir, además, una conducta negligente sujeta al régimen general de responsabilidad de los administradores<sup>984</sup>. El Tribunal Supremo se ha pronunciado en diversas ocasiones acerca del carácter objetivo y automático de la responsabilidad de los administradores (SS. de 15 de julio de 1997, 29 de abril, 12 de noviembre y 22 de diciembre de 1999, 30 de octubre y 20 de diciembre de 2000, 20 de julio de 2001, 17 de octubre de 2005, 26 de junio de 2006), que no se ve afectada por la posterior solicitud, fuera de plazo, de la declaración de suspensión de pagos (S. de 16 de diciembre de 2004), o de quiebra (S. de 12 de marzo de 2010).

En algunos fallos posteriores se ha suavizado el rigor de esta doctrina, al valorar otros elementos como la buena fe del acreedor (S. de 12 de febrero de 2003), o su conocimiento de la situación económica de la sociedad en el momento de la generación del crédito (S. de 16 de febrero 2006, en la que se valora especialmente el hecho de que la sociedad había cumplido con la obligación de depósito de sus cuentas anuales, que resultaban posibles accesibles a los terceros a través de la consulta del Registro). Asimismo, frente a la afirmación inicial de que estábamos en presencia de una pena o sanción civil, se ha abierto paso la idea de que se trata de una responsabilidad legal o formal (ya en la S. de 29 de diciembre de 2000), puesto que no sólo determina un efecto negativo para el administrador, sino también un correlativo derecho para los acreedores y no impide a aquél subrogarse en la posición de éstos y repetir con éxito contra la sociedad, en el caso de que ésta tuviera bienes suficientes para atender al pago del crédito. Esta construcción excluye la eventual aplicación de una disposición posterior más favorable (SS. 31 de enero de 2007, 10 y 11 de julio de 2008, 30 de junio y 27 de septiembre de 2010). En todo caso, la responsabilidad no afecta a quienes hubieran cesado con anterioridad a que se produzca el hecho causante de la disolución (SS. de 28 de abril y 26 de mayo de 2006), existiendo decisiones contradictorias en relación a sí, a estos efectos, el cese debe haber sido inscrito en el Registro Mercantil (así, por ejemplo, en SS. de 2 de abril de 2002 y 28 de abril de 2006)<sup>985</sup>. La existencia de una causa penal contra los administradores por presuntas irregularidades en la contabilidad interrumpe el plazo de prescripción (STS de 3 de noviembre de 2010)<sup>986</sup>.

---

<sup>984</sup> La gran cantidad de sentencias relativas a esta forma de responsabilidad de los administradores impide un análisis exhaustivo de la jurisprudencia como el que hemos realizado en los epígrafes anteriores. En el periodo comprendido entre el 1 de enero de 1995 y el 1 de enero de 2010 se dictaron más de dos docenas de sentencias del Tribunal Supremo y recayeron casi dos centenares de decisiones de las Audiencias Provinciales.

<sup>985</sup> Puede verse una reseña detallada de las sentencias del Tribunal Supremo en este punto en E. VALPUESTA GASTAMINZA, *ob. cit.*, pp. 531 a 542. Sobre las orientaciones no del todo concordantes de la jurisprudencia en el momento inmediatamente posterior a la entrada en vigor de la reforma de 1989, J. MACHADO PLAZAS, *Pérdida del capital...*, pp. 312 y 313, y Adolfo SEQUEIRA MARTÍN, *Artículo 262. Acuerdo social de disolución*, en I. ARROYO, J. M. EMBID y C. GORRIZ, *ob. cit.*, volumen II, pp. 2521 y 2522.

<sup>986</sup> El Código de Comercio establece un plazo de prescripción de cuatro años para la acción de responsabilidad contra los administradores de las sociedades mercantiles, que se computará “desde que, por cualquier motivo cesaran en la administración” (artículo 949). Este precepto se refiere, en principio, a las responsabilidades derivadas de la gestión (artículos 236 a 241 LSC),

---

por lo que, estrictamente, no resultaría de aplicación a la específica responsabilidad que, a modo de sanción civil, establece la Ley en caso de no adoptarse las medidas necesarias para proceder a la disolución de la sociedad en caso de pérdida del capital. Teóricamente, en este supuesto podría entenderse que el plazo de prescripción es el de cada una de las relaciones obligatorias de las que el administrador han pasado a responder solidariamente con la sociedad. No obstante, ha estimado el Tribunal Supremo que procede la *“unificación de dicho plazo para todos los supuestos de responsabilidad de los administradores por su actividad orgánica”* (SS. de 13 de enero y 12 de junio de 2009 y 12 de marzo y 15 de julio de 2010), y, en conexión con esta doctrina, que la falta de inscripción en el Registro mercantil impide oponer a los acreedores la prescripción de los acuerdos salvo mala fe o conocimiento de esta circunstancia por los acreedores (SS. de 15 de abril, 18 de mayo, y 11 30 de noviembre de 2010).



## CAPITULO VII

# LAS LIMITACIONES DEL MODELO DEL CAPITAL SOCIAL

## 1. La funcionalidad del capital social

### 1.1. El capital social y los costes de transacción

Como tuvimos ocasión de examinar, la estructura societaria que se organiza en torno al capital social es una de las posibles formas de articular las relaciones entre los elementos básicos de toda explotación empresarial: la inversión, el poder de decisión y la localización del riesgo<sup>987</sup>. Originariamente se trataba de una estructura organizativa idónea para empresas que precisaban para su desarrollo grandes cantidades de capital físico, aunque la flexibilidad del modelo ha permitido su extensión a todo tipo de negocios. La aparición de la disciplina del capital social en las legislaciones del siglo XIX se produce en una época presidida por la suspicacia y la desconfianza hacia las sociedades por acciones<sup>988</sup>. A través del estatuto del capital el sistema legal pretende proporcionar certidumbre y seguridad jurídica tanto en las relaciones entre los socios como en las que se establecen en el plano externo, entre la sociedad y sus acreedores. Se trata, en definitiva de reducir los costes de transacción entre los agentes económicos y facilitar la adopción de decisiones de inversión óptimas y, por tanto, la asignación eficiente de un recurso escaso como es el capital.

Este objetivo se logra a través de un régimen legal imperativo asociado a una serie de requisitos de publicidad legal que evitan los costes de información y negociación en que, en otro caso (en el supuesto de que resultara materialmente posible), deberían incurrir los agentes económicos para obtener un resultado equivalente. Desde la perspectiva de los socios, el estatuto del capital asegura la apropiación del excedente de explotación y del eventual aumento del valor de la empresa. Asimismo, evita las transferencias patrimoniales injustificadas entre grupos de socios o entre éstos y los administradores<sup>989</sup>. Son diversos los mecanismos de que se vale el esquema legal para obtener este resultado. En primer término, en el momento de la constitución de la sociedad de capital asegurando un tratamiento paritario entre los socios a través de las reglas relativas a la suscripción y a la verificación y el

---

<sup>987</sup> J. O. ORIOL MAJO, *ob. cit.*, p. 41. Véase también, *infra*, pp. xx a xx.

<sup>988</sup> Véase, *infra*, Capítulo II y, en particular p. 67 a 73,

<sup>989</sup> Ellis FERRAN, *Legal Capital Rules and Modern Securities Markets – the Case for Reform, as Illustrated by the U. K. Equity Markets*, en K. J. HOPT y E. WYMEERSCH, *Capital Markets...*, pp. 115 y 116.

control del desembolso y delimitando con precisión la posición jurídica de cada uno de ellos a través de las reglas relativas a la configuración formal del capital.

Más adelante, durante la vida de la sociedad, vinculando a la participación en el capital el poder último de decisión. Este no sólo comprende el nombramiento y el cese de los administradores sino también el control de las eventuales modificaciones estatutarias y, en particular, las que afectan a la estructura del capital. Los socios son, además, los principales beneficiarios de los deberes de diligencia y lealtad que la Ley impone a los administradores, y de las reglas sobre formulación de cuentas anuales y auditoría que permiten en las sociedades de estructura abierta llevar a cabo un seguimiento de la gestión<sup>990</sup>. A su vez, la determinación de una cifra de capital permite a los acreedores conocer el importe de los recursos patrimoniales que los socios han comprometido de forma permanente (o, cuando menos, estable) al desarrollo de la empresa que constituye el objeto de la sociedad<sup>991</sup>. Aun cuando no excluye la contratación de garantías adicionales, constituye un mecanismo general de protección de aquellos acreedores que carecen de capacidad de negociación frente a la compañía y, sobre todo, de los acreedores involuntarios, es decir, de los que adquieren esta condición como consecuencia de la responsabilidad extracontractual en que pueda haber incurrido la sociedad. Finalmente, la existencia de un régimen legal especializado, mejora y amplía la efectividad de las reglas generales sobre las transmisión de bienes en fraude de acreedores, en concreto. Estas reglas pueden adaptarse, además, a ciertas situaciones especiales como el periodo de liquidación de la sociedad<sup>992</sup>.

## 1.2. Las insuficiencias de la disciplina

A pesar de las consideraciones anteriores, en la última década han alcanzado una gran difusión una serie de opiniones que, con diversos argumentos, cuestionan abiertamente la bondad de la disciplina del capital<sup>993</sup>. En primer lugar, desde un estricto análisis de la relación coste-beneficio<sup>994</sup>. Así se estima

---

<sup>990</sup> E. FERRAN, *ob. cit.*, p. 116.

<sup>991</sup> J. O. ORIOL MAJO, *ob. cit.*, p. 45.

<sup>992</sup> P. DAVIES, *Introduction.....*, pp. 78 y 79.

<sup>993</sup> Peter O. MÜLBERT y Max BIRKE, *Legal Capital – Is There a Case against the European Legal Capital Rules?* EBOLR, nº 3 (2002) p. 696 y 697; P. SANTELLA y R. TURRINI, *ob. cit.*, pp. 430 a 432; Wolfgang SCHÖN, *The future of legal capital*, EBOLR nº 5 (2004), pp. 432 y 433; C. ALONSO LEDESMA, *Algunas reflexiones.....*, pp. 132 y 146; T. BACHNER, *ob. cit.*, p. 94; Marta GARCÍA MANDALONIZ, *El cuestionado sentido del régimen jurídico del capital social*, en Santiago HIERRO ANIBARRO (Dir.), *Simplificar el Derecho de sociedades*, Madrid (2010), pp. 325 a 327.

<sup>994</sup> F. KÜBLER, *The Rules....*, pp. 101 y 102; J. ARMOUR, *Legal capital.....*, p. 25; J. RICKFORD, *Legal Approaches.....*, p. 170, que destaca como la complejidad del sistema legal se ve incrementada por los desarrollos jurisprudenciales realizados a partir de la doctrina del

que las cargas de todo tipo y la rigidez que impone en el funcionamiento interno de las compañías están muy lejos de compensar la dudosa protección que para los acreedores deriva del sistema asumido en la Directiva 77/91/CEE. De la misma forma, se afirma que la garantía que supone la determinación de una cifra de capital es puramente formal, puesto que nada impide que una vez que la sociedad da comienzo sus operaciones puede utilizar sus recursos patrimoniales en activos que pierdan valor y, sobre todo, nada dice sobre la naturaleza más o menos arriesgada de su actividad o la cuantía de las deudas en que ésta pueda llegar a incurrir en el futuro<sup>995</sup>. De hecho, las restricciones que impone la disciplina del capital pueden llegar a ser perjudiciales para un determinado tipo de acreedores (fondos y sociedades especializadas o inversores sofisticados), que frente a la característica aversión al riesgo de otras categorías de proveedores recursos financieros (típicamente, los bancos) desearían optar por un nivel más alto de remuneración a cambio de soportar un riesgo superior<sup>996</sup>.

En segundo término, se cuestiona la efectividad de los mecanismos de aplicación del sistema legal, atendida la dificultad que para los acreedores supone realizar un seguimiento actualizado de la actividad de la compañía deudora<sup>997</sup>. En todo caso, parece muy difícil evitar a priori, especialmente en las sociedades de capital de estructura cerrada, los distintos esquemas que permiten llevar a cabo atribuciones patrimoniales indirectas o encubiertas a los socios (típicamente por vía de retribución de servicios profesionales, o de la remuneración de los administradores). Por este motivo, se argumenta que resulta más adecuado un enfoque alternativo en el que se sancione severamente a posteriori la conducta irregular o fraudulenta de los administradores en lugar de establecer una serie de reglas de actuación a las que deba someterse la actividad ordinaria de las sociedades de capital<sup>998</sup>. En la misma línea, se cuestiona también si la disciplina del capital puede seguir teniendo efectividad, atendida la circunstancia de que como consecuencia de la difusión de las Normas Internacionales de Contabilidad ha desaparecido la preferencia tradicionalmente reconocida al principio de prudencia. Este último, en estrecha relación con la doctrina del capital limitaba en interés de los acreedores las cuantías susceptibles de ser distribuidas como dividendo<sup>999</sup>.

Finalmente, al margen de las consideraciones anteriores, aun asumiendo que las reglas legales relativas al capital social puedan aportar algún tipo de valor

---

capital, como ha sucedido con la subordinación de créditos en Alemania o la asistencia financiera en el Reino Unido.

<sup>995</sup> L. ENRIQUES y J. R. MACEY, *ob. cit.*, en particular, pp. 1167, 1184 a 1186 y 1195 a 1198.

<sup>996</sup> L. ENRIQUES y J. R. MACEY, *ob. cit.*, p. 1198.

<sup>997</sup> L. ENRIQUES y J. R. MACEY, *ob. cit.*, p. 1194. Los diversos mecanismos de *enforcement* que ofrece la disciplina del capital Derecho español han sido analizados con detalle en el capítulo VI de esta obra.

<sup>998</sup> T. BACHNER, *ob. cit.*, p. 94.

<sup>999</sup> P. O. MÜLBERT y M. BIRKE, *ob. cit.*, p. 698; M. GARCÍA MANDALONIZ, *ob. cit.*, p. 331.

añadido, no se ve el motivo por el cual éstas deben tener carácter imperativo y no dispositivo<sup>1000</sup>. Se trata de un argumento que tiene una especial virtualidad en un modelo en el que las sociedades se financian directamente en el mercado. No es posible pensar que un esquema único diseñado por el legislador pueda ajustarse exactamente a las variadas circunstancias de las empresas que operan en un determinado mercado. Por el contrario, parece preferible permitir que sean los propios interesados –las sociedades de capital y sus socios y acreedores- los que definan los términos en que ha de desarrollarse su relación en la forma que mejor se adapte a sus necesidades y expectativas<sup>1001</sup>. De esta forma no sólo se facilitará la aparición de estructuras de financiación más eficientes, sino que será posible su adaptación progresiva a las nuevas condiciones que puedan aparecer, puesto que los acuerdos de financiación han de renovarse periódicamente<sup>1002</sup>.

## 2. El capital mínimo: el debate académico y su trascendencia práctica

La exigencia de un capital mínimo para la constitución y el mantenimiento de la condición de sociedad anónima bajo el régimen de la Directiva 77/91/CEE ha sido una de las cuestiones más debatidas de la disciplina del capital social<sup>1003</sup>. Las ventajas o inconvenientes de la figura han determinado una amplia discusión doctrinal<sup>1004</sup>. Los argumentos a favor de la exigencia de una capitalización mínima se han centrado en la protección de los acreedores, la necesidad de impedir la constitución de sociedades sin unas mínimas expectativas de rentabilidad, la función de la cifra de capital como indicador de la capacidad patrimonial de la compañía, o la mayor facilidad que proporciona para acudir al mercado de crédito. La opinión contraria se fundamenta en el carácter ilusorio de la protección que proporciona a socios y acreedores, en los costes adicionales que impone a las empresas, en la barrera arbitraria que implica para el acceso a las formas que limitan la responsabilidad de los socios,

---

<sup>1000</sup> L. ENRIQUES y J. R. MACEY, *ob. cit.*, p. 1193; C. ALONSO LEDESMA, *Algunas reflexiones.....*, pp. 146 a 150.

<sup>1001</sup> F. KÜBLER, *The Rules...*, pp. 105 y 106; E. FERRAN, *ob. cit.*, pp. 117 y 118; W. SCHÖN, *ob. cit.*, p. 439; J. ARMOUR, *Legal capital.....*, p. 25; C. ALONSO LEDESMA *Algunas reflexiones.....*, p. 134; B. UMFÄHRER, *ob. cit.*, pp. 34 a 41.

<sup>1002</sup> En palabras de L. ENRIQUES y J. R. MACEY -*ob. cit.*, p. 1170- "*borrowing is a repeat game in the life of a company, and companies are unlikely to fool creditors more than once*".

<sup>1003</sup> Sobre el régimen del capital mínimo en derecho comunitario y español, véase, *infra*, pp. 152 y 189.

<sup>1004</sup> Puede verse una reseña detallada en H. EIDENMÜLLER, B. GRUNEWALD y U. NOAK, *ob. cit.* pp. 22 a 31, y Fritz EWANG, *An Analysis and Critique of the EU's Minimum Capitalisation Requirement* (2007), (disponible en <http://www.ssrn.com>). En este último trabajo –p. 10- se incorpora un cuadro comparativo en el que destaca la inexistencia de un requisito equivalente en los Estados Unidos: el RMBCA no contiene previsión alguna en relación a la necesidad de un capitalización mínima, y las exigencias incorporadas a las legislaciones estatales tienen carácter simbólico; 1.000 USD en California, Delaware, Massachusetts o Nueva York, y 500 USD en Florida.

y en la dificultad insalvable que supone la fijación de una cifra de capital mínimo para todas las sociedades al margen de la naturaleza de su actividad<sup>1005</sup>.

La necesidad de dotar un capital mínimo tiene una evidente trascendencia práctica, puesto que, en ausencia de la misma, el régimen del capital deviene un estatuto de voluntario cumplimiento. Con una cifra de capital puramente formal (por ejemplo un euro) la función de retención de activos en el patrimonio social carece de toda relevancia. En este esquema sería posible la subsistencia en el tráfico como sociedades de capital de compañías sin recursos propios, que podrían llevar a cabo una atribución patrimonial a sus socios en tanto el importe de los activos fuera superior en un euro a la cuantía de las deudas contraídas con terceros<sup>1006</sup>. De esta forma la disciplina del capital sólo se aplicaría en la práctica a aquellas sociedades que decidieran (o estuvieran en condiciones de) fijar en sus estatutos una cifra de capital significativa. No obstante lo anterior, el debate en torno a la bondad de la exigencia de un capital mínimo en la Directiva 77/91/CEE es, a día de hoy, irrelevante, puesto que hasta las opiniones más críticas con la figura reconocen que la suma exigida es trivial<sup>1007</sup>.

En primer lugar, la cuantía mínima prevista en la Directiva (25.000 euros) carece de una significación equivalente a la que pudieron tener algunos intentos anteriores, pronto abandonados (como la Ley británica de 1855, la Ley alemana de 1937, el Código Italiano de 1942 o en Anteproyecto español de 1948)<sup>1008</sup>. Se trata, además, de un requisito cuya efectividad ha sido paulatinamente erosionada por inflación, al no haber sido actualizado desde su introducción en 1976. Incluso las cantidades superiores exigidas por algunos ordenamientos (60.000 euros en España) o para determinadas formas societarias (120.000 euros tratándose de una SE) tienen una significación extraordinariamente modesta si se sitúan en la perspectiva de una forma societaria cuyos elementos configuradores permiten acudir directamente al ahorro público. En las sociedades de estructura abierta la cifra estatutaria de capital suele ser muy superior<sup>1009</sup>. En todo caso hay que recordar que, para el acceso a los mercados secundarios organizados, a Directiva 2001/34/CE exige una cifra mínima de “*capitalización bursátil previsible*”, o, si esta no pudiera ser evaluada, unos fondos propios de, al menos, un millón de euros. En nuestro país, el Real Decreto 1310/2005 exige un importe mínimo de seis millones de

---

<sup>1005</sup> De nuevo, según el ejemplo que proponen L. ENRIQUES y J. R. MACEY -*ob. cit.*, p. 1186- carece de sentido la fijación de un requisito idéntico para una compañía fuertemente endeudada que se dedique al transporte de desechos radiactivos y para otra que con un ratio muy reducida de deuda tenga por objeto el diseño de programas de ordenador.

<sup>1006</sup> T. BACHNER, *ob. cit.*, p. 94. Sobre esta cuestión, Alain PIETRANCOSTA, *Capital zéro ou zéro capital*, en Alain COURET y Hervé LE NABASQUE (Dir.). *Quel avenir pour le capital social?*, Paris (2004).

<sup>1007</sup> L. ENRIQUES y J. R. MACEY, *ob. cit.*, p. 1185.

<sup>1008</sup> Véase, *infra*, pp. 59, 64 y 70.

<sup>1009</sup> H. EIDENMÜLLER, B. GRUNEWALD y U. NOAK, *ob. cit.* p. 39; C. ALONSO LEDESMA, *Algunas reflexiones....*, pp. 134.

euros como “*valor esperado de mercado*”, para el importe total de los valores cuya admisión a negociación se solicita<sup>1010</sup>, sin que se haya suscitado debate alguno en torno a las eventuales restricciones de acceso a la financiación que esta regulación determina para las sociedades de capital.

En segundo lugar, la exigencia de un capital mínimo aparece circunscrita a las sociedades por acciones sin que la normativa comunitaria contenga una exigencia equivalente para las sociedades de responsabilidad limitada, que es la forma adoptada por la inmensa mayoría de las sociedades de capital. Como tendremos ocasión de examinar, la competencia entre ordenamientos en el seno de la Unión Europea hace muy difícil que las legislaciones nacionales puedan en el futuro establecer requisitos rigurosos en este punto. La exigencia de un capital mínimo no puede relacionarse, por tanto, con la existencia de medios suficientes para el desarrollo de la actividad productiva de la sociedad<sup>1011</sup>. Tampoco como el requisito de acceso a la limitación de responsabilidad, puesto que tiene un significado marginal en la sociedad de responsabilidad limitada. Su función ha quedado reducida, estrictamente, a la de un criterio ordenador de las relaciones entre las formas sociales<sup>1012</sup>. De hecho, el sistema legal se vale otros medios cuando pretende asegurar un nivel mínimo de cobertura patrimonial para la realización de determinadas actividades. Así lo pone de relieve la normativa sectorial, en la que, frente a la técnica tradicional de fijación de una cifra mínima de capital social, están apareciendo exigencias de carácter dinámico, basadas en la calidad de los activos o los riesgos asumidos por las sociedades de capital que operan en determinados sectores<sup>1013</sup>.

---

<sup>1010</sup> Véase, *infra*, p. 251.

<sup>1011</sup> C. ALONSO LEDESMA, *Algunas reflexiones.....*, pp. 134 y 135.

<sup>1012</sup> Véase, *infra*, pp. 152 y 153.

<sup>1013</sup> Esta es la orientación de la Directiva 2009/138/CE del Parlamento y del Consejo, de 25 de noviembre de 2009, sobre el seguro de vida, el acceso a la actividad de seguro y reaseguro y su ejercicio (Solvencia II). La Directiva contiene una complejísima regulación en la que se parte del principio de que los requisitos de solvencia deben basarse en una valoración económica de la totalidad del balance (Considerando 45). A estos efectos las empresas deben calcular el “*capital de solvencia obligatorio*” al menos una vez al año y volverlo a calcular “*si su perfil de riesgo se altera significativamente*” (Considerando 63). El capital de solvencia obligatorio debe corresponderse con el “*capital económico*” que han de poseer las empresas de seguros y reaseguros para evitar su ruina, que habrá de calcularse “*sobre la base del verdadero perfil de riesgo de dichas empresas*” (Considerando 64). Además, con el fin de corregir los efectos procíclicos del sistema financiero y evitar situaciones en las que las empresas de seguros se verían obligadas a conseguir capital adicional o realizar sus inversiones, es preciso incluir un mecanismo de “*ajuste simétrico*” para el supuesto de caídas excepcionales en el precio de los activos financieros que integren su patrimonio (Considerando 61). También encontramos un enfoque dinámico de los deberes de capitalización en los acuerdos adoptados en septiembre de 2010 por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea. La reforma, conocida con el nombre de Basilea III, establece un nuevo indicador básico sobre que compara el volumen de créditos con el capital de un banco, más los beneficios retenidos, ajustando los activos en razón de su grado de riesgo. El requerimiento básico de capital se eleva del 2% al 4,5% de la cartera de créditos y se contempla, además, la necesidad de dotar un fondo especial de conservación del capital que puede alcanzar el 2,5%. También contempla la introducción de un coeficiente de apalancamiento complementario, no basado en el riesgo como medida de capital, con la

### 3. El problema de la infracapitalización

#### 3.1. El capital social y el patrimonio de explotación

La sociedad anónima como prototipo de la sociedad de capital nace al servicio de las necesidades de financiación de la gran empresa. En primer lugar, las compañías coloniales y, posteriormente, las vinculadas con las nuevas actividades surgidas con la Revolución Industrial. La estructura organizativa de las compañías por acciones se encamina a la integración por los socios de un patrimonio de explotación de grandes dimensiones. En este esquema estaba implícita la idea de que debía existir una correspondencia entre éste el capital social y el patrimonio de explotación o, al menos, entre el capital y una porción sustancial de este último (por ejemplo, los activos fijos de las empresas industriales o de transporte). No es de extrañar, por tanto, que las leyes de sociedades del siglo XIX, salvo excepciones, no establecieran exigencias mínimas de capitalización<sup>1014</sup>. La determinación de la cifra de capital se remitía al criterio de fundadores o promotores. Esta sería la que en el momento de la constitución se hubiera considerado necesaria para el desarrollo de la empresa proyectada. El sistema legal, ha admitido tradicionalmente, como punto de partida, el principio de libre fijación del capital.

Este enfoque se altera a medida en que se hace más frecuente la apelación al mercado de crédito para financiar sus actividades. La financiación externa produce un aumento del apalancamiento: en la medida en que el rendimiento de la explotación supere el coste financiero en que ha incurrido la compañía, los socios dispondrán de un mayor excedente susceptible de apropiación como beneficio. Al mismo tiempo se produce una transferencia parcial del riesgo de empresa a los acreedores. De aquí el desarrollo en los primeros años del siglo XX del modelo tradicional del capital social como mecanismo de protección de los acreedores<sup>1015</sup>. Esto supone que la financiación mediante recursos propios o recursos ajenos pasa a tener una significación económica equivalente, puesto que se trata, de hecho, de dos vías alternativas a disposición de los gestores de la compañías. De esta forma se produce un cambio de notable trascendencia frente a la situación anterior. La libre fijación de la cifra de capital se convierte en un principio de libre determinación de la estructura financiera

---

finalidad de evitar el excesivo crecimiento de la actividad. Las propuestas también incluyen exigencias generales mínimas por riesgo de liquidez que permitan a las entidades de crédito soportar situaciones de tensión de liquidez a corto plazo y aseguren la estabilidad a largo plazo de sus necesidades de financiación.

<sup>1014</sup> G. RIPERT, ob. cit. , p. 267. Aún cuando la Ley española de 1848 había exigido que las sociedades anónimas, sujetas a autorización administrativa, dispusieran de un “*capital proporcionado al fin de su establecimiento*” (artículo 5), en el Código de 1885 sólo aparece una previsión equivalente en relación a las compañías de ferrocarriles y demás obras públicas en las que el capital social, junto a la subvención, debía representar “*por lo menos la mitad del importe del presupuesto total de la obra*” (artículo 185,1). Al respecto, véase, *infra*, pp. xx y xx.

<sup>1015</sup> Véase, *infra*, pp. 99 a 101.

de la empresa, sin otra restricción que la derivada de la necesidad de respetar el casi irrelevante requisito del capital mínimo<sup>1016</sup>.

Cuando, además, se generaliza el uso de las sociedades de capital para todo tipo de proyectos empresariales, la protección derivada de la disciplina del capital deviene en la mayoría de las compañías una noción formal vacía de contenido. La liberalización del derecho de sociedades determinó que la cifra estatutaria de capital dejara de guardar relación alguna con las necesidades financieras de la sociedad<sup>1017</sup>. Por el contrario, en la mayoría de los casos, su determinación en el acto fundacional no tiene por objeto servir de cauce para integrar los recursos patrimoniales que precisan en el desarrollo de sus actividades. Por el contrario, responde únicamente a la exigencia legal de cumplimentar una serie de menciones en el acto o convenio constitutivo de aquellos tipos societarios que limitan la responsabilidad de sus socios. Esta situación se produce, típicamente, en las sociedades de estructura cerrada y en los grupos de sociedades<sup>1018</sup>. Aquí el capital no desempeña una función financiera, y los socios proporcionan los medios económicos necesarios a través de diversos esquemas ajenos al contrato social y de la disciplina del capital. Las situaciones patológicas que se presentan en la práctica son muy variadas, pero es habitual contraponer dos modalidades en razón de si se trata de una insuficiencia de los medios aportados por los socios o de la sustitución de la aportación de capital por una financiación realizada a título de crédito. Son las llamadas infracapitalización material y nominal<sup>1019</sup>.

## 3.2. La infracapitalización material

### 3.2.1. El concepto y el enfoque tradicional

Se afirma que una sociedad está infracapitalizada cuando los socios no han aportado a la sociedad los fondos adecuados o necesarios para el desarrollo del objeto social proyectado. La infracapitalización material vendría ser una desproporción o un desequilibrio entre dos magnitudes: la cifra de capital fijada estatutariamente –en realidad, los recursos propios de la sociedad<sup>1020</sup>- y el

---

<sup>1016</sup> Rosa OTXOA-ERRARTE GOIKOETXEA, *La responsabilidad de los Socios por la Infracapitalización de su Sociedad*, Pamplona (2010), pp. 51 a 61.

<sup>1017</sup> J. RICKFORD, *Legal Approaches.....*, pp. 141 y 142.

<sup>1018</sup> Cándido PAZ-ARES, *Sobre la infracapitalización de las sociedades*, ADC (1983), pp. 1588 y 1589; Juan SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, *Infracapitalización*, en C. ALONSO LEDESMA, *Diccionario.....*, pp. 702

<sup>1019</sup> C. PAZ-ARES, *Sobre....*, pp. 1594 y 1595; José MASSAGUER FUENTES, *La infracapitalización. La postergación legal de los créditos de los socios*, en R. BONARDELL LEZANO, J. MEJIAS GONZÁLEZ, U. NIETO CAROL, *La Reforma.....*, p. 944; Juan SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, *ob. cit.*, pp. 702 y 703; R. OTXOA-ERRARTE, *ob. cit.*, p. 154.

<sup>1020</sup> L. FERNÁNDEZ DEL POZO, *Aplicación.....*, p. 220.

objeto social o el nivel de riesgo de la empresa que desarrolla<sup>1021</sup>. Desde otro punto de vista se destaca el dato de la capacidad de la sociedad para acudir al crédito. Así, se ha definido la infracapitalización como aquella situación en la que el capital propio resulta insuficiente para atender a las necesidades de financiación de la sociedad a medio o largo plazo, sin que ésta se encuentre en condiciones de obtener financiación externa en el mercado<sup>1022</sup>.

Las ideas anteriores han de ser objeto de algunas matizaciones. Obviamente, sin un sustrato patrimonial ninguna empresa puede desenvolverse y actuar en el tráfico mercantil. Las situaciones patológicas vinculadas a la infracapitalización se caracterizan no tanto por la inexistencia de un patrimonio de explotación, sino por el hecho de que, a través de un artificio formal, se pretende que los activos materiales a disposición de la sociedad queden fuera del alcance de la acción ejecutiva de sus acreedores. De esta forma, de no existir mecanismos correctores, se traspasará a éstos de forma irregular una porción sustancial del riesgo de empresa. Así sucede si una única empresa se desarrolla de forma indiferenciada a través de diversas sociedades, cada una dotada de personalidad jurídica independiente o cuando existe una sociedad de carácter patrimonial que concentra la titularidad de todos los activos y una sociedad operativa completamente descapitalizada.

Frente a estas situaciones, el remedio ampliamente utilizado en la jurisprudencia ha sido la aplicación de la doctrina del levantamiento del velo<sup>1023</sup>. El Tribunal Supremo español se ha mostrado extraordinariamente proclive a su utilización en los casos de confusión de personalidades con el fin de eludir responsabilidades personales o cuando la sociedad carece de funcionamiento independiente (SS. de 20 de julio de 1995, 15 de marzo de 2002, 27 de octubre de 2004 y 30 de octubre de 2007). En una reciente decisión, el Alto Tribunal descarta la personalidad jurídica de una cooperativa creada en fraude de acreedores, sin capital social, patrimonio propio, gestión independiente y vida social propia (STS de 28 de mayo de 2008). La segunda de las patologías señaladas se ha planteado en supuestos en los que se pretende el ejercicio de una tercería de dominio frente a la acción ejecutiva de los acreedores de una sociedad filial. En uno de los primeros supuestos resueltos, el Tribunal Supremos rechaza la tercería ejercitada por la matriz que

---

<sup>1021</sup> C. PAZ-ARES, *Sobre...*, pp. 1588 y 1589; Rafael GUASCH MARTORELL, *La doctrina de la infracapitalización: aproximación conceptual de la infracapitalización de las sociedades*. RDM nº 234 (octubre-diciembre 1999), p. 1491; Juan SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, *ob. cit.*, pp. 702 y 703; con gran detalle, R. OTXOA- ERRARTE, *ob. cit.*, pp. 140 y ss.

<sup>1022</sup> Peter ULMER, en *Hachenburg, Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung. Grosskommentar*, Berlin (1992), parágrafo 30, nº 16 ; J. MASSAGUER FUENTES, *La infracapitalización.....*, p. 945.

<sup>1023</sup> Presenta una especial claridad un ejemplo tomado de la jurisprudencia norteamericana, citado por C. PAZ-ARES, *Sobre...*, p. 1594. Una empresa dispone de cincuenta taxis, pero con objeto de diversificar y reducir riesgo constituye con cada dos de ellos una compañía independiente. Tras un accidente la víctima se encuentra con que la sociedad responsable carece apenas de bienes suficientes con los que resarcirse (dos automóviles usados). El juez considera responsable a la matriz por no haber dotado a sus filiales de un capital adecuado a los riesgos típicos de la empresa.

había vendido con pacto de reserva de dominio la maquinaria que precisa una filial constituida con un capital simbólico (STS de 20 de junio de 1983). Con el mismo fundamento existe una abundante jurisprudencia posterior (SS. de 31 de enero, 18 de abril y 22 de noviembre de 2000; 5 de abril de 2001, 11 de octubre de 2002 y 19 de octubre de 2010).

### 3.2.1. La responsabilidad de socios y administradores

Al margen de las situaciones patológicas, cabe plantear si la inadecuada capitalización de la sociedad debe determinar una específica responsabilidad de socios y administradores. Esta última podría tener un especial interés en las situaciones próximas a la insolvencia, en las que se exagera el conflicto de intereses entre socios y acreedores<sup>1024</sup>. La información más precisa y actualizada de que disponen los primeros hará muy difícil que en esta tesitura puedan plantearse realizar inversiones adicionales que previsiblemente sólo tendrían como efecto proporcionar una garantía de cobro adicional de los acreedores<sup>1025</sup>. En nuestro Derecho la responsabilidad personal de socios y administradores podría fundarse en la consideración de que en las sociedades anónimas y de responsabilidad limitada el capital tiene una función sustitutiva de la responsabilidad personal (artículo 1 LSC), en la exigencia implícita en la disciplina del capital de una capitalización adecuada, en la circunstancia de que una sociedad infracapitalizada nacería incurso en causa de disolución, puesto que la insuficiencia de medios determinaría desde su origen la imposibilidad de alcanzar el fin social (artículo 363.1,b LSC), e, incluso, en el régimen general de la responsabilidad extracontractual (artículo 1902 CC)<sup>1026</sup>.

No obstante, hay que entender que las disposiciones legales no proporcionan al respecto un fundamento suficientemente sólido<sup>1027</sup>. En todo caso, la jurisprudencia del Tribunal Supremo se ha mostrado proclive a rechazar la responsabilidad de los administradores en razón de una eventual insuficiencia de la cifra de capital (SS. de 12 de junio de 1995 y 16 de febrero de 2004)<sup>1028</sup>. En cuanto a la eventual responsabilidad de los socios (a quienes corresponde en última instancia la fijación de la cifra de capital) encuentra además obstáculos dogmáticos de cierta consideración. En primer término, la imposibilidad de definir las situaciones de infracapitalización más allá de criterios o reglas de carácter tan general que ninguna orientación proporcionan

---

<sup>1024</sup> Véase, *infra*, pp. 32 y 33.

<sup>1025</sup> P. O. MÜLBERT y M. BIRKE, *ob. cit.*, p. 710.

<sup>1026</sup> C. PAZ-ARES, *Sobre...*, pp. 1596 y 1597; R. OTXOA- ERRARTE, *ob. cit.*, pp. 238 y ss.

<sup>1027</sup> Juan SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, *ob. cit.*, p. 703.

<sup>1028</sup> Lógicamente, una cifra estatutaria de capital anormalmente reducida en relación a la actividad o el riesgo de empresa hará mucho más probable que la sociedad pueda incurrir en la causa de disolución consistente en la pérdida de la mitad del capital, que es el supuesto que conduce típicamente a la responsabilidad solidaria de los administradores por las deudas sociales posteriores a la concurrencia de la causa de disolución (artículos 363.1,d y 367 LSC).

en la práctica<sup>1029</sup>. El juicio de la idoneidad de la estructura de la empresa se ha realizado tradicionalmente a través de ratios financieros, pero ni la ciencia contable ni la teoría económica pueden proporcionar a priori una definición de cual pueda ser la proporción idónea entre recursos propios y ajenos<sup>1030</sup>. Esta dependerá de un conjunto muy variado de circunstancias: las propia actividad de la empresa, las condiciones de los mercados financieros a los que pueda tener acceso e incluso factores culturales.

En segundo lugar, se ha cuestionado que la insuficiente capitalización determine, por sí misma, una transferencia irregular del riesgo de empresa a los acreedores de la sociedad. A partir de la idea de que la solución más eficiente es dejar a las fuerzas del mercado la determinación de la relación más idónea entre recursos propios y recursos ajenos, se argumenta que las situaciones de infracapitalización determinan un incremento de los costes de agencia en que incurren los acreedores, pero que pagan efectivamente los socios. El menor riesgo en que incurren los socios se traduce en la necesidad de una supervisión más intensa por los acreedores, incrementa los costes asociados al riesgo moral y exige valorar la posibilidad de una liquidación forzosa de la compañía, todo lo que se traducirá en una serie de condiciones más onerosas para la obtención de crédito<sup>1031</sup>. La idea de que el coste financiero en que incurre la sociedad infracapitalizada ya incorpora una estimación de la posible insuficiencia de los recursos propios se refuerza si se toma en consideración el incremento de la información disponible que resulta de las cada vez más rigurosas exigencias que derivan de las normas contables y, sobre todo, del régimen de la publicidad de las cuentas anuales de las sociedades de capital. Es clave en este punto el depósito de las cuentas en el Registro Mercantil que permite a cualquier interesado el acceso a bajo coste a

---

<sup>1029</sup> Por este motivo, cuando se pretende la inscripción de una sociedad de capital en el Registro Mercantil, el Registrador no puede valorar la existencia de una adecuada correlación entre la cifra de capital y el objeto social, tal como declaró la R. DGRN de 22 de junio de 1983. Aun reconociendo que en el caso debatido cabía apreciar una manifiesta desproporción entre la cifra de capital (el mínimo legal en una sociedad limitada) y el objeto social (integrado, entre otras actividades por actividades de construcción, promoción inmobiliaria, instalación de tratamiento de aguas, explotación de centros comerciales, residencias geriátricas y explotaciones mineras), el Centro Directivo entiende que *“en el estado actual de nuestra legislación”* el Registrador debe ajustar estrictamente su calificación a la comprobación de si la cifra de capital alcanza el mínimo exigido en la Ley, sin que la *“infracapitalización”* alegada por el Registrador pueda fundamentarse en las disposiciones aplicables a la pérdida del capital, que *“contemplan una entidad ya existente cuyo desenvolvimiento deviene imposible y cuya decisión presupone una decisión de los órganos soberanos de la propia entidad o la pertinente resolución judicial”*.

<sup>1030</sup> Giuseppe B. PORTALE, *Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzata*, Rivista della società (1991), p. 24; Giovanni TANTINI, *Capitale e Patrimonio nella società per azioni*, Padova (1980), pp. 60 y 61; R. GUASCH MARTORELL, ob. cit., pp. 1495 y 1496.

<sup>1031</sup> Cándido PAZ-ARES, *La infracapitalización. Una aproximación contractual*, RdS (1994), pp. 256 a 260. Como el propio autor señala, no obstante, la argumentación tiene algunas limitaciones puesto que los acreedores extracontractuales no tienen la posibilidad de internalizar los costes. Un razonamiento muy semejante aparece en J. O. ORIOL MAJO, ob. cit., pp. 77 que califica de *“pseudoproblema”* a la discusión en torno a la infracapitalización.

una información relevante de los sujetos que operan en el tráfico con el beneficio de la limitación de responsabilidad<sup>1032</sup>.

### 3.3. La infracapitalización nominal

La llamada infracapitalización nominal no consiste en una inadecuación de los medios materiales necesarios para el desarrollo de la actividad, sino en el hecho de que los socios los han suministrado a título de crédito y no como aportación al capital. De esta forma asumen frente a la sociedad la posición de acreedores con todas las consecuencias que ello implica: al tratarse de recursos ajenos las cantidades aportadas podrán de ser restituidas al margen de la disciplina del capital social; por regla general darán lugar a la necesidad de satisfacer una contraprestación periódica al socio aportante (lo que a su vez tiene implicaciones de índole tributaria); el crédito no se ve afectado por las pérdidas y podrá ser satisfecho en tanto existan bienes suficientes para atender al pago en el patrimonio social y, finalmente, llegada una situación concursal puede conferir a los socios una posición de preeminencia en la masa pasiva<sup>1033</sup>.

Frente a esta situación se ha generalizado la idea de que los créditos que realizan una función sustitutiva del capital han de quedar sometidos a un régimen específico que se concreta en la postergación legal de los mismos. Este es el planteamiento de nuestra Ley Concursal, que contempla junto a los créditos privilegiados y ordinarios la categoría de los créditos subordinados, entre los que se encuentran los de *“las personas especialmente relacionadas con el deudor”* (artículo 92,5º). En las sociedades de capital se consideran como tales los socios que sean titulares de, al menos, un cinco por ciento del capital social, si la sociedad declarada en concurso tuviera valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial, o un diez por ciento si no los tuviera (artículo 93.2,1º LC), los administradores de hecho o de derecho, los liquidadores y los apoderados con poderes generales de la empresa (artículo 93.2,2º LC) y las sociedades que formen parte del mismo grupo que la sociedad declarada en concurso y sus socios (artículo 93.2,3º LC). En todos estos casos se estima que se trata de personas que pudieron tener información sobre el concursado que no estaba disponible para los demás acreedores o que han tenido una influencia determinante en la configuración de la estructura financiera de la sociedad de capital concursada<sup>1034</sup>.

---

<sup>1032</sup> A. ALONSO UREBA, *El capital....*, pp. 346 y 347. En la misma línea, Joaquim BISBAL, *Breve comentario a la nueva disciplina contable de las sociedades de capital*, en VV.AA., *Derecho de Sociedades de Responsabilidad Limitada II*, Madrid (1996), pp. 1191 y ss.

<sup>1033</sup> C. PAZ-ARES, *Sobre...*, pp. 1618 y 1619; Juan SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, *ob. cit.*, p. 704; R. OTXOA- ERRARTE, *ob. cit.*, pp. 165 y 166.

<sup>1034</sup> José María GARRIDO, *Artículo 92. Créditos subordinados*, en A. ROJO – E. BELTRÁN, *Comentario....*, Tomo I, p. 1666; Juan SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, *ob. cit.*, pp. 704 y 705; R. OTXOA- ERRARTE, *ob. cit.*, p. 286.

Los efectos de la subordinación se concretan en el hecho de que los créditos subordinados sólo podrán ser satisfechos en la liquidación del patrimonio del deudor cuando hayan sido pagados íntegramente los créditos privilegiados y ordinarios (artículo 158.1 LC). A los efectos de la aprobación del convenio, el titular de un crédito subordinado no podrá ejercer el voto por el importe correspondiente al mismo en la junta de acreedores (artículo 122.1,1º y 2 LC), y no podrá adherirse a la propuesta anticipada de convenio (artículo 103 en relación con el artículo 122 LC). Una vez aprobado el convenio, su contenido vincula a los acreedores subordinados, que quedarán afectados por las mismas quitas y esperas establecidas en el convenio para los ordinarios, pero los plazos de espera se computarán a partir del íntegro cumplimiento del convenio respecto a estos últimos (artículo 134.1 LC). Hay que entender, no obstante, que en el convenio no podrá establecerse una quita superior a la prevista para los créditos ordinarios (artículo 100 LC)<sup>1035</sup>.

## 4. La remuneración del trabajo y los servicios en las sociedades de capital

### 4.1. La necesaria contrapartida patrimonial de las acciones o participaciones

En el modelo tradicional del capital social la emisión de acciones o la creación de participaciones ha de tener siempre como contrapartida una aportación patrimonial a la sociedad. Como tuvimos ocasión de ver, la Directiva 77/91/CEE asumió un criterio bien asentado en las legislaciones nacionales, al establecer que el capital suscrito en las sociedades anónimas “*sólo podrá estar constituido por activos susceptibles de evaluación económica*”, excluyendo expresamente que “*estos activos*” puedan “*estar constituidos por compromisos relativos a la ejecución de trabajos o a la prestación de servicios*” (artículo 7). Esta regla no admite excepción alguna, ni siquiera cuando se trate de facilitar la adquisición de acciones por los trabajadores de la compañía (artículo 41 de la Directiva). El Derecho interno español extiende esta previsión a todas las sociedades de capital (artículos 58 LSC), y la refuerza con una expresa declaración de nulidad de cualquier supuesto de creación de participaciones o emisión de acciones que “*no respondan a una efectiva aportación patrimonial a la sociedad*” (artículo 59 LSC).

La rígida aplicación del principio de realidad del capital social implica la imposibilidad de retribuir mediante la entrega de acciones o participaciones servicios que pueden ser muy necesarios en determinado tipo de empresas. Esta opción de política legislativa excluye, en principio, cualquier desviación del modelo de la sociedad de capital como “*investor owned firm*”, al otorgar una

---

<sup>1035</sup> J. M. GARRIDO, *ob. cit.*, Tomo I, p. 1660.

preponderancia absoluta a las aportaciones de dinero u otros bienes en el seno de la entidad. De esta forma se refuerza extraordinariamente la posición del socio inversor a quien se garantiza que, en el futuro, sólo a través de una aportación equivalente de capital será posible participar en la toma de decisiones y en los beneficios de la compañía. Sin embargo, puede dificultar el desarrollo de empresas de nueva creación, especialmente en los sectores que precisan de un mayor grado de innovación<sup>1036</sup>. En el momento actual, los conocimientos especializados pueden llegar a ser más relevantes que el capital físico y no es infrecuente que, en las primeras etapas de la andadura de una compañía, ésta sólo esté en condiciones de obtenerlos en el mercado a través de algún tipo de esquema de entrega de acciones o participaciones que permitan a sus beneficiarios participar en el eventual incremento de valor de la empresa.

## 4.2. La retribución de los servicios en el modelo tradicional

Las consideraciones anteriores no significan que los servicios no puedan ser retribuidos dentro del esquema societario, sino únicamente que no pueden determinar una participación directa en el capital. En nuestro país, la LSA de 1951 había contemplado la posibilidad de atribuir a los fundadores remuneraciones o ventajas, cuyo valor en conjunto no excediera del diez por ciento de los beneficios netos según balance y por un periodo máximo de quince años (artículo 12; el vigente artículo 27 LSC limita la duración de esta atribución a diez años y exige que los estatutos prevean, en su caso, un sistema de liquidación para los supuestos de extinción anticipada). La Exposición de Motivos de la Ley de 1951 destacaba que la desaparición de las acciones liberadas ampliamente admitidas en la práctica anterior se realizaba *“sin perjuicio de que la aportación de servicios, de ideas, de iniciativas, de experiencias y de otros elementos inmateriales pueda ser recompensada mediante la atribución a los fundadores de títulos diversos de la acción, como son los llamados bonos, cédulas o cualquier otro que incorpore algún derecho sobre los beneficios sociales...”* (epígrafe I, párrafo tercero). La figura de los bonos de fundador remite a un supuesto bastante alejado de la práctica actual, como es el de incorporación de una empresa preexistente a una sociedad anónima<sup>1037</sup>.

---

<sup>1036</sup> Es bastante común en este punto la referencia a las compañías de alta tecnología. Así, L. ENRIQUES y J. R. MACEY, *ob. cit.*, p.1195, P. O. MÜLBERT y M. BIRKE, *ob. cit.*, p. 722; P. SANTELLA y R. TURRINI, *ob. cit.*, p. 439 y C. ALONSO LEDESMA, *Algunas reflexiones.....*, p. 134.

<sup>1037</sup> El origen de la figura suele situarse a mediados del siglo XIX en la Compañía del Canal de Suez. Los trabajos preliminares habían sido realizados por una sociedad de estudios fundada en 1854 integrada por cien personas. En reconocimiento a la utilidad de sus servicios, en 1858 recibieron cien partes de fundador en la compañía creada para la explotación del canal. Se preveía expresamente la posibilidad de incorporar estas partes de fundador a títulos negociables y se les atribuyó el 10% de los beneficios futuros de la compañía. Véase, G. RIPERT, *ob. cit.*, p. 434 y 435 y Antonio PÉREZ DE LA CRUZ, *La fundación cualificada (ventajas de fundadores y promotores y aportaciones in natura)*, en VV.AA. *La Reforma.....*, pp. 150 y 151.

Los estatutos de las sociedades de capital pueden establecer prestaciones accesorias distintas de las aportaciones que normalmente llevarán aparejada un sistema de retribución para el socio o socios obligados a su realización (artículo 86.1 y 3 LSC), si bien “*en ningún caso las prestaciones accesorias podrán integrar el capital social*” (artículo 86.2). En el punto relativo a la retribución, la Ley se limita a exigir que los estatutos determinen la compensación que deban recibir los socios afectados (artículo 87.1), por lo que ésta podrá consistir tanto en una cantidad fija como en una participación en los beneficios de la compañía<sup>1038</sup>. La única limitación, establecida en interés de los acreedores, es la prohibición de que la retribución exceda del valor que corresponda a la prestación (artículo 87.2). De la misma forma, la remuneración de los administradores puede consistir en una participación en los beneficios. En este caso, en las sociedades limitadas no podrá ser superior al diez por ciento de los beneficios repartibles entre los socios (artículo 218.1 LSC), y en las sociedades anónimas sólo podrá ser detrída de los beneficios líquidos después de estar cubiertas las atenciones preferentes y de haberse reconocido a los accionistas un dividendo del cuatro por ciento (artículo 218.2).

Todos estos mecanismos permiten destinar una parte de los beneficios de las sociedades de capital a la remuneración de servicios o actividades realizadas en interés de la compañía, pero siempre al margen del capital social. En consecuencia, no permiten al prestador de los servicios beneficiarse del potencial incremento del valor de la empresa. Esta circunstancia explica la preferencia que la práctica muestra por los mecanismos de entrega directa de acciones o participaciones que, sin embargo, suscitan ciertas dificultades dentro de la disciplina tradicional del capital social.

### 4.3. La remuneración mediante la entrega de acciones o participaciones

La Ley de sociedades de capital sólo contempla este tipo de remuneración de administradores y directivos en relación a la sociedad anónima (artículos 146.1,a III y 219). La regulación legal se centra en la necesaria habilitación estatutaria para llevar a cabo este tipo de operaciones y en la supervisión de la junta general, pero no aborda los aspectos procedimentales. Es decir, la determinación de la concreta forma en la que será posible entregar a los beneficiarios del programa “*acciones o derechos de opción sobre las mismas*” (artículo 219.1, primer inciso). Por otra parte, el modelo que ha tomado en consideración el legislador es, exclusivamente, el de la sociedad cotizada (como ponen de manifiesto también las Disposiciones Adicionales 15<sup>a</sup> y 16<sup>o</sup> LMV que imponen a las sociedades cuyas acciones estén admitidas a

---

<sup>1038</sup> Andrés Juan RECALDE CASTELLS, *Artículo 23. Prestaciones accesorias retribuidas*, en I. ARROYO y J. M. EMBID, *Comentarios.....*, p. 275.

negociación una serie de deberes específicos de comunicación a la CNMV)<sup>1039</sup>. En pura teoría cabría admitir también este mecanismo como uno de los posibles “*sistemas de retribución*” que pueden establecer los estatutos de una sociedad de responsabilidad limitada. Cuestión distinta serán las dificultades de ejecución dentro de un esquema de sociedad cerrada.

La entrega directa de acciones o participaciones de nueva creación presenta dificultades casi insalvables. Al margen de los compromisos contractuales que hubieran podido concertarse, el acuerdo de aumento de capital habrá de ser adoptado por la Junta general (artículo 296 LSC), aun cuando en las sociedades anónimas se admite la delegación en los administradores (artículo 297.1,b). Además, las nuevas acciones o participaciones deberán ser ofrecidas en primer término a los socios (artículos 304 y ss), dado que la Ley española tampoco ha hecho uso en este punto de la dispensa que permite introducir la Segunda Directiva (artículo 41). La posible adjudicación a administradores, directivos o trabajadores sólo podrá llevarse a cabo en relación a las acciones sobre las que no se haya ejercitado el derecho de preferencia (artículo 305 LSC) o si se ha procedido a la exclusión del mismo (artículo 308). En este último caso aparecerán nuevas dificultades en relación al tipo de emisión. El componente retributivo de la entrega de acciones o participaciones presupone que ésta se realiza en condiciones favorables<sup>1040</sup>. Es decir, por debajo de lo que podría estimarse como su valor razonable o su valor real, posibilidad que excluye la Ley tratándose de sociedades no cotizadas (artículo 308.2,c LSC). Sólo en las anónimas cotizadas cabe la emisión de las nuevas acciones “*a cualquier precio, siempre que sea superior al valor neto patrimonial de éstas que resulte del informe del auditor, pudiendo limitarse la junta a establecer el procedimiento para su determinación*” (artículo 508.1, último inciso).

La vía que queda es la adquisición por la propia sociedad para su posterior entrega a los beneficiarios del programa o la asistencia financiera para su adquisición<sup>1041</sup>. Estas posibilidad aparece expresamente prevista para las sociedades anónimas. En el primer caso, el acuerdo de la junta por el que se autorice la adquisición deberá expresar que tiene 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 aquellos sean titulares*” (artículo 146.1,b,III LSC). De la misma forma, se excluyen de la prohibición de prestar asistencia financiera “*los negocios dirigidos a facilitar al personal...la adquisición de las acciones de la propia sociedad*” (artículo 150.2 LSC). Dado que el coste de la adquisición recae sobre la propia sociedad, a través de esta vía indirecta cabe soslayar la vieja

---

<sup>1039</sup> En este sentido, Fernando SÁNCHEZ CALERO, *Los administradores de las sociedades de capital*, Madrid (2005), p. 275.

<sup>1040</sup> Fernando MARTINEZ SANZ y Achim PÜTZ, *Artículo 130. Retribución*, en I. ARROYO, J.M. EMBID y C. GÓRRIZ (Dir.), *Comentarios....*, Volumen II, p. 1489.

<sup>1041</sup> Lógicamente, también cabe una retribución referenciada al valor de las acciones, pero en este caso estamos ante un esquema de retribución variable que no implica una entrega efectiva de acciones. F. MARTINEZ SANZ y A. PÜTZ califican este supuesto de “*acciones fantasma*”, *ob. cit.*, p. 1493.

regla que, fundamentalmente en interés de los socios, excluía la entrega de acciones en contrapartida de servicios. Desde el punto de vista de los acreedores se trataría de una distribución de reservas disponibles, con cargo a las cuales se habrá financiado la adquisición (artículo 146.1,b LSC).

El esquema no puede extenderse, en cambio, las sociedades limitadas no pueden adquirir sus participaciones con esta finalidad (artículo 140 LSC), ni prestar ningún tipo de asistencia financiera para la adquisición de las mismas (artículo 143.2 LSC). Al margen de las prohibiciones legales, este tipo de operaciones presuponen la existencia de un mercado con un cierto grado de liquidez. Esta situación aparece cuando las acciones han sido admitidas a negociación en un mercado secundario organizado. En cambio, en la mayoría de los casos, las acciones de las sociedades anónimas no cotizadas carecerán casi totalmente de liquidez. En el caso de las sociedades de responsabilidad limitada es la propia ley la que contiene una serie de previsiones encaminadas a evitar la existencia de un mercado de participaciones sociales<sup>1042</sup>.

## 5. El funcionamiento de la sociedad

### 5.1. La verificación de las aportaciones no dinerarias

La Directiva 77/91/CEE exige que cualquier aportación a una sociedad anónima que no consista en dinero debe ser valorada por un experto independiente (artículo 10), con algunas posibles excepciones que han sido ampliadas por la Directiva 2006/99/CE. La exigencia ha sido criticada en razón de los costes en términos de tiempo y de dinero que impone a las empresas. Estos pueden aparecer incluso de forma indirecta, en razón de las responsabilidades que pueden verse obligados a afrontar tanto los expertos como los administradores de las compañías afectadas, lo que implicará la necesidad de la cobertura de un seguro para los primeros y asesoramiento legal para los segundos, costes que, en última instancia recaerán sobre las compañías afectadas<sup>1043</sup>. Debe destacarse, no obstante, que la exigencia es aplicable exclusivamente a las sociedades anónimas y que para las sociedades de responsabilidad limitada (que constituyen la inmensa mayoría de las sociedades de capital), el legislador español ha adoptado un sistema alternativo consistente en un régimen de responsabilidad específica de socios y administradores (artículos 73 a 76 LSC)<sup>1044</sup>. Por otra parte, aun cuando se suprimiera este requisito también para las sociedades anónimas previsiblemente el ahorro sería sólo teórico. El temor a una eventual acción de responsabilidad, dados los peligros que entrañan este tipo de operaciones, llevaría en la práctica a los administradores a solicitar algún tipo de informe

---

<sup>1042</sup> Véase, *infra*, p. 256 a 259.

<sup>1043</sup> L. ENRIQUES y J. R. MACEY, *ob. cit.*, p. 1177; B. UMFAHRER, *ob. cit.*, p. 101.

<sup>1044</sup> Véase, *infra*, pp. 283 a 286.

independiente aun cuando su intervención no viniera exigida directamente en las normas legales.

## 5.2. El aumento de capital

### 5.2.1. La emisión de acciones o participaciones por debajo de la par

El principio de realidad del capital social determina una importante restricción en la emisión de nuevas las acciones que no podrá llevarse a cabo “*por un importe inferior a su valor nominal*” (artículo 8.1 de la Directiva 77/91/CEE). La Ley española extiende también esta regla a las participaciones de las sociedades de responsabilidad limitada (artículo 59 LSC). Por este motivo, es frecuente destacar que si el valor de cotización o el presumible valor real de las acciones o participaciones llega a ser inferior a su valor nominal, resultará imposible la obtención de financiación adicional por vía de ampliación de capital<sup>1045</sup>. Lógicamente, ningún inversor estará interesado en adquirir acciones o participaciones de nueva creación idénticas a las antiguas, pero a un precio superior. El argumento tiene un marcado carácter teórico, puesto que en este caso siempre cabe acudir a una previa reducción de capital. En el supuesto contemplado, ésta habitualmente tendrá por objeto la compensación de pérdidas anteriores y, por tanto, podrá realizarse sin reconocer a los acreedores un derecho de oposición (artículos 33.1, primer inciso de la Directiva 77/91/CEE y 335,a LSC)<sup>1046</sup>. Debe observarse que las aportaciones adicionales a título de capital siempre beneficia a los acreedores, cualquiera que sea su cuantía. La eventual emisión de nuevas acciones por debajo de su valor nominal previo lo que en realidad determina es la dilución de la posición de los socios originarios de la compañía<sup>1047</sup>.

La necesidad de una previa reducción puede soslayarse si el concreto sistema de que se trate permite la emisión de acciones sin valor nominal. En este caso, no aparecería, por definición, condicionante alguno en los aumentos de capital

---

<sup>1045</sup> L. ENRIQUES y J. R. MACEY, *ob. cit.*, p.1198, P. O. MÜLBERT y M. BIRKE, *ob. cit.*, p. 721; C. ALONSO LEDESMA, *Algunas reflexiones....*, p. 134.

<sup>1046</sup> La objeción ha de referirse fundamentalmente a las sociedades cotizadas que son las que gozan de un acceso automático al mercado de capitales. En nuestro país apenas tiene significación puesto que, incluso en un momento de fuerte corrección de las cotizaciones, el valor nominal de las acciones suele ser muy inferior al precio de cotización. Cabe pensar que el problema sólo aparecerá, de nuevo, en relación con compañías de nueva creación que pretendan acceder al mercado.

<sup>1047</sup> Sobre la significación de la regla que prohíbe la emisión con descuento como un mecanismo antidilutivo, véase B. UMFÄHRER, *ob. cit.*, p. 86. Se trata, en todo caso, de una protección de alcance muy limitado puesto que ninguna garantía proporciona cuando las acciones se emiten a la par aun cuando su valor razonable hubiera debido conducir a la exigencia de una prima de emisión.

en razón del tipo de emisión. No obstante, la supuesta mayor flexibilidad de las acciones sin valor nominal está en relación con otro aspecto de la disciplina del capital, como es la del estatuto de la prima de emisión. En ausencia de un valor nominal de referencia tampoco habrá términos para diferenciar en la contrapartida satisfecha por los suscriptores entre la porción que corresponde al capital y la que tiene la consideración de prima. Esta circunstancia tiene una escasa trascendencia práctica en aquellos sistemas (como el derecho británico) en los que la prima de emisión no queda sujeta a un estatuto diferenciado del que corresponde al capital social. En cambio, implicaría una rigidez muy superior en aquellos otros (como sucede en el vigente derecho español) en los que la prima de emisión no forma parte del patrimonio vinculado<sup>1048</sup>. No es de extrañar, por tanto, que no se haya planteado con especial intensidad la conveniencia de introducir acciones sin valor nominal en nuestro país<sup>1049</sup>. La complejidad derivada de la atribución de un valor nominal a las acciones o participaciones queda reducida a la eventual complicación aritmética a que puedan dar lugar ciertas operaciones en las que la cuantía de la modificación de la cifra de capital esté predeterminada (por ejemplo, en la reducción por pérdidas).

### 5.1.2. El derecho de preferencia y su exclusión

La Directiva 77/91/CEE exige que, en caso de aumento de capital con creación de nuevas acciones, éstas se ofrezcan con preferencia a los accionistas en proporción a la parte de capital representado por sus acciones (artículo 29.1). La Ley española reconoce este derecho de preferencia tanto a los accionistas de las sociedades anónimas como a los socios de las sociedades de responsabilidad limitada (artículo 304 LSC). Se trata de una significativa limitación al poder de decisión de la mayoría en el seno de la sociedad que, en su formulación tradicional, puede expresarse en términos sencillos: a la mayoría le corresponde valorar si el interés social exige o no que se amplíe la cifra de capital, y el acuerdo así adoptado es vinculante para todos los socios. En cambio, la concreta asignación de las nuevas acciones o participaciones se rige estrictamente por el principio de igualdad de trato. En consecuencia, debe darse a cada socio la posibilidad de suscribir las nuevas acciones o asumir las nuevas participaciones en iguales condiciones puesto que, en tanto exista identidad en la aportación, nada justifica la dilución de su participación<sup>1050</sup>.

---

<sup>1048</sup> Véase, *infra*, p. 153. Cabe observar que una buena parte de las críticas a la rigidez modelo del capital social proceden del mundo anglosajón y dan por supuesta la asimilación al mismo de la prima de emisión, de modo que el único patrimonio no vinculado estaría constituido por las reservas constituidas por beneficios no distribuidos a los que la Ley o los Estatutos de la sociedad no impongan una aplicación preferente.

<sup>1049</sup> El problema de la desaparición de la prima de emisión podría subsanarse, a su vez, delimitando en la contrapartida que corresponde a las acciones sin valor nominal la parte que debe integrar el capital social y pasar a formar parte del patrimonio vinculado, pero ello implica de alguna forma la reaparición del valor nominal aunque este pueda ser distinto en cada emisión de acciones. Al respecto, P. O. MÜLBERT y M. BIRKE, *ob. cit.*, p. 717.

<sup>1050</sup> Sobre la relación entre el derecho de preferencia y el interés social, véase Carmen ALONSO LEDESMA, *Algunas consideraciones sobre el juego de la cláusula del interés social en la supresión o limitación del derecho de suscripción preferente*, en VV.AA., *Derecho*

Los fundamentos teóricos del derecho de suscripción han sido cuestionados en relación a las sociedades que acuden al mercado para financiarse. En primer lugar porque la dilución de los derechos políticos puede tener poco significado en un esquema de separación de la propiedad y el control con un accionariado difuso. En segundo término, en el plano patrimonial, porque la ampliación puede llegar a crear valor para el accionista si se realiza en condiciones beneficiosas para la sociedad (bien porque permita la adquisición de activos especialmente valiosos, ampliar las oportunidades de negocio, dar entrada a un socio estratégico etc.)<sup>1051</sup>. No cabe duda de que la protección del socio frente a una posible dilución se realiza a costa de introducir una cierta rigidez en la financiación de las sociedades cotizadas. La necesidad de hacer atractiva para los socios la suscripción de las nuevas acciones se traduce en la práctica en la emisión con un descuento importante sobre el precio de mercado (de ahí el valor patrimonial del derecho de suscripción preferente)<sup>1052</sup>. Lo que supone, en definitiva, que por esta vía la sociedad obtendrá una aportación de capital inferior a la sería posible obtener mediante una oferta directa al público de las nuevas acciones<sup>1053</sup>.

No es de extrañar, por tanto, que, sea en el ámbito de las sociedades abiertas dónde se haya concentrado la flexibilización del derecho de suscripción. A ellas se refieren fundamentalmente los supuestos legales de exclusión: la absorción de otra sociedad o de todo o parte del patrimonio escindido de otra sociedad, la conversión de obligaciones en acciones (artículo 304.2 LSC), y la oferta pública de adquisición en la que la contraprestación consista en un canje de valores (artículo 14.6 del RD 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores). También puede excluir el derecho de preferencia la junta “*en los casos en que el interés de la sociedad así lo exija*” (artículo 308). La exclusión se realiza a través de un procedimiento rodeado de garantías para los socios, que presenta diferentes grados de dificultad. Resulta un expediente muy complicado en las sociedades anónimas no cotizadas y en las sociedades de responsabilidad limitada.

En las primeras el tipo de emisión ha de corresponderse con el “*valor real*” atribuido a las acciones por un auditor independiente designado por el Registrador Mercantil (artículo 308.2,a y c LSC). En las sociedades limitadas la valoración de las nuevas participaciones resulta únicamente del un informe elaborado por los administradores (artículo 308.2,a LSC), pero el acuerdo de

---

*Mercantil de la Comunidad Económica Europea. Estudios homenaje a D. José Girón Tena, Madrid (1991). Asimismo, de la misma autora, Ampliación de capital; derecho de asunción preferente de las nuevas participaciones, RdS nº1 (1994) y La supresión del derecho de suscripción preferente en las sociedades anónimas, Madrid (1995).*

<sup>1051</sup> Véase, Daniel VAZQUEZ ALBERT, *La exclusión del derecho de suscripción preferente*, Madrid (2009), pp. 40 a 46.

<sup>1052</sup> A. SÁNCHEZ ANDRÉS, *El derecho.....*, p. 75.

<sup>1053</sup> Analiza esta cuestión con detalle E. FERRAN, *Legal capital rules.....*, pp. 125 a 138. Véase también D. VAZQUEZ ALBERT, *La exclusión.....*, pp. 85 a 89.

exclusión exige una mayoría muy reforzada puesto que requiere el voto favorable de las dos terceras partes del capital social (artículo 199,b LSC). En cambio, en las anónimas cotizadas ha quedado extraordinariamente simplificado puesto que la emisión de nuevas acciones puede realizarse “a cualquier precio, siempre que sea superior al valor neto patrimonial de éstas” (artículo 505.1 LSC). No es un obstáculo relevante puesto que el valor de cotización de las acciones es habitualmente muy superior al valor teórico contable de las acciones<sup>1054</sup>.

## 5.2. La reducción de capital

La restitución de aportaciones en las sociedades de capital está sujeta a una serie de cautelas en interés de los acreedores, que pueden otorgar a éstos una capacidad de negociación adicional. Así se ha dicho que es previsible que, en esta tesitura, los acreedores exijan una mejora de las condiciones de su crédito como contrapartida del asentimiento a una reducción de capital. Lo que, a su vez, puede suponer dejar la resolución de determinados conflictos interno en manos de terceras personas ajenas a la compañía<sup>1055</sup>. Esta argumentación peca de una excesiva generalidad. En relación a las sociedades anónimas, la Directiva 77/91/CEE reconoció a los acreedores la facultad de “obtener una garantía por los créditos aún no vencidos” en el momento de la publicación de la reducción, con la expresa indicación de que no será posible realizar pago alguno a los accionistas en tanto los acreedores no obtengan una adecuada satisfacción o un Tribunal declare que no hay lugar a su petición (artículo 32). Sin embargo, la incorporación de esta previsión a las legislaciones nacionales presenta variaciones sustanciales y los mecanismos de ejecución condicionan el coste efectivo que para las sociedades derivan de la facultad reconocida a los acreedores. Así, o en todos los Estados se exige una homologación judicial de la reducción. En España la intervención judicial sólo tiene lugar en caso de que se formalice la oposición y no se llegue a un acuerdo sobre la idoneidad de la garantía propuesta por la sociedad (artículos 334 y 337 LSC). En todo caso, en nuestro país, el mecanismo de tutela de los acreedores en los supuestos de restitución de aportaciones en las sociedades anónimas ha generado una escasísima litigiosidad<sup>1056</sup>.

En cuanto a la sociedad de responsabilidad limitada, en nuestro país, salvo previsión estatutaria, la tutela de los acreedores deriva de la responsabilidad personal que sumen los socios a quienes se hubieran restituido las

---

<sup>1054</sup> Tampoco en este punto la disciplina del capital perturba de manera significativa el funcionamiento de las compañías bien asentadas en el mercado, ni siquiera en un periodo de caída significativa de las cotizaciones. Las dificultades podrían aparecer sí, como consecuencia de proceso de modificación estructural, se hubieran visto en la necesidad de actualizar las valoraciones contables (artículo 36.2 LME).

<sup>1055</sup> L. ENRIQUES y J. R. MACEY, *ob. cit.*, p.1197, P. SANTELLA y R. TURRINI, *ob. cit.*, p. 447; P. O. MÜLBERT y M. BIRKE, *ob. cit.*, p. 707.

<sup>1056</sup> Véase, *infra*, pp. 330 a 332.

aportaciones (artículos 331 a 333 LSC). Esta solución tiene por objeto, precisamente, evitar que los acreedores puedan condicionar la solución de determinados conflictos de carácter interno. En una sociedad de estructura cerrada será frecuente que la salida de un socio no pueda llevarse a cabo mediante la entrada de un nuevo inversor y será propia la sociedad la que deberá asumir la liquidación de su posición. Por otra parte, el papel relevante que se reconoce a las figuras de la separación y la exclusión (artículos 346 y 350 LSC) exigen un mecanismo extraordinariamente flexible de hacer efectiva la restitución de las aportaciones<sup>1057</sup>.

## 6. Las cuentas anuales

### 6.1. El modelo contable tradicional

La regla básica del mantenimiento del capital impide cualquier atribución patrimonial a los socios si el valor de los activos de la sociedad no excede del pasivo exigible en una cuantía equivalente, al menos, a la cifra de capital. Aun cuando se trata de una idea fácil de exponer, su aplicación práctica estará condicionada por los criterios de valoración de bienes y deudas. El sistema depende enteramente de un soporte contable, cuyo régimen determinará, a su vez, lo que en realidad sea la disciplina del capital. En el esquema original de la Directiva 78/660/CEE el régimen de las cuentas anuales estaba presidido por el principio de prudencia contable, caracterizado por la preponderancia del coste histórico, la asimetría en el reconocimiento de plusvalías y minusvalías y la exclusiva contabilización de los beneficios realizados<sup>1058</sup>. La vinculación entre este régimen contable y la disciplina del capital llegó a ser criticada, en primer término, en razón de las limitaciones a que daba lugar en orden a la distribución de dividendos. Así, se ha dicho que la preponderancia del principio de prudencia daba cobertura a la estrategia típica de los accionistas de control. Estos se encuentran en condiciones de rentabilizar su dominio de la compañía a través de esquemas alternativos de retribución y están particularmente interesados en la formación de reservas ocultas que permitan la retención de recursos patrimoniales en la sociedad<sup>1059</sup>.

Fundamentalmente, las críticas se han centrado en la falta de idoneidad de las cuentas anuales como instrumento valorativo de la capacidad de la sociedad para realizar una atribución patrimonial a sus socios sin merma de las razonables expectativas de sus acreedores. Así, se pone de relieve que el criterio del coste histórico puede no guardar relación alguna con el valor actual de los activos de la compañía, o con el significado que puedan tener para el desarrollo del negocio, y que no se contemplaba ningún elemento de

---

<sup>1057</sup> Véase, *infra*, pp. 288 a 290.

<sup>1058</sup> Véase, *infra*, pp. 179 y 180.

<sup>1059</sup> J. RICKFORD, *Legal approaches....*, p. 147; P. SANTELLA y R. TURRINI, *ob. cit.*, p. 442.

adecuación a las expectativas o los riesgos de la empresa<sup>1060</sup>. Tampoco ha pasado inadvertido el hecho de que los administradores disponen de un amplio margen de discrecionalidad en la formulación de las cuentas anuales, por lo que la determinación del resultado no puede considerarse en absoluto como una operación automática<sup>1061</sup>. Estará condicionada, por tanto, por las decisiones adoptadas en relación a la política de amortizaciones o dotación de provisiones, e, incluso, por la decisión de realizar determinados activos con la finalidad de aflorar una plusvalía o una minusvalía (piénsese, por ejemplo, en operaciones frecuentes en la práctica en las que una sociedad enajena un inmueble pero continúa como arrendataria).

## 6.2. Las normas internacionales de contabilidad.

La progresiva internacionalización de las relaciones económicas ha hecho inevitable un proceso de aproximación y homogeneización de las diversas normativas nacionales que, como no podía ser de otra forma, ha situado el proceso de armonización contable en el seno de la Unión Europea en un marco normativo completamente diferente. La Directiva 2000/65/CE del Parlamento y del Consejo, de 27 de diciembre de 2001 había modificado las Directivas 78/660/CEE, 83/349/CEE y 86/635/CEE, en cuanto a las normas de valoración en las cuentas anuales consolidadas incorporando el criterio del valor razonable a determinados activos y pasivos financieros, sustituyendo el valor de balance existente. El cambio de modelo contable quedó consagrado con la aprobación de los Reglamentos (CE) nº 1606/2002, del Parlamento y del Consejo, de 19 de julio de 2002, relativo a la aplicación de las Normas Internacionales de Contabilidad, y nº 1725/2003 de la Comisión, de 29 de septiembre de 2003, por el que se adoptan determinadas Normas Internacionales de Contabilidad<sup>1062</sup>.

En virtud del Reglamento 1606/2002, las sociedades que elaboren cuentas consolidadas deberán aplicar las normas contables adoptadas por la Comisión mediante el procedimiento establecido en el propio Reglamento, siempre que en la fecha de cierre del su balance hayan emitido valores admitidos a negociación en cualquier mercado secundario regulado de un Estado miembro (artículos 4 y 6). A su vez, al amparo del mismo, los Estados miembros pueden permitir o requerir a las restantes sociedades la elaboración de sus cuentas individuales o consolidadas con arreglo a las normas internacionales de contabilidad aprobadas por la Unión. El marco conceptual de

---

<sup>1060</sup> Cristoph KUHNER, *The future of creditor protection*, en M. LUTTER (Dir.), *Legal capital.....*, p. 353; J. RICKFORD, *Legal approaches.....*, pp. 140 y 147; Wolfgang SCHÖN, *Balance Sheet Tests or Solvency Tests – or both?*, en H. EIDENMÜLLER – W. SCHÖN (Dir), *The Law and Economics.....*, pp. 185, 186 y 191. Este último pone como ejemplo los compromisos asumidos para el pago de futuras pensiones, que acabaron siendo una carga financiera inasumible para la General Motors, a mediados del siglo XX la mayor empresa privada del mundo.

<sup>1061</sup> L. ENRIQUES y J. R. MACEY, ob. cit., p.1190.

<sup>1062</sup> Véase, L. FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, *Derecho.....*, Volumen II, p. 1769.

las NIC/NIIF asigna a los documentos que integran las cuentas anuales una función fundamentalmente informativa dirigida a los inversores actuales o potenciales en la compañía (párrafos 9 y ss). El esquema de la sociedad de capital que se toma en consideración es el de la que acude directamente al mercado en busca de financiación y, por este motivo, los estándares contables son muy distintos de los tradicionales. Se orientan hacia una estimación de la futura generación de cash-flow y no a la protección de los acreedores mediante la determinación del resultado susceptible de ser distribuible entre los socios<sup>1063</sup>. Las referencias al capital social y a su mantenimiento en el marco conceptual (párrafos 104 y ss) constituye una mera referencia formal con escasos efectos prácticos<sup>1064</sup>.

El significado del capital social como cifra de retención queda, por tanto, profundamente alterado como consecuencia del cambio de planteamiento. Por otra parte, como se ha puesto de relieve, la idea de un valor razonable entendida como valor de mercado incrementa todavía más la discrecionalidad de los administradores<sup>1065</sup>. Por otra parte, en épocas de expansión económica entraña el peligro de una insuficiente tutela de los acreedores y, por el contrario, en situaciones de crisis puede conducir a una ineficiente sobreprotección<sup>1066</sup>. Estas consideraciones han llevado a sugerir la necesidad de complementar el control previo a través del “*test del balance*” por algún tipo de “*test de solvencia*” que atienda a la situación en que efectivamente queda la compañía tras la distribución de los dividendos<sup>1067</sup>. Se trata de una solución que tendría cabida en el marco de la Directiva 77/91/CEE que se limita a establecer un nivel mínimo de protección de los acreedores<sup>1068</sup>.

Deben tenerse en cuenta, no obstante, una serie de factores. En primer lugar, que la normativa comunitaria sólo impone (y en determinadas circunstancias) la aplicación de las Normas Internacionales de Contabilidad para la elaboración de las cuentas consolidadas, que tienen una estricta función informativa. La aplicación a las cuentas individuales, que son las que se toman en consideración para la determinación del beneficio distribuible es potestativa para los Estados miembros<sup>1069</sup>. Por otra parte, no se excluye la existencia de

---

<sup>1063</sup> RICKFORD, *Legal approaches*..., pp. 159 a 162.

<sup>1064</sup> Luis FERNÁNDEZ DEL POZO, *El nuevo “test de balance” bajo las normas contables internacionales*, RDM nº 279 (2011), pp. 55 y 56.

<sup>1065</sup> P. SANTELLA y R. TURRINI, *ob. cit.*, p. 441

<sup>1066</sup> L. FERNÁNDEZ DEL POZO, *El nuevo*..., p. 56.

<sup>1067</sup> C. KUHNER, *ob. cit.*, pp. 355 y 356; J. RICKFORD, *Legal approaches*..., pp. 171 a 173; W. SCHÖN, *Balance Sheet*..., pp. 185 y 186.

<sup>1068</sup> Véase, *infra*, p. 136.

<sup>1069</sup> Esta opción del legislador europeo no favorece precisamente la armonización contable en el seno de la Unión. Sobre las distintas soluciones adoptadas en las legislaciones nacionales, véase L. FERNÁNDEZ DEL POZO, *El nuevo*..., pp. 59 y 60. La posición más singular corresponde al Derecho alemán que desde el año 2004, al considerar no idóneas a efectos sustantivos las cuentas formuladas con arreglo a las NIC/NIIF obliga a formular dos juegos

ajustes correctores que pueden funcionar tanto dentro del propio marco contable o mediante técnicas extracontables. Así, por ejemplo, en nuestro país se establece una corrección del concepto de *“patrimonio neto”*, *“a los efectos de la distribución de beneficios, de la reducción obligatoria de capital social y de la disolución obligatoria por pérdidas”* (artículo 36,II C. de Com.), y se especifica que *“los beneficios imputados directamente al patrimonio neto”*, es decir, como consecuencia de correcciones de valor, *“no podrán ser objeto de distribución directa o indirecta”* (artículo 273.2,II LSC).

## 7. Las atribuciones patrimoniales a los socios

### 7.1. La distribución de dividendos

#### 7.1.1. La sociedad de capital abierta: la relevancia de las políticas de distribución

El régimen de la distribución de dividendos en las sociedades anónimas constituye el núcleo de la disciplina del mantenimiento del capital. La Directiva 77/91/CEE establece dos reglas que se refieren a si cabe o no reconocer un dividendo a los accionistas y a la cuantía del mismo<sup>1070</sup>. En primer lugar, no puede atribuirse un dividendo a los socios *“cuando, en la fecha del cierre del último ejercicio, el activo neto resultante de las cuentas anuales sea, o fuese a ser, como consecuencia de una distribución, inferior al importe del capital suscrito aumentado con las reservas que la ley o los estatutos no permitieran distribuir”* (artículo 15.1,a). A su vez, la cuantía del dividendo *“no podrá exceder del importe de los resultados del último ejercicio cerrado”*, incrementado con los beneficios de ejercicios anteriores y la reservas distribuibles, y minorado por las pérdidas acumuladas y el importe de las reservas que tengan la condición de indisponibles (artículo 15.1,c). Según el esquema habitual, la norma española de trasposición (artículo 273 LSC) resulta también de aplicación a las sociedades limitadas y comanditarias por acciones.

La restricción a la distribución de dividendos refuerza la capitalización de la empresa, lo que históricamente se había considerado una política beneficiosa tanto para los acreedores como para los socios. La autofinanciación a través de los beneficios retenidos serviría para maximizar el valor de la empresa y reducir el coste de capital<sup>1071</sup>. No obstante, este postulado había sido ya cuestionado desde la teoría económica a mediados del siglo XX. Bajo el presupuesto de la inexistencia de impuestos, asimetrías de información y costes de transacción, se ha demostrado la imposibilidad de determinar a priori una estructura de

---

documentales: unas cuentas anuales a efectos informativos y de otra un balance elaborado con arreglo a las normas de derecho interno a los efectos de la distribución de resultados.

<sup>1070</sup> Véase, *infra*, pp. xx y xx.

<sup>1071</sup> P. SANTELLA y R. TURRINI, *ob. cit.*, p. 441.

recursos propios y ajenos óptima, por lo que el valor de la empresa no se vería afectado en razón de la financiación a través de una ampliación de capital, la emisión de deuda o la autofinanciación<sup>1072</sup>. Al margen de lo anterior, en el marco del reciente debate sobre la utilidad del capital ha sido criticado como una restricción injustificada de la principal herramienta de que disponen los administradores para trasladar al mercado información acerca de la marcha de la sociedad. La fijación de una política de dividendos es más relevante para los potenciales inversores que los datos históricos que figuran en el balance. En consecuencia, condicionar la distribución de dividendos implica desincentivar la adquisición y negociación de acciones, con el consiguiente perjuicio tanto para la sociedad, sus accionistas y acreedores<sup>1073</sup>.

De nuevo, el argumento se aplica a un tipo muy específico de sociedades de capital. La restricción apenas tiene significación en las compañías de estructura cerrada. Estas adoptan habitualmente la forma de sociedad de responsabilidad limitada por lo que quedan sujetas a un capital mínimo simbólico que difícilmente podría condicionar, en su caso, el destino de los beneficios del ejercicio. Además, la retribución de los socios se articula frecuentemente a través de vías alternativas a distribución de dividendos. Tampoco es relevante en relación a las sociedades anónimas cotizadas con una larga trayectoria de permanencia en el mercado, en las que el capital social representa una fracción muy modesta de los recursos propios<sup>1074</sup>. De nuevo, la perturbación podría afectar a sociedades de nueva creación que captan en el mercado los recursos necesarios para su expansión. La crítica tiene sentido, fundamentalmente, desde un entorno económico en el que se asume que el crecimiento de la mayor parte de las sociedades de capital, más allá de ciertos límites, sólo puede obtenerse mediante una apelación directa al mercado<sup>1075</sup>.

---

<sup>1072</sup> Es el llamado Teorema de Modigliani-Miller. El trabajo original de Franco MODIGLIANI y Merton MILLER, *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*, fue publicado en 1958 en *American Economic Review*.

<sup>1073</sup> E. FERRAN, *The Place....*, p. 15; C. ALONSO LEDESMA, *Algunas reflexiones....*, p. 136.

<sup>1074</sup> A título de ejemplo se reseñan a continuación los datos que resultan de las cuentas individuales de seis de las principales compañías españolas por capitalización bursátil cerradas a 31 de diciembre de 2010 (las magnitudes se expresan en millones de euros). Las cuentas de TELEFÓNICA reflejan la siguiente estructura: fondos propios: 29.550; capital social: 4.564; prima de emisión: 460; reserva legal: 864; otras reservas: 23.726. La estructura del pasivo de BANCO SANTANDER es la siguiente: fondos propios de 46.033; capital social: 4.165; prima de emisión: 29.457; reserva legal y otras reservas: 3.367; otros instrumentos de capital: 6.983. Las cifras correspondientes a REPSOL son: fondos propios: 18.502; capital social: 1.221; prima de emisión: 6.428; reserva legal y otras reservas: 9.827. En el caso de IBERDROLA los fondos propios ascienden a 21.785; el capital social a 4.113; la prima de emisión a 13.0105; la reserva legal a 788; y como otras reservas aparecen contabilizados 2308. Las cuentas de ACS reflejan unos fondos propios de 1.860; capital social: 157; prima de emisión: 897; reserva legal 35 y otras reservas: 1026. En el caso de MAPFRE los fondos propios ascienden a 7.029; el capital social a 301; la prima de emisión a 3.339; la reserva legal a 60 y las restantes reservas a 2615. El capital social oscila, pro tanto, entre el 4,28% de los fondos propios en este última y el 18,80% en Iberdrola. En todo caso porcentajes demasiado pequeños como para que las restricciones legales a la distribución de dividendos puedan tener efectos significativos.

<sup>1075</sup> En problema de la cuantía del dividendo en las sociedades de estructura cerrada no deriva del estatuto del capital sino que se inserta en marco de las relaciones entre mayoría y minoría. No es infrecuente que el grupo mayoritario bloquee de forma más o menos permanente la

## 7.1.2. La sociedad de capital cerrada: las atribuciones patrimoniales encubiertas

Si en la sociedad abierta la crítica a la disciplina tradicional del capital se ha centrado los efectos perturbadores que pueden derivarse de las limitaciones legales a las atribuciones patrimoniales a los accionistas, en las sociedades cerradas el fenómeno analizado es exactamente el contrario. Es decir, el de la amplísima libertad de que gozan las sociedades integradas por un número reducido de socios para realizar atribuciones patrimoniales que no aparecerán como una distribución de dividendos en los estados financieros de la entidad. Estas adoptarán la forma de algún tipo de transacción con los socios o administradores, típicamente una remuneración sobrevalorada por la prestación de determinados servicios a la compañía<sup>1076</sup>.

Ha sido muy discutido si debía entenderse que estas operaciones también quedaban comprendidas en el régimen limitativo de la Directiva 77/91/CEE (en particular en su artículo 15)<sup>1077</sup>. Desde un punto de vista teórico, no cabe duda que, en nuestro país, el supuesto ha de considerarse como un caso de simulación relativa (artículo 1276 CC). En consecuencia, si, a pesar del esquema formalmente adoptado, la atribución patrimonial envuelve una distribución de dividendos, deberá quedar sujeta al régimen de esta última. De este modo quedará sujeta al régimen de los dividendos irregularmente satisfechos si como consecuencia de la operación el patrimonio neto de la compañía resulta ser inferior al capital social<sup>1078</sup>. Desde un punto de vista práctico, las dificultades de prueba serán notables dada las condiciones en las que se desarrollan estas operaciones. Los supuestos asimilables que aparecen

---

realización de atribuciones patrimoniales a los socios con cargo a los beneficios de la empresa. Esta situación debe relacionarse con la posibilidad al alcance de la mayoría de obtener algún tipo de atribución encubierta, tal como examinaremos a continuación. En nuestro país, en el momento de redactar estas líneas, se encuentra en una fase avanzada de tramitación parlamentaria una reforma de la Ley de Sociedades de Capital que, entre otros aspectos, añade un nuevo precepto (el artículo 348bis, según la versión aprobada en el Senado) que reconoce un derecho de separación en caso de falta de distribución de dividendos. De acuerdo con la nueva redacción, a partir del quinto ejercicio a contar desde la inscripción en el Registro Mercantil de la sociedad, el socio que hubiera votado a favor de la distribución de los beneficios sociales tendrá derecho de separación en el caso de que la junta general no acordara la distribución de, al menos, un tercio de los beneficios propios de la explotación del objeto social obtenidos durante el ejercicio anterior que fuera legalmente repartibles. Se excluye, no obstante, la aplicación de este régimen a las sociedades cotizadas.

<sup>1076</sup> L. ENRIQUES y J. R. MACEY, *ob. cit.*, p. 1190; L. ENRIQUES y M. GELTER, *Regulatory Competition...*, p. 429.

<sup>1077</sup> Véase P. O. MÜLBERT y M. BIRKE, *ob. cit.*, pp. 705 y 706; Holger FLEISCHER, *Disguised Distributions and Capital Maintenance in European Company Law*, en M. LUTTER (Dir), *Legal capital...*, en particular p. 98 y 99, y Blanca BAGO ORIA, *Dividendos encubiertos. El reparto oculto del benéfico en sociedades anónimas y limitadas*, Madrid (2010), pp. 95 y ss.

<sup>1078</sup> B. BAGO, *ob. cit.*, p. 157.

contemplados en nuestra jurisprudencia afloran más como consecuencia de conflictos internos entre los socios que como consecuencia de reclamaciones interpuestas por los acreedores de la sociedad. Así, el Tribunal Supremo ha declarado la nulidad de la compraventa de varios inmuebles de una sociedad realizada, sin efectiva contraprestación, por el administrador de una sociedad anónima a favor de su hermana (S. de 1 de febrero de 1990), y ha estimado la responsabilidad de los administradores por la desviación de los activos de la sociedad administrada a otras sociedades (S. de 4 de noviembre de 2010). También ha reconocido el derecho del administrador a percibir honorarios a la sociedad en calidad de abogado, sin que esta condición determine una reducción en la cuantía de sus honorarios (S. de 28 de septiembre de 2010).

## 7.2. La adquisición de acciones y participaciones propias

La Directiva 77/91/CEE y, consiguientemente, las legislaciones nacionales, dan un trato diferenciado a distribución de dividendos y la adquisición de acciones o participaciones propias, aun cuando puede estimarse que existe una equivalencia funcional entre ambas vías de retribución a los socios. Al margen de esta consideración del alcance sistemático, las restricciones a la adquisición de acciones o participaciones propias se han valorado negativamente en cuanto limitan un mecanismo singularmente eficaz de resolver los conflictos que puedan suscitarse entre los socios de las sociedades de capital<sup>1079</sup>. Ya en su momento el argumento debía de ser matizado, dado que el régimen original de la Directiva 77/91/CEE resultaba mucho más flexible de lo que la terminología utilizada por el legislador comunitario pudiera sugerir en una primera aproximación<sup>1080</sup>. En todo caso, carece de virtualidad tras la reforma introducida por la Directiva 2006/99/CE, que permite una autocartera de hasta el 20% lo que, de hecho, ha convertido a las sociedades anónimas en la Unión Europea en sociedades de capital variable. En cuanto a la sociedad de responsabilidad limitada, la resolución de los conflictos internos se orienta hacia las figuras de la separación y la exclusión (cuyas causas pueden ser ampliadas por los estatutos: artículos 347 y 351 LSC), y este es, precisamente, uno de los supuestos de adquisición permitida de participaciones propias (artículo 140.1,d LSC).

## 7.3. La asistencia financiera y la adquisición apalancada de empresas

La Directiva 77/91/CEE prohíbe a las sociedades anónimas adelantar fondos, conceder préstamos o dar garantías para facilitar la adquisición de sus

---

<sup>1079</sup> L. ENRIQUES Y J. R. MACEY, *ob. cit.*, pp. 1178 y 1180.

<sup>1080</sup> Véase, *infra*, pp. 166 a 168.

acciones por un tercero. La normativa interna española acoge la misma regla, si bien con diferentes grados de intensidad para las sociedades anónimas (artículo 150 LSC) y las de responsabilidad limitada (artículo 143.2 LSC)<sup>1081</sup>. De esta forma se dificultan una serie de operaciones definidas genéricamente como adquisiciones apalancadas (“*Leveraged Buy Out*” o LBO según la difundida terminología anglosajona)<sup>1082</sup>, que se caracterizan por la obtención del control de una empresa financiado en su mayor parte con recursos ajenos. Se trata de operaciones que se han difundido en las últimas décadas en relación a las nuevas técnicas de valoración de empresas basadas más en los flujos de caja y planes de negocio que en el componente patrimonial de las mismas. Las finalidades perseguidas por las mismas pueden ser muy variadas, pero en términos generales se orientan a la reorganización, expansión y venta de sociedades infravaloradas, en sus primeras fases de desarrollo o con ramas de negocio que no han alcanzado su pleno potencial<sup>1083</sup>.

La lógica económica de este tipo de operaciones conduce a que la financiación externa se garantice con activos de la propia empresa adquirida o, por lo menos, que descansa en los flujos de caja libres que la empresa pueda generar con arreglo a las previsiones del plan de negocio. La rígida prohibición de asistencia financiera determina que este resultado sólo pueda llevarse a cabo por procedimientos indirectos<sup>1084</sup>. La estructura más sencilla consiste en la asunción del endeudamiento directamente por la sociedad adquirida, facilitando a los adquirentes directamente los recursos obtenidos. Esta posibilidad sólo cabe, para las sociedades anónimas, al amparo de la primera excepción contemplada en la Ley. Esto es, cuando se trate de facilitar al personal de la empresa la adquisición de las acciones de la propia sociedad o de participaciones o acciones de otra sociedad perteneciente al mismo grupo (artículo 150.2 LSC). Fuera de este supuesto el esquema habitual en nuestro país se ha centrado en la constitución de una sociedad a la que el grupo adquirente aporta la parte del precio de adquisición que se financia con fondos propios, y que posteriormente contrae la deuda necesaria para hacer frente a la adquisición. Una vez asegurado el control de la sociedad adquirida se procede a la absorción de la misma, obteniendo el resultado buscado. Es decir, el de

---

<sup>1081</sup> Véase *infra*, pp. 228 y 279 a 282.

<sup>1082</sup> La terminología es muy variada. Se habla de *Management Buy Out* (MBO) cuando la adquisición la realiza el equipo directivo de la propia empresa, operación que se suele diferenciar del *Management Buy In* (MBI) cuando la compra la realiza un equipo profesional externo habitualmente involucrado con el inversor financiero. Al respecto, Raimundo SEGURA DE LASSALETTA, *Las adquisiciones apalancadas*, en Miguel TRIAS SAGNIER (coord.), *Régimen jurídico y tributario del capital riesgo en España*, Barcelona (2006), pp. 138 y 139.

<sup>1083</sup> R. SEGURA DE LASSALETTA, *ob. cit.*, pp. 142 y 143.

<sup>1084</sup> Según la opinión común en nuestra doctrina, el régimen de la asistencia financiera excluye, en principio, la posibilidad de llevar a cabo adquisiciones apalancadas. En esta línea Luis Antonio VELASCO SANPEDRO, *Asistencia financiera para adquirir acciones propias*, en C. ALONSO LEDESMA (Dir.), *Diccionario*, p. 236; R. SEGURA DE LASSALETTA, *ob. cit.*, p. 137; Miguel TRIAS SAGNIER, *La problemática de la asistencia financiera* en M. TRIAS SAGNIER, *Régimen jurídico...*, pp. 155 a 157; José Antonio GARCÍA CRUCES, *Artículo 81. Asistencia financiera para la adquisición de acciones propias* en I. ARROYO, J. M. EMBID y C. GÓRRIZ, *Comentarios...*, Vol. I, p. 852; L. FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, *Derecho...*, Vol. I, p. 539.

situar la deuda en la sociedad operativa para atender al pago de la misma con sus flujos de caja<sup>1085</sup>.

Esta forma de actuar se basa en la consideración de que no debe aplicarse el régimen de la asistencia financiera cuando los intereses en juego son tutelados a través de otras vías. En este caso, a través de las distintas cautelas establecidas en el proceso de fusión en interés de socios y de terceros. Este planteamiento ha venido a ser cuestionado por la Ley 3/2009, de 3 de abril, de modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles, que ha configurado como un supuesto especial, sujeto a requisitos específicos, la “*fusión posterior a una adquisición de sociedad con endeudamiento de la adquirente*” (artículo 35).

## 8. La pérdida del capital

### 8.1. La regla “recapitalizar o liquidar”

La Directiva 77/91/CEE se limita a exigir la convocatoria de una junta general de socios en el caso de pérdida grave del capital<sup>1086</sup>. No obstante, en nuestro Derecho, al igual que en otras legislaciones nacionales, la pérdida del capital se configura como causa de disolución (artículo 360.1,d LSC). La Ley no impone a los socios la obligación de reintegrar el capital consumido por las pérdidas, pero, llegada esta situación, les coloca en la tesitura de optar por esta posibilidad o asumir la finalización del proyecto empresarial<sup>1087</sup>. Desde la reforma de 1989 se trata, además, de una medida protegida por un mecanismo de *enforcement* especialmente enérgico como es el de la responsabilidad solidaria de los administradores por las deudas sociales en el caso de que omitan las medidas necesarias para hacer efectiva la causa de disolución (artículos 365, 366 y 367 LSC)<sup>1088</sup>. Por todo ello no es de extrañar que se trate de una de las piezas de la disciplina del capital que mayor controversia ha suscitado.

En primer lugar, el régimen de la disolución por pérdidas suscita una serie de objeciones de política legislativa. La opción del legislador, encaminada únicamente a la protección de los acreedores<sup>1089</sup>, plantea graves problemas de supervivencia para un determinado tipo de proyectos empresariales que son

---

<sup>1085</sup> M. TRIGAS SAGNIER, *La problemática.....*, p. 156.

<sup>1086</sup> Véase, *infra*, p. 176.

<sup>1087</sup> Véase, *infra*, pp. 201 a 203.

<sup>1088</sup> De hecho, el rigor y la relativa sencillez en la aplicación de este régimen de responsabilidad ha excluido la aplicación en la práctica de las restantes medidas de protección de los acreedores derivadas de la disciplina del capital.

<sup>1089</sup> L. ENRIQUES y J. R. MACEY, *ob. cit.*, pp. 1173 y 1183.

precisamente los que aportan un mayor grado de innovación y competencia al tejido económico. La implantación de un nuevo operador en determinados sectores precisa de cuantiosas inversiones iniciales cuyo retorno sólo se materializará a medio o largo plazo. Los gastos de instalación y las amortizaciones habitualmente darán lugar a pérdidas contables durante varios ejercicios, aun cuando los activos (materiales e inmateriales) de la compañía puedan ser potencialmente muy rentables una vez alcanzado un cierto grado de penetración en el mercado. El proyecto podrá frustrarse, no obstante, si las pérdidas llegan a consumir el capital social antes de que se produzca el despegue de la compañía. La regla que impone la disolución de la sociedad en razón de la existencia de pérdidas contables dificulta la obtención de capital de riesgo puesto que los suscriptores de las acciones de esta tipo de compañías se enfrentan a una carrera contra el tiempo. Cabe argumentar, por tanto, que la opción del legislador hace más difícil la instalación de nuevos competidores y favorece a empresas establecidas<sup>1090</sup>.

Al mismo tiempo, puede dar lugar a conductas estratégicas en los conflictos internos, puesto que puede forzar operaciones de reducción del capital a cero con el consiguiente riesgo de exclusión de aquellos socios que no estén en condiciones de realizar aportaciones adicionales. Por otra parte, la determinación de las pérdidas sólo podrá realizarse a partir de un balance, que puede no reflejar con exactitud el valor real de los activos de la compañía y en el que no aparecerá reflejado el fondo de comercio generado por las actividades de ésta<sup>1091</sup>. Estas últimas consideraciones encuentran un claro refrendo en la práctica societaria en nuestro país, que muestra una destacada concentración de situaciones conflictivas en las operaciones de reducción y aumento de capital simultáneo, que se llevan a cabo por la necesidad (o con el pretexto) de enervar la eficacia de la causa de disolución típica de las sociedades de capital<sup>1092</sup>.

## 8.2. ¿Un mecanismo preventivo de la insolvencia?

Existen algunos factores que explican que durante mucho tiempo no hayan sido perceptibles en nuestro país los efectos perturbadores de la regla que impone la disolución o la liquidación en caso de pérdida del capital. Así, la tradicional preferencia de las grandes empresas españolas por la financiación bancaria frente al mercado de capitales, o la inexistencia de una sanción específica bajo el régimen de las Leyes de 1951 y 1953. Sin embargo, a medida que el derecho de sociedades se proyecta sobre una realidad económica más compleja, cabe cuestionar si es necesario o conveniente un mecanismo específico que, en definitiva, implica un límite a la continuidad de la actividad de una determinada categoría de sociedades mercantiles aun cuando

---

<sup>1090</sup> L. ENRIQUES y J. R. MACEY, *ob. cit.*, p. 1174 y 1202.

<sup>1091</sup> L. ENRIQUES y J. R. MACEY, *ob. cit.*, p. 1201.

<sup>1092</sup> Véase, *infra*, pp. xx y xx.

estén todavía en condiciones de atender al cumplimiento de sus obligaciones. Es decir, una técnica de exclusión del mercado al margen del régimen general aplicable a cualquier deudor, basado en la insolvencia y no en la descapitalización, que encuentra su sede natural en la Ley concursal<sup>1093</sup>. De hecho, como veremos a continuación, este es la causa que cabe apuntar en algún ejemplo significativo de opción por una *Lex societatis* distinta de la española<sup>1094</sup>.

En una primera aproximación, se trata de un expediente que no parece revestir una especial utilidad, ni en el ámbito de las sociedades cerradas ni en el de las de estructura abierta. En cuanto a las primeras, dada la escasa relevancia que para los acreedores externos representa la garantía derivada de la determinación de una cifra de capital, que habitualmente tiene que ser completada con algún tipo de garantía personal prestada por los socios. En cuanto a las segundas, en razón del hecho de que los inversores que prestan sus capitales a las compañías que pueden verse afectadas por esta causa de disolución presentan, típicamente, un elevado grado de sofisticación y un suficiente grado de información que les permite evaluar los riesgos del proyecto e introducir instrumentos de protección por vía contractual. Todo ello al margen de los perjuicios que también para los acreedores pueden derivarse de la apertura de la liquidación, que no sólo implica costes para los socios. De hecho cabría cuestionar si se trata en realidad de una pieza de la disciplina del capital, que se centra en el régimen de las atribuciones patrimoniales a los socios. La regla que impone la disolución en razón de la pérdida de un porcentaje del capital se explica, en realidad, por razones históricas. Constituye un intento de subsanar en sede societaria las deficiencias que en nuestro país presentaba tradicionalmente otro sector del Ordenamiento jurídico como es el Derecho concursal.

El fundamento de la disolución se encuentra precisamente en la consideración de esta figura como un mecanismo preconcursal. Se ha observado, no obstante, que si el sistema fuera plenamente eficaz no debería producirse en ningún caso la insolvencia de las sociedades de capital, dado que éstas deberían siempre iniciar su liquidación voluntaria en un momento en el que todavía disponen de activos suficientes para atender al pago de la totalidad de sus obligaciones, asumiendo exclusivamente los socios la pérdida

---

<sup>1093</sup> J. RICKFORD, *Legal Approaches.....*, p. 172; C. ALONSO LEDESMA, *Algunas reflexiones.....*, pp. 153 a 155.

<sup>1094</sup> Debe tenerse en cuenta que en el momento de escribir estas líneas la efectividad de la disolución por pérdidas se encuentra, de hecho, temporalmente suspendida como consecuencia del Real Decreto Ley 10/2008, que ha acudido a una técnica contable para evitar la liquidación de un gran número de sociedades que, como consecuencia de la crisis económica en que estamos inmersos, habían visto reducido de forma significativa el valor de mercado de determinados activos, especialmente los de naturaleza inmobiliaria. El Real Decreto Ley 2/2010, de 31 de marzo, ha renovado a su vez, “*sin solución de continuidad y a todos los efectos legales*”, lo dispuesto en el apartado 1 de la DA única de aquél, “*durante los dos ejercicios sociales que se cierran a partir de la entrada en vigor del presente Real-Decreto Ley*” (artículo 1). Es decir, los cerrados con anterioridad al 1 de abril de 2012. Al respecto, véase, *supra*, pp. xx y xx.

producida<sup>1095</sup>. La utilidad de la figura es cuestión debatida. Algunos estudios empíricos parecen atribuirle una razonable efectividad como mecanismo preventivo de las situaciones de insolvencia<sup>1096</sup>. Lo cierto es que el número de extinciones de sociedades de capital registradas en nuestro país puede considerarse alto, lo que en buena medida puede atribuirse a la eficacia disuasoria de la disolución por pérdidas<sup>1097</sup>.

## 9. Una limitación genérica: la competencia entre ordenamientos

### 9.1. La conexión entre la sociedad de capital y los ordenamientos de referencia

Junto a la valoración de los aspectos concretos de la disciplina del capital social, es necesario tomar en consideración un nuevo fenómeno, que, a día de hoy, constituye un límite a la efectividad de las disposiciones nacionales relativas al capital social. Se trata de la posible competencia entre ordenamientos impulsada tanto por la intensificación de los intercambios comerciales internacionales como, en el ámbito de la Unión Europea, por la progresiva integración de los respectivos ordenamientos nacionales en un sistema legal superior. La creación de un mercado único tiene por objeto, precisamente, hacer posible la actuación de las sociedades constituidas con arreglo a la legislación de cualquiera de los Estados miembros en todo el

---

<sup>1095</sup> L. ENRIQUES y J. R. MACEY, *ob. cit.*, p. 1201.

<sup>1096</sup> Juan BATALLER GRAU, *La simplificación del régimen jurídico de disolución de las sociedades de capital*, en S. HIERRO ANIBARRO (Dir), *Simplificar....*, pp, 556 a 561. El análisis se basa en la correlación entre las tasas anuales de variación del PIB y el número de sociedades de capital que se extinguen, partiendo del presupuesto que en las situaciones de desaceleración económica una buena parte de los casos de liquidación deben explicarse en razón de las pérdidas en que han incurrido las sociedades. Los datos disponibles ponen de relieve que en los años 1992 y 1993, coincidiendo con una caída del PIB se produce un incremento significativo del número de extinciones societarias. Las variables utilizadas pecan, no obstante, de una excesiva generalidad. Una opinión matizada puede verse en P. O. MÜLBERT y M. BIRKE, *ob. cit.*, p. 719, quienes ponen de manifiesto que en los Estados Unidos, sin un régimen equivalente a la disciplina del capital social, el número de insolvencias en proporción al de sociedades en activo es inferior al que cabe detectar en muchos Estados miembros de la Unión Europea.

<sup>1097</sup> Según la Estadística societaria del Colegio de Registradores el número de sociedades anónimas y de responsabilidad limitada formalmente extinguidas en 2007, 2008 y 2009 fue, respectivamente, de 22.683, 21.957 y 20.774. Se trata de un número de operaciones apreciable si se tiene en cuenta que en el año 2009 el número de constituciones de sociedades de capital fue de 78.263. Asimismo, parece apuntar un cierto grado de efectividad del mecanismo legal si se compara con el dato de 4.253 autos de apertura de concurso que refleja la Estadística concursal del Colegio de Registradores para el año 2009: hay casi 5 disoluciones por cada concurso. Mayores dudas suscita el hecho de que una buena parte de las entidades concursadas llegan a esta situación con fondos propios negativos, es decir mucho más allá del límite que marca la Ley para la disolución. Estas últimas fueron el 13,4% de los concursos en 2009, el 23,4% en 2008 y el 27,3% en 2007.

territorio de la Comunidad, lo que, a su vez, proporciona a los operadores económicos un cierto margen de decisión en orden a la determinación de la “*lex societatis*” a la que desean quedar sometidos.

No se trata de un fenómeno históricamente desconocido. A mediados del siglo XIX la recíproca influencia entre las sucesivas reformas legislativas que se producen en Francia y en Inglaterra resultó ser un factor determinante en la configuración de la moderna sociedad anónima<sup>1098</sup>. El enfoque inicial del legislador comunitario respondía, sin embargo, a un planteamiento completamente diferente. La técnica de la armonización material de las legislaciones internas se encamina precisamente a impedir la competencia entre ordenamientos. Ésta se valora de forma negativa, por cuanto que constituye la vía para eludir la aplicación de determinados regímenes legales mediante el simple expediente de elegir la “*lex societatis*” más favorable, aprovechando, sin embargo, las ventajas de un mercado unificado. Las consideraciones anteriores explican la ambigüedad calculada con la que se abordó originariamente el tratamiento de la libertad de establecimiento con relación a las personas jurídicas<sup>1099</sup>, o las limitaciones que, en época más reciente, se han incorporado a los procedimientos a través de los que se hace efectiva la movilidad transfronteriza de las sociedades.

De nuevo encontramos aquí una divergencia notable entre el sistema de derecho de sociedades europeo y el norteamericano. En Europa ha prevalecido una concepción institucional de la sociedad anónima, sujeta en consecuencia a un régimen de normas imperativas (y, en particular, las relativas al estatuto del capital). En los Estados Unidos, por el contrario, una concepción de la empresa basada en esquemas contractuales proporciona una perspectiva distinta de la competencia entre jurisdicciones, que puede llegar a constituir un instrumento valioso de cara a la innovación y el desarrollo del sistema legal<sup>1100</sup>. La línea jurisprudencial que ha definido el Tribunal de Justicia de la Unión Europea a partir de la sentencia *Centros* en 1999 marca un punto de inflexión frente a la situación anterior. El reconocimiento en términos muy amplios del derecho de establecimiento supone que las sociedades constituidas con arreglo a la

---

<sup>1098</sup> Véase, *infra*, pp. 78 y 79.

<sup>1099</sup> L. A. VELASCO SAN PEDRO y J. M. SÁNCHEZ FELIPE, *ob. cit.* p. 16.

<sup>1100</sup> F. KÜBLER, *Rules of capital...*, pp. 103 y 104. El tema, no obstante, resulta sumamente controvertido, y ha sido habitual la utilización del término “*race to the bottom*” en sentido peyorativo para la referirse a la situación del Derecho de sociedades en los Estados Unidos. Es evidente que en un sistema de libre elección de “*lex societatis*” se corre el peligro de que la decisión sobre la fijación de la sede social se realice en beneficio del interés particular los grupos que pueden condicionarla (administradores y socios mayoritarios) y en detrimento de la posición de los restantes (socios minoritarios, acreedores y trabajadores). Es decir, que el resultado final puede desembocar no en un sistema legal más eficiente y en la correlativa maximización del valor de las compañías, sino en una “*carrera a la baja*” entre las distintas jurisdicciones que se traduce en una eliminación de requisitos con el fin de atraer el mayor número posible de sociedades. Al respecto véase, Tobias H. TRÖGER, *Choice of Jurisdiction in European Corporate Law – Perspectives of European Corporate Governance*, *European Business Organization Law Review*, Vol. 6, nº 1 (2005) [disponible en [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)] y la amplia bibliografía allí citada.

legislación de uno cualquiera de los Estados miembros pueden actuar libremente en todo el territorio de la Unión Europea.

La incidencia que la evolución de la jurisprudencia del Tribunal de Justicia en este punto puede llegar a tener sobre la doctrina del capital no ha pasado inadvertida a los comentaristas<sup>1101</sup>. Se ha llegado a decir, incluso, que el futuro del capital social estará determinado más por los inversores que por las decisiones de las cámaras legislativas<sup>1102</sup>. Se trata de una afirmación notablemente exagerada, pero no cabe duda de que, en este momento, la competencia entre ordenamientos es una de las variables que es preciso tomar en consideración al abordar el problema de la efectiva aplicación de las piezas que integran la disciplina del capital.

## 8.2. La evolución de la jurisprudencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea

El Tribunal de Justicia se había pronunciado sobre el alcance del derecho de establecimiento de las sociedades mercantiles en diversas ocasiones. El caso más relevante hasta la sentencia *Centros* fue, sin duda, el resuelto por la sentencia de 27 de septiembre de 1988, *HM Treasury and Commissioners of Inland Revenue v Daily Mail and General Trust Plc.* [Asunto 81/87]). El problema de fondo suscitado tenía en realidad naturaleza tributaria. Se trataba de determinar si una sociedad constituida con arreglo a derecho británico, y que había procedido a la apertura de una sucursal en Holanda, podía trasladar su oficina registrada a este último país sin necesidad de una autorización previa por parte de las autoridades fiscales del Reino Unido. Ello no implicaba un cambio de *Lex societatis* sino únicamente el traslado de la dirección efectiva y, correlativamente, de la residencia fiscal. El Tribunal rechaza esta posibilidad, a través de una argumentación que, entre otras consideraciones, enlazaba con la vieja teoría de la ficción de las personas jurídicas: “...al contrario que las personas físicas, las sociedades son entidades creadas en virtud de un ordenamiento jurídico y, en el estado actual del Derecho comunitario, en virtud de un ordenamiento jurídico nacional. Sólo tienen existencia a través de las distintas legislaciones nacionales que regulan su constitución y funcionamiento...” (Fundamento 19º)<sup>1103</sup>.

---

<sup>1101</sup> H. TRÖGER, *ob. cit.* p. 16; John ARMOUR, *Who Should Make Corporate Law? EC Legislation versus Regulatory Competition* (2005), ECGI – Law Working Paper nº 54/2005, pp. 1 y 14 [disponible en [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)]; C. KUHNER, *ob. cit.* p. 342; J. RICKFORD, *ob. cit.* pp. 143 y 144; L. ENRIQUES y M. GELTER, *Regulatory Competition...*, pp. 423 y 424; T. BACHNER, *ob. cit.* pp. 1 a 5. Sobre las reacciones que suscitó la sentencia, Francisco J. GARCIMARTÍN ALFÉREZ, *La sentencia “Centros” del Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas: una visión a través de los comentarios*, Revista Electrónica de Estudios Internacionales (2000).

<sup>1102</sup> J. ARMOUR, *Legal Capital...*, p. 6. Una visión mucho más matizada del tema puede verse en Luca ENRIQUES, *EC Company Law and the Fears of a European Delaware*, EBL Review, nº 15 (2004).

<sup>1103</sup> La sentencia fue objeto de interpretaciones muy diversas, si bien ha acabado prevaleciendo una valoración crítica, en razón de la falta de claridad del fallo. Véase, L. A. VELASCO SAN

El argumento (mucho más que la decisión sobre el fondo) resultaba relevante desde la perspectiva de la efectiva aplicación de los sistemas de derecho interno. El Tribunal subordina, en definitiva, el ejercicio del derecho de establecimiento reconocido en el Tratado al previo cumplimiento de los requisitos que al efecto puedan resultar de las respectivas leyes nacionales con arreglo a las cuales se constituyen y operan las sociedades mercantiles. En el caso resuelto, la autorización de la Administración tributaria británica para proceder a un cambio de residencia fiscal. Pero la misma doctrina debía aplicarse cuando una sociedad pretendiera desarrollar sus actividades en un ámbito jurisdiccional diferente<sup>1104</sup>. En la sentencia late la idea de que la Ley del Estado con arreglo a la cual se han constituido las sociedades mercantiles, sólo puede proporcionar una cobertura limitada más allá de las fronteras de éste<sup>1105</sup>. En consecuencia, la actividad transfronteriza de aquellas podía quedar condicionada al reconocimiento por parte del Estado de acogida, que se realizará con arreglo a la normativa interna de este último<sup>1106</sup>.

Esta doctrina va a ser drásticamente alterada a partir de la sentencia de 9 de marzo de 1999, *Centros Ltd. v. Erhvervs-og Selskabssyrelsen* (Asunto C-212/97). El supuesto de hecho es el siguiente: en 1992 un matrimonio danés adquirió las dos únicas participaciones de una *private limited company* constituida con arreglo a derecho inglés, la sociedad *Centros Ltd.* La compañía iba a desarrollar sus actividades exclusivamente en Dinamarca. El motivo de acogerse al derecho inglés, tal como quedó acreditado en el procedimiento posterior, no era otro que el de eludir las rigurosas exigencias de la Ley danesa en relación al capital mínimo (200.000 coronas danesas de la época; el capital de *Centros Ltd.* se había fijado en 100 libras esterlinas, equivalentes a 1.000 coronas danesas). La Dirección General de Comercio y Sociedades denegó la inscripción en el Registro Mercantil danés la apertura de una sucursal de la compañía, por entender que se trataba en realidad de un establecimiento principal. En el subsiguiente procedimiento judicial Juez planteó una cuestión

---

PEDRO y J. M. SÁNCHEZ FELIPE, *ob. cit.* pp. 26 y 27; S. PRATS JANÉ, *ob. cit.* pp. 81 a 86; A. SANTA MARÍA, *ob. cit.* pp. 52 a 56.

<sup>1104</sup> S. PRATS JANÉ, *ob. cit.* pp. 89.

<sup>1105</sup> A. SANTA MARÍA, *ob. cit.* pp. 15, 16, 52 y 53, pone de relieve cómo la línea argumental de la decisión del Tribunal en el caso *Daily Mail* reproduce literalmente la de otra sentencia dictada ciento cincuenta años antes. Esta última había denegado el reconocimiento de una sociedad anónima francesa en Bélgica en 1846, en el marco de una abierta hostilidad entre los órganos jurisdiccionales de ambos países. El Tribunal de Casación belga llega a esta conclusión en base a la ausencia de autorización administrativa de la compañía por las autoridades nacionales (requisito exigido en aquél momento por el artículo 37 del Código de Comercio, véase, *infra*, pp. 76 y 77).

<sup>1106</sup> El Tratado constitutivo de la CEE había remitido el tema del reconocimiento recíproco de las sociedades a ulteriores negociaciones entre los Estados miembros (artículo 220), éstas no llegaron a fructificar al no ratificar Holanda el *Convenio sobre reconocimiento de las sociedades y personas morales* de 1968. Véase, L. A. VELASCO SAN PEDRO y J. M. SÁNCHEZ FELIPE, *ob. cit.* pp. 16, 20 y 21. En Europa no ha llegado a materializarse, por tanto, una previsión equivalente a la que contiene la Sección 1 del Artículo IV de la Constitución de los Estados Unidos en relación al pleno reconocimiento en cada Estado de los actos y registros públicos y las actuaciones judiciales de los restantes.

prejudicial con el fin de determinar si las actuaciones anteriores resultaban compatibles con las disposiciones de los Tratados relativas a la libertad de establecimiento (artículos 52 y 58 TCE; actuales artículos 49 y 54 TFUE).

El Gobierno danés había argumentado que se trataba de un cuestión puramente interna, puesto que en razón de la nacionalidad de los socios y el ámbito territorial en el que la sociedad desarrollaba sus actividades faltaba el elemento de extranjería que hubiera podido determinar la aplicación de las disposiciones de los Tratados sobre la libertad de establecimiento. El Tribunal de Justicia estima por el contrario que *“...están comprendidas dentro del Derecho comunitario las situaciones en las que una sociedad constituida con arreglo al Derecho de un Estado miembro, en el que tiene su domicilio social estatutario, desee establecer una sucursal en otro Estado miembro...”* y que, a estos efectos resulta irrelevante que la sociedad haya sido constituida con la finalidad de establecerse en el segundo *“...donde se ejercería lo fundamental, incluso la totalidad, de sus actividades económicas...”* (Fundamento 17º). Tras una referencia a las disposiciones del Tratado relativas a la libertad de establecimiento (Fundamento 19º), se afirma que de las mismas se desprende *“de forma directa”* que las sociedades tienen derecho a ejercer su actividad en otro Estado miembro por medio de una agencia, sucursal o filial (Fundamento 20º). En consecuencia, la denegación de la inscripción de la sucursal implica una infracción de las libertades comunitarias (Fundamentos 21º y 22º). El Tribunal rechaza, además, que la opción por la legislación de otro Estado miembro constituya, en sí mismo, un uso abusivo del derecho de establecimiento (Fundamento 27º).

También habían sido aducidas por el Gobierno danés razones interés general para justificar la denegación de la inscripción de la sucursal (en base al artículo 56 TCE; artículo 52 TFUE). Así, se había argumentado que la obligación de las sociedades de responsabilidad limitada de constituir y desembolsar una capital social mínimo persigue un doble objetivo. Por un lado, reforzar la solidez financiera de las sociedades con la finalidad de proteger a los acreedores públicos contra el riesgo del impago de sus créditos, porque, a diferencia de los acreedores privados, no pueden asegurar sus créditos mediante la constitución de una garantía o de una fianza; por otro lado, de forma más general, proteger a todos los acreedores, públicos o privados, previniendo el riesgo de quiebra fraudulenta debida a la insolvencia de sociedades cuya dotación inicial de capital era insuficiente.

La sentencia, tras afirmar que los motivos alegados no están amparados por el tratado (Fundamento 34º), rechaza la argumentación anterior mediante una doble consideración. En primer lugar, que *“...la práctica controvertida no sirve para conseguir el objetivo de protección de los acreedores que supuestamente pretende, puesto que si la sociedad afectada hubiese ejercido una actividad en el Reino Unido, su sucursal habría sido inscrita en Dinamarca, aunque la posición de los acreedores daneses hubiera podido quedar también debilitada...”* (Fundamento 35º). En segundo término, que *“...la sociedad de que se trata en el procedimiento principal se presenta como sociedad inglesa y no como sociedad danesa, por lo que los acreedores están informados de que está sometida a una legislación distinta de la que regula la constitución de*

*sociedades de responsabilidad limitada en Dinamarca y pueden invocar determinadas normas de Derecho comunitario que los protegen, como son la Cuarta Directiva 78/660/CEE del Consejo...*” (Fundamento 36º).

Esta línea jurisprudencial se ha consolidado en diversos fallos posteriores. En particular, en las sentencias de 5 de noviembre de 2002, *Überseering BV v Nordic Construction Company Baumanagement GMBH* (asunto c-208/00) y de 30 de septiembre de 2003, *Kamer van Koophandel en Fabrieken voor Amsterdam v. Inspire Art Ltd* (asunto c-167/01)<sup>1107</sup>. Frente al criterio adoptado en la sentencia *Daily Mail*, lo que se afirma ahora es la preferencia de la libertad de establecimiento sobre las disposiciones de derecho interno en materia de sociedades mercantiles. Dicho de otra forma, que las previsiones de los Tratados (artículo 54 TFUE) imponen a los Estados miembros de la Unión Europea el pleno reconocimiento de las sociedades constituidas con arreglo a la legislación de cualquiera de ellos<sup>1108</sup>. De esta forma se posibilita la existencia de un cierto grado de competencia legislativa en el seno de la Unión Europea. Los términos en que esta se plantea exigen considerar de forma separada a las sociedades de responsabilidad limitada y a las sociedades anónimas.

Ha de tenerse en cuenta que, con una curiosa correlación temporal, la definición de la nueva línea jurisprudencial del Tribunal de Justicia ha ido acompañada de la aprobación del Reglamento (CE), nº 1346/2000, del Consejo, de 29 de mayo de 2000, sobre procedimientos de insolvencia. A pesar de la evolución que ha experimentado el sistema de derecho de sociedades, este último sigue respondiendo decididamente al viejo principio de la sede real<sup>1109</sup>. Como regla general, la Ley aplicable al procedimiento de insolvencia y a sus efectos será “...la del Estado miembro en cuyo territorio se abra dicho procedimiento...”. Esto es, el llamado “Estado de apertura” (artículo 4.1.). A su vez, la competencia para abrir el procedimiento se atribuye a “...los tribunales del Estado miembro en cuyo territorio se sitúe el centro de los intereses principales del deudor”, si bien, “respecto de las sociedades y personas jurídicas se presumirá que el centro de los intereses es, salvo prueba en contrario, el lugar de su domicilio social...” (artículo 3.1). Es decir, que el eventual concurso de *Centros Ltd.* se hubiera tramitado ante los tribunales de Dinamarca y con sujeción a la Ley danesa<sup>1110</sup>.

---

<sup>1107</sup> Véase, C. VARGAS VASSEROT, *ob. cit.*, pp. 312 a 314; S. PRATS JANÉ, *ob. cit.* pp. 99 a 117; M. MENJUCQ, *ob. cit.*, pp. 128 a 132.

<sup>1108</sup> S. PRATS JANÉ, *ob. cit.* pp. 89; L. ENRIQUES y M. GELTER, *Regulatory Competition...*, p. 424 a 427, apuntan que esta línea jurisprudencial determina una auténtica “armonización negativa”, en contraste con la “armonización positiva” que hasta la fecha resultaba de las Directivas en materia de sociedades.

<sup>1109</sup> L. ENRIQUES y M. GELTER, *Regulatory Competition...*, pp. 440 a 445; T. BACHNER, *ob. cit.* pp. 5 a 12.

<sup>1110</sup> Esta situación puede conducir a una alteración de la línea de demarcación del “derecho de sociedades” y del “derecho concursal” en el seno de las legislaciones nacionales de los Estados miembros. No cabe descartar que en el futuro algunos mecanismos de protección de los acreedores, tradicionalmente ubicados en las Leyes de sociedades pasen a recibir una nueva formulación como reglas aplicables en las situaciones de concurso. Así ha sucedido en Alemania con la anterior regla de Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada que preveía

El Preámbulo del Reglamento afirma, con meridiana claridad, que la finalidad del sistema era la de “...evitar que las partes encuentren incentivos para transferir bienes o litigios de un Estado miembro a otro, en busca de una posición jurídica más favorable (“forum shopping”)...” (párrafo 4º), pero no por ello se excluye completamente una posible competencia entre jurisdicciones. En conexión con el principio de mutuo reconocimiento (artículo 16), la preferencia entre procedimientos viene dada por un criterio puramente temporal. Una vez abierto un procedimiento de insolvencia, cualquier otro “...que se abra con posterioridad...será un procedimiento secundario...” (artículo 3.3). Esta regla no encuentra otro límite que el derivado de la excepción de orden público (artículo 26). Esto supone un cierto incentivo para acreedores y deudores en anticipar la apertura del procedimiento con el fin de asegurar la atribución de la competencia a la jurisdicción que corresponde a la Ley material presumiblemente más favorable para sus intereses<sup>1111</sup>.

### 8.3. La incidencia en la sociedad de responsabilidad limitada

Dado que las sociedades limitadas no quedan sujetas a la Directiva 77/91/CEE, es en relación a esta forma social dónde podrán presentarse divergencias significativas entre las legislaciones internas de los Estados miembros de la Unión Europea. Cuestión distinta será la de si, en la práctica, éstas diferencias llegarán a tener algún significado para las explotaciones empresariales de pequeña o mediana dimensión (que son las que típicamente adoptan la forma de sociedad de responsabilidad limitada). Es decir, si las eventuales ventajas derivadas de la opción por un régimen societario menos exigente pueden llegar a compensar los costes añadidos que se derivarán del mantenimiento de una estructura societaria en un ámbito jurisdiccional distinto de aquél en el que la empresa desarrolla su actividad. Una primera reflexión sobre el tema no deja de suscitar dudas acerca de la viabilidad de este expediente<sup>1112</sup>.

Los trámites de constitución e inscripción en el Registro Mercantil pueden resultar sencillos, pero habrá que tener en cuenta además los requisitos de carácter tributario, laboral o administrativo que será necesario cumplimentar en el Estado en el que la empresa se encuentra efectivamente instalada. Ello

---

el tratamiento como capital de determinados créditos concedidos por los socios, y que tras la reforma de 2008 se recoge en la Ordenanza Concursal, T. BACHNER, *ob. cit.* p. 16.

<sup>1111</sup> L. ENRIQUES y M. GELTER, *Regulatory Competition...*, pp. 443 y 444.

<sup>1112</sup> A través de un estudio que abarca más de 64.000 sociedades James DAMMANN y Matthias SCHUNDEIN, *Where are Limited Liability Companies Formed? An Empirical Analysis*, University of Texas Law and Economics Research Paper nº 126 (2008) [disponible en [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)], ponen de relieve cómo en Estados Unidos la gran mayoría de las sociedades de pequeña y mediana dimensión se constituyen con arreglo a la legislación del Estado en el que se desarrolla su actividad principal y que la opción de seleccionar una determinada Ley societaria aplicable sólo resulta atractiva para las compañías de cierto tamaño, típicamente para las que emplean más de 1.000 trabajadores.

implica, al menos, un coste de traducción y legalización de los documentos de los que resulte la personalidad jurídica y la representación de la sociedad. La actuación en el mercado a través de una sociedad extranjera, en la medida en que no constituya una práctica habitual, puede suscitar dificultades prácticas en la relación con clientes, proveedores o entidades de crédito. Por otra parte, la vida de las sociedades mercantiles no se agota en el acto fundacional. Será preciso mantener una relación continuada con Registro Mercantil extranjero, a los efectos de la renovación de administradores, otorgamiento de poderes, depósito de cuentas o cumplimiento de los específicos requisitos de información exigidos por la Ley nacional que resulte aplicable<sup>1113</sup>. La disociación entre el ordenamiento que rige la estructura societaria y aquél en cuyo ámbito se desarrolla la actividad de la empresa supondrá, en términos generales, la necesidad de contar con un doble nivel de asesoramiento legal y de prestación de servicios profesionales. El punto de partida para el empresario que pretenda optar por una “*lex societatis*” extranjera es, por tanto, el de un incremento de los costes de gestión y administración. Todo ello, en la hipótesis de que no aparezcan desavenencias entre los socios, supuesto en el cual el conflicto que pudiera suscitarse se ventilará ante una jurisdicción extranjera.

A pesar de las consideraciones anteriores, tras la sentencia *Centros* se ha detectado la aparición de un cierto grado de arbitraje societario entre los diversos sistemas legales de los Estados miembros de la Unión Europea. Es difícil, no obstante, evaluar la exacta intensidad del mismo. Las circunstancias relativas a las sociedades inscritas que resultan de los Registros Mercantiles no proporcionan una indicación directa acerca del ámbito territorial en el que las éstas desarrollan su actividad. De la misma forma, un aumento de la litigiosidad asociado a sociedades constituidas en el extranjero resultará un indicio evidente de que se ha producido un desplazamiento en las preferencias de los empresarios<sup>1114</sup>, pero no proporciona una estimación cuantitativa del fenómeno. Esta sólo puede llevarse a cabo por medios indirectos. Por ejemplo, a partir de un análisis estadístico de la nacionalidad de los administradores en las sociedades de capital constituidas en un determinado periodo de tiempo<sup>1115</sup>. Sin embargo, es preciso tener en cuenta que este último dato es susceptible de diversas interpretaciones. Es lógico que en un proceso de integración de las economías nacionales, especialmente intenso en el seno de

---

<sup>1113</sup> Como veremos a continuación, los sencillos trámites de constitución en el derecho británico han propiciado una notable expansión de la “*private limited company*” más allá de sus fronteras del Reino Unido. No obstante, son mayores las exigencias de publicidad y transparencia durante la vida de la sociedad, que se manifiestan en figuras como el “*Annual Return*” (Secciones 854 a 859 CA 2006) que habitualmente carecen de equivalente en las legislaciones continentales. Sobre el significado y la función del mismo, P. DAVIS, *Gower and Davies....*, pp. 751 y 752.

<sup>1114</sup> T. BACHNER, *ob. cit.* p. 13.

<sup>1115</sup> Este es la línea de investigación fundamental que siguen Marco BECHT, Colin MAYER y Hannes F. WAGNER, *Where do Firms Incorporate? Deregulation and the Cost of Entry*, ECGI – Law Working Paper nº 70/2006 y *Journal of Corporate Finance*, Vol. 14, nº 3 (2008), pp. 8 a 10 [disponible en [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)].

la Unión Europea, se produzca un incremento sostenido del número de administradores procedentes de otros Estados miembros.

Con estas limitaciones, la información disponible pone de relieve que la competencia entre ordenamientos puede llegar a tener manifestaciones de gran intensidad, pero que éstas se desarrollan dentro de parámetros muy concretos y determinados. En primer lugar, el único ámbito relevante en el que se produce es el de la constitución de las sociedades de responsabilidad limitada. A su vez, la tipología de las empresas que acuden a este expediente aparece bien definida. El prototipo es una explotación de pequeñas dimensiones que se encuentra en los inicios de su actividad comercial. Es decir, en una fase la que prima el ahorro de costes a corto plazo frente a la eventual complejidad añadida que sólo aparecerá a medio o largo plazo. Además, sólo aparece en relación a sociedades con una base personal muy reducida (y, de hecho, unipersonales en una gran parte de los casos). Lo que el empresario busca con la opción por un determinado sistema legal elegido es una forma societaria muy simple dotada de personalidad jurídica independiente. No hay evidencia de que la competencia se haya trasladado al núcleo fundamental del derecho de sociedades. Esto es, al terreno de la mayor o menor idoneidad de las legislaciones en concurrencia para integrar en un proyecto empresarial las aportaciones patrimoniales y la actividad de un grupo más o menos amplio de individuos.

Dentro de estos parámetros, tras el cambio de jurisprudencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea, se produjo en Alemania un extraordinario incremento del número de sociedades, especialmente *private companies* británicas (caracterizadas por los sencillos trámites de constitución, sin forma pública y sin exigencia de una aportación mínima inicial)<sup>1116</sup>. El punto clave resultaba, sin duda, el muy distinto grado de exigencia en cuanto al capital mínimo (que en Alemania estaba fijado en 25.000 Euros)<sup>1117</sup>. La intensidad del fenómeno ha conducido a una profunda reforma del derecho de sociedades de responsabilidad limitada. Esta se ha llevado a cabo mediante la Ley de 23 de octubre de 2008 para la modernización del Derecho de sociedades de responsabilidad limitada y la lucha contra los abusos (conocida por su acrónimo MoMiG). La eliminación del requisito del capital mínimo se realiza a través de un subtipo de la sociedad de responsabilidad limitada, denominada *Unternehmergeellschaft (haftungsbeschränkt)*, expresión que puede traducirse como sociedad empresario de responsabilidad limitada.

La UG puede constituirse sin necesidad de un capital mínimo, pero ha de cumplir una serie de requisitos específicos. La denominación social debe

---

<sup>1116</sup> Los datos analizados por M. BECHT, C. MAYER y H. F. WAGNER, ob. cit., pp. 28 y 29, apuntan a la existencia de más de 30.000 sociedades constituidas con arreglo a derecho británico operando en Alemania. El número de sociedades constituidas en el Reino Unido en las con mayoría de administradores alemanes paso de 600 (en 1997), a 2.752 (en 2003) y a 16.438 (en 2006). El número de sociedades en la que la totalidad de los administradores tenían nacionalidad alemana experimento una evolución similar: 411 (en 1997), 1.811 (en 2003) y 15.633 (en 2006).

<sup>1117</sup> M. BECHT, C. MAYER y H. F. WAGNER, ob. cit., p. 23.

contener una indicación relativa a su condición de tal; el capital ha de desembolsarse íntegramente sin posibilidad de realizar aportaciones no dinerarias; la cuarta parte de los beneficios del ejercicio deben destinarse a la dotación de una reserva especial de que la sólo podrá disponerse con la finalidad de aumentar el capital o compensar pérdidas (nuevo parágrafo 5 a) GmbHG). Estas limitaciones dejan de tener aplicación en el momento en el que el capital de la UG alcance el establecido con carácter general para las sociedades de responsabilidad limitada<sup>1118</sup>. La UG se configura, por tanto, como una estructura llamada a dar cobertura a la fase inicial del desarrollo de explotaciones empresariales de pequeña dimensión. El legislador alemán no renuncia de forma definitiva al principio del capital mínimo, pero mediante una flexibilización del régimen legal ha abierto una vía alternativa para proceder a su integración. Frente a la técnica tradicional que sólo contemplaba la aportación inicial de los socios, la UG permite que pueda llevarse a cabo con cargo a los beneficios que paulatinamente el propio negocio vaya generando<sup>1119</sup>.

Este episodio demuestra que el libre juego del mercado puede conducir a un resultado espectacular. En definitiva, la primera economía de la Unión Europea se ha visto forzada a introducir un cambio radical en la orientación de su política legislativa. A pesar de ello, la importancia del mismo debe situarse en sus justos términos. Una lectura no sesgada de los datos estadísticos pone de relieve que lo que se ha presentado como un problema teórico de alcance general (las consecuencias de la competencia entre legislaciones en el seno de la Unión Europea)<sup>1120</sup>, en realidad, tiene unos límites geográficos y materiales muy definidos<sup>1121</sup>. La conclusión final no es tanto la de que el estatuto del capital en el futuro vaya a quedar determinado por la competencia entre ordenamientos, sino, estrictamente, la de que una de sus piezas (el importe del capital mínimo en la sociedad de responsabilidad limitada) no es susceptible de un *enforcement* efectivo en el sistema de derecho de sociedades europeo que ha delimitado la reciente jurisprudencia del Tribunal de Justicia<sup>1122</sup>.

---

<sup>1118</sup> Sobre la reforma legislativa en Alemania, M<sup>a</sup> de la Concepción CHAMORRO DOMÍNGUEZ, *La introducción en Alemania de la Unternehmergeellschaft (haftungsbeschränkt) - UG (haftungsbeschränkt) o Mini-GmbH*, RdS nº 32 (2009), pp. 562 a 565; T. BACHNER, *ob. cit.*, pp. 15 a 17, y la amplia bibliografía allí citada; Giuseppe B. PORTALE, *Società a responsabilità limitata senza capitale sociale e imprenditore individuale con "capitale destinato" (Capitale sociale quo vadis?)*, Rivista Delle Società (noviembre-diciembre 2010), y Gudrun Dorotea VON DER LAAGE, *La "Unternehmergeellschaft (haftungsbeschränkt)": il nuovo modello di GMBH (s.r.l.) nella recente riforma tedesca* Rivista Delle Società (marzo-junio 2011).

<sup>1119</sup> Véase, *infra*, pp. xx y xx.

<sup>1120</sup> J. ARMOUR, *Legal Capital*..., p. 6; L. ENRIQUES y M. GELTER, *Regulatory Competition*..., pp. 432 y 433.

<sup>1121</sup> Debe tenerse en cuenta, además, que en el fenómeno que estamos examinado, sin duda, ha sido propiciado por una circunstancia muy relevante, pero completamente ajena a la estructura del sistema legal, como es la progresiva generalización del inglés como lengua franca. Un comentario similar puede verse en T. BACHNER, *ob. cit.*, pp. 33 y 34.

<sup>1122</sup> El trabajo de M. BECHT, C. MAYER y H. F. WAGNER, *ob. cit.*, pp. 28 y 29, pone de relieve que sólo cuando la legislación nacional partía de un capital mínimo muy elevado, como sucedía en Austria (35.000 euros) o en Holanda (18.000), el empleo de sociedades constituidas en el

## 9.4. La incidencia en la sociedad anónima

La eventual competencia entre ordenamientos presenta unas características completamente distintas en relación a las sociedades anónimas. Al tratarse de la forma jurídica típica de la gran empresa, las consideraciones relativas a los costes iniciales o a la cuantía del capital tienen aquí una escasa significación. La ubicación de la sede social viene determinada habitualmente por razones de tipo histórico, relacionadas con el nacimiento de la empresa y el ámbito territorial en el que tradicionalmente ha desarrollado su actividad. Además, a día de hoy, el nacimiento y la evolución de las sociedades por acciones responde más a las diversas modalidades de modificación estructural que al esquema clásico del convenio fundacional. El expediente a través del cual se ha manifestado la competencia entre ordenamientos (la constitución *ex novo* de una sociedad con sujeción a una legislación extranjera), ocupa, en consecuencia, un papel marginal en relación a las sociedades anónimas. A su vez, los mecanismos de movilidad transfronteriza de las sociedades ya constituidas presentan un grado de operatividad muy reducida<sup>1123</sup>. No es de extrañar, por tanto, que no se haya desarrollado en relación a esta forma social un fenómeno equivalente al que hemos examinado en el epígrafe anterior en relación a las sociedades de responsabilidad limitada<sup>1124</sup>.

---

Reino Unido presenta en el mismo periodo unas pautas similares a las examinadas en Alemania. En cambio no hay indicios de una tendencia similar en Francia (que desde 2003 cuenta con una forma simplificada, la SRLA, que no precisa de un capital mínimo) o en España (con una exigencia modesta de 3.000 euros). El número de sociedades constituidas en el Reino Unido con mayoría de administradores franceses no muestra un cambio drástico de tendencia como consecuencia de la sentencia *Centros*: 1.112 (en 1997), 1.411 (en 2003) y 1.670 (en 2006). Las sociedades en las que todos los administradores tenían nacionalidad francesa fue de 843 (en 1997), 471 (en 2003) y 1026 (en 2006). En cuanto las cifras relativas a la presencia de administradores españoles, estas fueron 243 (en 1997), 279 (en 2003) y 564 (en 2006), y de 151 (en 1997), 80 (en 2003) y 324 (en 2006), respectivamente.

<sup>1123</sup> A día de hoy, estos son la constitución de una sociedad anónima europea (SE), que no puede llevarse a cabo mediante un simple convenio fundacional (artículo 2 del Reglamento CE 2157/2001) y la fusión transfronteriza. No se ha llegado a aprobar la Directiva sobre traslado internacional de sede social, aunque sí que se contempla esta posibilidad en relación a la SE (artículo 6 del Reglamento CE 2157/2001). En todos estos casos la operación sólo se puede realizar si se mantiene el derecho de participación de los trabajadores con arreglo a la Ley nacional anterior, o se llega a un acuerdo (difícil de conseguir) sobre la aplicación del nuevo régimen (artículo 4 del Reglamento CE 2157/2001 y artículo 16 de la Directiva 2005/56/CE, en relación con la Directiva 2001/86/CE).

<sup>1124</sup> M. BECHT, C. MAYER y H. F. WAGNER, ob. cit., p. 14. Sin embargo, ha sido posible constatar estadísticamente un cierto grado de competencia, no entre legislaciones, sino entre estructuras societarias. Entre la sociedad anónima tradicional y la SE. La implantación de la SE en los diversos Estados miembros de la Unión Europea ha sido objeto de un análisis minucioso en un trabajo elaborado por la firma Ernst & Young, *Study in the operation and the impacts of the Statute for a European Company (SE)*, cerrado con fecha 9 de diciembre de 2009. El estudio muestra unas pautas de implantación completamente divergentes: la SE ha alcanzado una importante difusión en la República Checa (137 sociedades europeas) y en Alemania (91); una aceptación discreta en Francia (15) y el Reino Unido (16), y resulta prácticamente desconocida en España (en nuestro país sólo se había constituido una SE, que, además, ha perdido la condición de tal con posterioridad al cierre del informe). La mayor o menor rigidez de

En cualquier caso, en lo que se refiere al estatuto del capital social, las obligaciones que a los Estados miembros impone la Directiva 77/91/CEE restringen extraordinariamente una eventual competencia entre ordenamientos en el seno de la Unión Europea. A pesar de ello, existen una serie de factores que la hacen posible, siquiera en una medida muy limitada. En primer lugar, a pesar del carácter detallado y minucioso de la Directiva, hay algunas materias cuyo tratamiento esencial se remite a las legislaciones nacionales. Así sucede, en particular, con el régimen de la pérdida del capital<sup>1125</sup>. Se trata de una cuestión extraordinariamente relevante para las sociedades anónimas puesto que determina, en definitiva, la existencia de un punto en el que forzosamente deberán poner fin a sus actividades. Por otra parte, la configuración típica de la gran empresa es una estructura de grupo. Ello permite la especialización de las diversas sociedades integradas en el mismo, que pueden quedar sujetas a una “*lex societatis*” diferente en razón de las necesidades del proyecto empresarial.

De esta forma, cabría eludir la regla legal que exige recapitalizar o liquidar situando la cabecera del grupo en un sistema legal que no contemple la disolución forzosa por razón de pérdidas. La financiación a medio y largo plazo se obtiene a través de esta estructura societaria, que puede mantener de forma continuada una situación deficitaria. La actividad comercial desarrollaría, en cambio, mediante una sociedad íntegramente participada, constituida con arreglo a la legislación del Estado que corresponda al ámbito territorial de actuación del grupo. De este modo se cumple -al menos formalmente- con las eventuales exigencias relativas a la fijación del domicilio (así, por ejemplo, en nuestro país, las que derivan del artículo 9 LSC). Sin llegar a ser habituales, este tipo de estructuras tampoco resultan completamente desconocidas<sup>1126</sup>.

---

la correspondiente legislación nacional aplicable supletoriamente a la SE no parece haber tenido un impacto significativo (p. 227). El elemento decisivo en la difusión de la SE parece haber sido el hecho de que proporciona en algunos países una alternativa favorable y más flexible que la sociedad anónima nacional en lo que se refiere al régimen de participación de los trabajadores en los órganos sociales (p. 238).

<sup>1125</sup> Véase, *infra*, pp. 177 y 178.

<sup>1126</sup> En nuestro país, encontramos un ejemplo en el grupo *Jazztel*. Se trata de un proveedor de servicios de telecomunicaciones, cuyas cuentas han arrojado pérdidas desde el mismo momento de su fundación. La cabecera del grupo es una compañía constituida en 1998 con arreglo a Derecho británico, *Jazztel P.L.C.* (cuya sede social está situada en Londres y aparece registrada en la *Companies House* bajo el número 03597184). Las acciones de esta compañía cotizan en segmento del Nuevo Mercado de las bolsas españolas desde el 18 de diciembre de 2000. El grupo opera únicamente en España a través de una sociedad unipersonal, *Jazz Telecom S.A.* (constituida en 1997, domiciliada en Alcobendas e inscrita en el Registro Mercantil de Madrid con el número de matrícula M-201552). Según resulta del estado de situación financiera consolidado a 31 de diciembre de 2008, el patrimonio neto del grupo (que ascendía a 62.063 miles de euros) representaba sólo un poco más de la mitad del capital social (119.412 miles de euros). El desequilibrio aparece corregido en la cuentas cerradas a 31 de diciembre de 2009 (con un patrimonio neto de 190.321 miles de euros, frente a un capital de 195.262 miles). De haberse constituido la matriz con arreglo a Derecho español, difícilmente hubiera podido subsistir durante más de una década, puesto que con anterioridad habría quedado incurso en causa legal de disolución, pasando los administradores a responder personalmente por las deudas sociales. Los datos anteriores pueden consultarse en la propia página web de la compañía, [www.jazztel.com](http://www.jazztel.com).

## CAPITULO VIII

# LA EVOLUCIÓN Y LA ADAPTACIÓN DE LA DISCIPLINA DEL CAPITAL

## 1. La reforma de la Directiva 77/91/CEE

### 1.1. Los antecedentes

El intenso debate en torno a la utilidad del capital no podía dejar de tener reflejo en la normativa comunitaria y desde los primeros años del siglo XXI se sucedieron las propuestas y estudios tendentes a la flexibilización de lo que se percibía como un régimen excesivamente riguroso. La reforma de la disciplina del capital se incorpora a la agenda de la Unión Europea a partir de los trabajos realizados en el marco del denominado Proyecto SLIM (*Simpler Legislation for Internal Market*), cuya cuarta fase concluyó en el año 2000 con la elaboración de un informe en el que se recomendaba la adopción de una serie de medidas de simplificación de las directivas en materia de derecho de sociedades. Entre ellas, en relación a la Segunda Directiva, la supresión de la obligación de someter las aportaciones en especie a la valoración de un experto independiente, la conveniencia de mantener la alternativa entre el valor nominal y el valor contable de las acciones, la flexibilización de las reglas relativas a la retirada forzosa, la disminución de los límites existentes para la adquisición por la sociedad de sus propias acciones, la supresión de la práctica prohibición de conceder asistencia financiera y la flexibilización del derecho de suscripción preferente<sup>1127</sup>.

Una buena parte de estas propuestas fueron asumidas en el llamado Informe Winter, publicado en Noviembre de 2002, relativo a la reforma y modernización del derecho societario en Europa<sup>1128</sup>. En particular, en relación con las atribuciones patrimoniales a los socios se aconsejaba ya introducir un régimen alternativo al del capital social basado en un doble test de solvencia, basado, por una parte en el balance y el activo neto y por otra en la liquidez, medida por la relación entre el activo realizable y el pasivo a corto plazo<sup>1129</sup>. A su vez, en la

---

<sup>1127</sup> Véase, C. ALONSO LEDESMA, *Algunas reflexiones.....*, pp. 127 y 128; M. GARCÍA MANDALONIZ, *ob. cit.*, p. 284 y 285. Las conclusiones de la iniciativa SLIM relativas a la simplificación del derecho de sociedades han sido publicadas en RdS nº 16 (2001), pp. 410 y ss.

<sup>1128</sup> *Report of the High Level Group of Company Law experts on a modern regulatory framework for Company Law in Europe*, disponible en la página web oficial de la Unión: [http://europa.eu.in/comm/internal\\_market/en/company/company/modern/consult/report](http://europa.eu.in/comm/internal_market/en/company/company/modern/consult/report).

Comunicación de 21 de mayo de 2003 al Consejo y al Parlamento Europeo, bajo el título "*Modernización del Derecho de sociedades y mejora de la gobernanza empresarial en la Unión Europea — Un plan para avanzar*", la Comisión exponía una serie de consideraciones acerca de la modificación de la Segunda Directiva. En dicho documento se llegaba a la conclusión de que la simplificación y modernización de la Directiva 77/91/CEE contribuirían considerablemente a fomentar la eficiencia y la competitividad de las empresas, objetivo que se estimaba posible conseguir sin reducir la protección que se ofrece a accionistas y acreedores. Como tendremos ocasión de ver a continuación, aun cuando se han incorporado a la Directiva de 2006 algunas de las propuestas anteriores, la modificación de la disciplina del capital ha tenido un alcance bastante limitado<sup>1130</sup>.

## 1.2. El nuevo marco normativo comunitario

La reforma se ha llevado a cabo por la Directiva 2006/68/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 6 de septiembre de 2006, por la que se modifica la Directiva 77/91/CEE del Consejo en lo relativo a la constitución de la sociedad anónima así como al mantenimiento y las modificaciones de su capital. La modificación afecta a aspectos concretos de la disciplina del capital en la sociedad anónima, pero no a su esquema general. La finalidad perseguida es la "*simplificación y modernización*" de la Directiva de 1976 con el fin de "*fomentar la eficiencia y la competitividad de las empresas*", aunque "*sin reducir la protección que se ofrece a accionistas y acreedores*" (Considerando II, primer inciso). Todo ello se traduce en fórmulas de compromiso que, en algunos supuestos, como en relación a la verificación de las aportaciones no dinerarias, se traduce en una reglamentación de notable complejidad. La Directiva 2006/68/CEE constituye una reforma parcial de la Segunda Directiva, cuyo esquema básico se mantiene. Las modificaciones parciales que se introducen se refieren a aspectos puntuales como las aportaciones no dinerarias, la adquisición de acciones propias, la asistencia financiera, los términos en los que podrá ejercerse el derecho de oposición en las reducciones de capital y el régimen de adquisición de acciones por los trabajadores.

Cabe apreciar en la Directiva un cambio de orientación frente a la etapa de formación del Derecho Comunitario de sociedades. Así como en un primer

---

<sup>1129</sup> P. SANTELLA y R. TURRINI, *ob. cit.*, p. 454; María ENCISO ALONSO-MUÑUMER, *Directiva 2006/68/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 6 de septiembre de 2006 por la que se modifica la Directiva 77/91/CEE del Consejo en lo relativo a la constitución de la sociedad anónima, así como al mantenimiento y modificaciones de su capital*, RdS nº 27 (2007), pp. 539 y 540; Luis Antonio VELASCO SAN PEDRO, *La adaptación del Derecho Español a la reforma de 2006 de la Segunda Directiva sobre la constitución y el capital de la sociedad anónima*, RdS nº 31 (2008), p. 119; B. UMFAHRER, *ob. cit.*, pp. 108 y 109

<sup>1130</sup> Junto a los trabajos en el seno de los organismos comunitarios, en la primera década del siglo XXI cabe reseñar diversos estudios de índole privada sobre una eventual reforma del estatuto del capital. Puede verse una reseña detallada de los mismos en P. SANTELLA y R. TURRINI, *ob. cit.*, pp. 454 a 460 y B. UMFAHRER, *ob. cit.*, pp. 107 a 119.

momento de lo que se trataba era de delimitar las condiciones mínimas en las que podrían operar en un espacio económico integrado las sociedades que limitaban la responsabilidad de sus socios, la finalidad ahora perseguida es la de aumentar la flexibilidad y reducir las cargas administrativas que afectan a las empresas<sup>1131</sup>. Aparentemente, el legislador comunitario se plantea la reforma como un primer paso, al destacar expresamente que estos objetivos “no afectan a la necesidad de proceder sin demora al estudio general de la viabilidad de alternativas al régimen de mantenimiento del capital” (Considerando II, segundo inciso). No obstante, tras la publicación de la Directiva, un estudio detallado sobre el régimen legal del capital y sus alternativas solicitado por la Comisión elaborado por la consultora KPMG no arroja conclusiones terminantes en la materia, limitándose a presentar diversas alternativas entre las cuales se encuentra el mantenimiento del régimen vigente del capital social, posición que ha acabado asumiendo la Dirección General de mercado Interior y Servicios<sup>1132</sup>. La reforma de la disciplina del capital no se circunscribe a la Directiva 2006/68/CEE, también incide en un aspecto puntual la Directiva 2009/109/CE en relación a la intervención del experto en las fusiones y, lógicamente, todas aquellas disposiciones en las que se plasma el cambio de modelo contable como consecuencia de la adopción de las Normas Internacionales de Contabilidad.

## 2. El contenido de la Directiva 2006/68/CE

### 2.1. Las aportaciones no dinerarias

El objetivo de la modificación en este punto es el de que los Estados miembros puedan permitir a las sociedades anónimas “asignar acciones en contrapartida de aportaciones no dinerarias” sin que sea precisa la intervención del experto independiente “en los casos en que ya exista un punto de referencia claro para evaluar aportación”, sin perjuicio del “derecho de los accionistas minoritarios a exigir dicha evaluación” (Considerando 2 de la Directiva 2006/68/CE)<sup>1133</sup>. Al respecto se ha introducido una regulación de notable complejidad en la que se contemplan diversos supuestos. La introducción de las medidas de flexibilización se remite a un decisión de los legisladores nacionales. De esta forma, en primer lugar, se faculta a los Estados miembros para no aplicar el régimen general (el que resulta del “artículo 10, apartados 1,2 y 3” de la Directiva 77/91/CEE) cuando la aportación no dineraria esté constituida por valores negociables, tal como aparecen definidos en la Directiva 2004/39/CE y se valoren “al precio medio ponderado al que se negociaron en uno o varios

<sup>1131</sup> M. ENCISO ALONSO-MUÑUMER, *ob. cit.*, p. 541; L. FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, *Derecho.....*, Volumen I, p. 193. Sobre el enfoque inicial del Derecho de sociedades europeo, véase, *infra*, pp. 129 a 136.

<sup>1132</sup> Véase, L. A. VELASCO SAN PEDRO, *La adaptación.....*, p. 121.

<sup>1133</sup> Como apunta L. A. VELASCO SAN PEDRO, *La adaptación.....*, p. 126, se trata de supuestos en los que la intervención del experto puede representar una exigencia desproporcionada o superflua por existir la posibilidad de obtener una valoración equivalente sin tener que acudir al mismo.

mercados regulados....durante un periodo de tiempo suficiente, que determinará la legislación nacional antes de la fecha efectiva de la respectiva aportación no dineraria” (artículo 10bis.1,I). No obstante, si el precio se hubiera visto afectado por circunstancias excepcionales que hayan podido modificar el valor de los activos en la fecha efectiva de su aportación o si el mercado se hubiese vuelto ilíquido, “deberá efectuarse una nueva evaluación por iniciativa y bajo la responsabilidad del órgano de administración y dirección” (artículo 10bis.1,II). La actuación del órgano de administración o dirección se circunscribe a la determinación de si, atendidas las circunstancias, es o no necesaria una nueva evolución, puesto que esta última queda sujeta al régimen general (“se aplicará el artículo 10, apartados 1, 2 y 3”), con intervención de experto independiente.

En segundo término, con el fin de evitar una duplicación de trámites, los Estados miembros también podrán prescindir de la valoración externa en el caso de aportación de otro tipo de activos “que ya hayan sido objeto de una evaluación por un experto independiente reconocido” siempre que se cumpla un doble condición. En primer término, que el valor se haya determinado en una fecha que no sea anterior en más de seis meses a la fecha efectiva de aportación de los activos. En segundo lugar, que se haya realizado “de conformidad con los principios y normas de evaluación generalmente reconocidos en el Estado miembro aplicables al tipo de activos que se va a aportar” (artículo 10bis.2,I). En el caso de que concurrieran nuevas circunstancias que “pudieran modificar” el valor de los activos en la fecha de la aportación, el órgano de administración o dirección habrá de promover la realización de una nueva evaluación sujeta al régimen general, en los términos antes indicados (artículo 10bis.2,II). En todo caso, los accionistas que representen un mínimo del 5% del capital de la sociedad en día en que se adopte la decisión de aumentar el capital podrán solicitar la evaluación por un experto independiente. Estos accionistas podrán presentar la solicitud hasta la fecha en que deba hacerse efectiva la aportación, siempre que en el momento de la solicitud mantengan una participación del 5% en el capital social (artículo 10bis.2,III). Finalmente, se contempla la posibilidad de aportar activos distintos de los valores negociables por el valor que resulte de unas cuentas anuales auditadas (artículo 10bis.3).

La Directiva contempla una serie de cautelas adicionales para el caso de que finalmente la aportación se realice sin ningún tipo de verificación externa. Como regla general, transcurrido un mes desde la fecha de efectividad de la aportación deberá publicarse “de conformidad con el artículo 3 de la Directiva 68/151/CEE” una declaración que incluya la descripción de la aportación; su valor, el origen de la evaluación y el método seguido en la misma; una declaración precisando si el valor obtenido se corresponde, como mínimo al valor nominal o al par contable, y, en su caso, a la prima de emisión de las acciones emitidas en contrapartida y la declaración de que no han aparecido circunstancias nuevas respecto a la evaluación original (artículo 10ter.1). El anuncio ha de publicarse con anterioridad a la fecha de la efectividad cuando la aportación dineraria sin informe del experto se pretenda llevar a cabo con respecto a un aumento de capital “que se proponga realizar con arreglo a lo dispuesto en el artículo 25, apartado 2” (es decir, por decisión de un órgano

distinto de la junta general, en los términos en que cabe conferir esta delegación)<sup>1134</sup>. En el anuncio se indicará la fecha en la que se ha tomado la decisión y se indicará que no han aparecido circunstancias nuevas (artículo 10ter.2). De esta forma, en ausencia de acuerdo adoptado en la junta general, se hace posible que los accionistas minoritarios puedan ejercer la facultad de solicitar la evaluación por un experto independiente de conformidad con al régimen general.

Los mismos criterios habrán de aplicarse a las adquisiciones realizadas por las sociedades anónimas dentro de los dos años siguientes a su constitución o al inicio de sus actividades (nuevo artículo 11.1, inciso final: *“los artículos 10bis y 10ter se aplicarán mutatis mutandis”*), así como a las aportaciones no dinerarias en los aumentos de capital (artículo 27.2).

## 2.2. La adquisición de acciones propias

El nuevo tratamiento de la autocartera en la Directiva 2006/68/CE se circunscribe a aquellos supuestos en los que la adquisición de acciones depende del cumplimiento de una serie de requisitos objetivos, las llamadas adquisiciones derivativas condicionadas (artículo 19 de la Directiva 77/91/CEE). No han sufrido modificación ni los supuestos de libre adquisición (artículo 20), ni las consecuencias de la infracción de las previsiones anteriores (artículo 21), ni el estatuto de la autocartera (artículo 22)<sup>1135</sup>. La adquisición se subordina ahora expresamente al respeto al principio de igualdad de trato (artículo 19.1,1, primer inciso), frente al régimen anterior en que esta solución debía deducirse de la aplicación de la regla general establecida al efecto (artículo 42 de la Directiva 77/91/CEE). El precepto anteriormente vigente enumeraba de forma indiferenciada las condiciones mínimas a las que las legislaciones nacionales debían someter este tipo de adquisiciones. La Directiva 2006/68/CE ha introducido una nueva sistemática al distinguir entre las condiciones que las legislaciones nacionales deben necesariamente contemplar cuando permitan a las sociedades anónimas la adquisición de sus propias acciones (artículo 19.1,1), y aquellas otras que tienen carácter potestativo para los Estados miembros.

Entre las primeras se encuentran las relativas a la autorización por la junta general (artículo 19.1,1,a), a la necesaria adquisición con fondos libres (artículo 19.1,1,b) y a la circunstancia de que la operación sólo podrá referirse a acciones enteramente liberadas (artículo 19.1,1,c). En este punto aparecen algunas novedades normativas, ya anunciadas en el Preámbulo de la Directiva, en el que se apunta la necesidad de autorizar a las sociedades anónimas adquirir sus propias acciones *“en el límite de sus reservas distribuibles”*, y, a su vez, prolongar *“el periodo durante el cual la junta puede autorizar dicha adquisición, con el fin de incrementar la flexibilidad y reducir las cargas administrativas”*

---

<sup>1134</sup> M. ENCISO ALONSO-MUÑUMER, *ob. cit.*, p. 542.

<sup>1135</sup> Sobre todas estas cuestiones, véase, *infra*, pp. 168 y 172 a 176.

(epígrafe 4). De esta forma, la duración de la autorización de la Junta, será fijada por la legislación nacional por un periodo que no podrá exceder de cinco años (frente a los dieciocho meses contemplados en el texto anterior). Los Estados miembros pueden dispensar de este requisito cuando fuera necesario para la adopción o la aplicación de las disposiciones destinadas a favorecer la participación de los trabajadores o de otras categorías de personal en el capital de las empresas (artículo 41.1). A su vez, las adquisiciones, sumadas a las que la sociedad hubiera realizado con anterioridad, “no podrán tener por efecto que el activo neto sea inferior al importe indicado en el artículo 15, apartado 1, letras a) y b)”. Es decir, el mismo límite establecido en orden a la distribución de dividendos.

Además los Estados miembros podrán someter la adquisición a una serie de condiciones. En primer lugar, que el valor nominal o el par contable de las acciones emitidas no supere el límite establecido al efecto, que “no podrá ser inferior al 10% del capital suscrito” (artículo 19.1,II,i). Obsérvese que aquí se produce un cambio de técnica normativa, puesto que las legislaciones nacionales no podrán imponer un requisito más riguroso (es decir, un límite inferior a la autocartera) al previsto en la Directiva. Asimismo puede preverse una específica habilitación en la escritura o en los Estatutos para que la sociedad proceda a la adquisición de las acciones (artículo 19.1,II,ii), que se cumplan determinados requisitos de información y notificación (artículo 19.1,II,iii), que pueda exigirse en determinadas circunstancias la amortización de las acciones en cartera con dotación de una reserva indisponible (artículo 19.1,II,iv), o que la adquisición no perjudique la satisfacción de los créditos de terceros (artículo 19.1,II,v)<sup>1136</sup>. Ha de tenerse en cuenta que no ha sufrido modificación alguna el régimen de las consecuencias del incumplimiento (artículo 21 de la Directiva 77/91/CEE). La adquisición de acciones propias sin sujeción a los requisitos anteriores no determina la nulidad del negocio adquisitivo sino simplemente la obligación de enajenar en el plazo de un año. Al igual que en el régimen originario de la Directiva 77/91/CEE más que condiciones de adquisición estamos en presencia de presupuestos de adquisición regular de la autocartera<sup>1137</sup>.

## 2.3. La asistencia financiera

En el punto relativo a la asistencia financiera, la Directiva ha definido un marco que permite a las legislaciones nacionales flexibilizar notablemente el régimen de estas operaciones. Se ha pasado de un régimen de práctica prohibición a otro de admisión condicionada, si los Estados miembros optan por permitir a las sociedades “adelantar fondos, conceder préstamos o dar garantías para la adquisición de sus acciones por un tercero” (artículo 23.1,I). En este caso, la transacción queda sujeta a una serie de requisitos. En primer lugar, bajo la

---

<sup>1136</sup> Sobre las condiciones de adquisición en la Directiva, M. ENCISO ALONSO-MUÑUMER, *ob. cit.*, p. 542; L. A. VELASCO SAN PEDRO, *La adaptación....*, pp. 132 y 133.

<sup>1137</sup> Véase, *infra*, p. 168 y 169.

responsabilidad del órgano de administración o dirección, deberán tener lugar en condiciones de mercado justas, especialmente en lo que se refiere al tipo de interés y a las garantías que la sociedad debe recibir por los anticipos y préstamos. En todo caso, la situación crediticia del tercero deberá haberse investigado debidamente (artículo 23.1,II).

En segundo lugar, la transacciones habrán de ser aprobadas previamente por la junta general, con una mayoría reforzada (la prevista en el artículo 40 de la Directiva 77/91/CEE). La propuesta debe ir acompañada de un informe escrito del órgano de administración en el que se indiquen los motivos de la operación, el interés que presenta para la sociedad, las condiciones en que se interviene, los riesgos que presenta para la liquidez y solvencia de la sociedad y el precio al que el tercero va a adquirir las acciones. Esta declaración ha de ser objeto de publicidad a través del Registro de conformidad con lo previsto en la Directiva 68/151/CEE (artículo 23.1,II). Aquí aparece claramente una aproximación a las técnicas propias del “test de solvencia”. La asistencia financiera deberá concederse con medios libres. No *“podrá en ningún momento tener por efecto la reducción del activo neto por debajo del importe especificado en el artículo 15, apartado 1, letras a) y b)”*, y deberá dotarse en el pasivo del balance *“una reserva, que no podrá ser distribuida, equivalente al importe de la asistencia financiera total”* (artículo 23.1,IV). Además, cuando el tercero adquiera acciones propias de la sociedad o suscriba acciones emitidas con ocasión de una ampliación de capital, *“la adquisición o suscripción deberá hacerse a un precio justo”* (artículo 23.1,V). Finalmente, los Estados miembros deberán establecer medidas de salvaguarda específicas en los casos de que alguno de los miembros del órgano de administración o dirección sea parte de una transacción que implique asistencia financiera (artículo 23bis)<sup>1138</sup>.

## 2.4. La reducción de capital

La reforma de la Directiva incide sobre el ejercicio del derecho reconocido a acreedores de exigir la constitución de garantías adecuadas en caso de reducción de capital con restitución de aportaciones. No se ven afectado no el ámbito objetivo de la norma comunitaria (el artículo 32.1 sigue tomando en consideración la *“reducción del capital suscrito”*), ni los presupuestos subjetivos (por cuanto que la facultad se reconoce a *“los acreedores cuyos créditos se hubieran originado antes de la publicación de la decisión”*). La innovación aparece en relación a *“las condiciones para ejercitar el derecho”* a obtener una garantía, que habrán de ser fijadas por los Estados miembros (artículo 32.2, primer inciso). En el régimen anterior no era posible realizar pago alguno a los accionistas en tanto los acreedores hubieran sido satisfechos o un Tribunal hubiera decidido que no había lugar a su petición (artículo 32.2 en la redacción original de la Directiva 77/91/CEE). Ahora se suprime esta limitación, que se sustituye por una previsión con arreglo a la cual los Estados miembro deben

---

<sup>1138</sup> Al respecto, véase Luis Antonio VELASCO SAN PEDRO, *La reforma de la asistencia financiera en Europa*, en Universidad Complutense – Documentos de trabajo del Departamento de Derecho Mercantil (2006).

garantizar que los acreedores podrán dirigirse a una autoridad administrativa o judicial para obtener garantías adecuadas, “*siempre que puedan demostrar, de forma creíble, que debido a esta reducción del capital suscrito la satisfacción de su derecho está en juego y que no han obtenido las garantías adecuadas de la sociedad*” (artículo 32.2, último inciso). Es decir, que el derecho a la obtención de la garantía se subordina a la existencia de un perjuicio efectivo, correspondiendo la carga de la prueba al acreedor<sup>1139</sup>.

## 2.5. Otras modificaciones la normativa comunitaria

### 2.5.1. La Directiva 2009/109/CE: la intervención del experto en la fusión y la escisión

La Segunda Directiva en materia de Derecho de sociedades ha vuelto a ser modificada posteriormente por la Directiva 2009/109/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre de 2009, por la que se modifican las Directivas 77/91/CEE, 78/855/CEE y 82/891/CEE del Consejo y la Directiva 2005/56/CE en lo que se refiere a las obligaciones de información y documentación en el caso de las fusiones y escisiones. El propósito de la Directiva es el de disminuir en el ámbito de los procesos de fusión y escisión las “obligaciones de información” que se imponen a las empresas, “*algunas de las cuales parecen obsoletas o excesivas*” (Considerando 2). Esta idea general tiene una aplicación concreta en relación a la intervención del experto independiente cuanto la constitución de una sociedad anónima o el aumento de su capital es el resultado de una fusión o una escisión.

A partir de aquí se ofrece a los Estados miembros una doble posibilidad, aplicable tanto a los supuestos de constitución de una nueva sociedad por fusión o escisión (nuevos artículos 10.5,I primer inciso de la Directiva 77/91/CEE), como a los de aumento de capital suscrito para realizar una fusión, una escisión, una oferta pública de compra o canje de acciones (nuevo artículo 27.3,I, último inciso, de la Directiva 77/91/CEE). En primer lugar, la no aplicación de la exigencia de intervención de un experto independiente a los efectos de la valoración de las aportaciones no dinerarias cuando estas consistan en un patrimonio que se transmite en bloque por vía de sucesión universal, siempre que se haya elaborado un “*informe pericial independiente sobre el proyecto de fusión o escisión*” (artículos 10.5,I último inciso y 27.3,I, último inciso de la Directiva 77/91/CEE). En segundo término, permitir que el genérico informe sobre la aportación no dineraria y sobre el proyecto de fusión o escisión sean realizados por el mismo o los mismos peritos (artículos 10.5,II y 27.3,II de la Directiva 77/91/CEE)<sup>1140</sup>.

---

<sup>1139</sup> Sobre la reforma de la Directiva este punto, véase, Rosario C. ESCRIBANO GÁMIR, *La Directiva 2006/68/CE, de 6 de septiembre, en materia de tutela de los derechos de crédito de los acreedores sociales frente a la reducción del capital social. Apuntes de un reforma anunciada*, RdS nº 28 (2007), en particular pp. 175 y ss.

## 2.5.2. La normativa contable

De forma paralela al debate sobre la reforma de la disciplina del capital, en la Unión Europea se ha llevado a cabo un cambio de modelo contable. La Directiva 2000/65/CE del Parlamento y del Consejo, de 27 de diciembre de 2001 ha modificado las Directivas 78/660/CEE, 83/349/CEE y 86/635/CEE, en cuanto a las normas de valoración en las cuentas anuales consolidadas incorporando el criterio del valor razonable a determinados activos y pasivos financieros, sustituyendo el valor de balance existente. El proceso culmina con la aprobación de los Reglamentos (CE) nº 1606/2002, del Parlamento y del Consejo, de 19 de julio de 2002, relativo a la aplicación de las Normas Internacionales de Contabilidad, y nº 1725/2003 de la Comisión, de 29 de septiembre de 2003, por el que se adoptan determinadas Normas Internacionales de Contabilidad.

---

<sup>1140</sup> Debe tenerse en cuenta, no obstante, que la finalidad y justificación de cada uno de estos informes es completamente diferente. La manifestación del experto acerca del tipo de canje, contenido típico del informe sobre el proyecto de fusión, viene impuesta por el artículo 11 de la Directiva 78/855/CEE (Tercera Directiva en materia de Derecho de sociedades relativa a la fusión de sociedades anónimas). La función del experto tiene por objeto expresar una opinión acerca de si está o no justificado el tipo de canje de las acciones propuesto en el proyecto de fusión y cuáles han sido los métodos seguidos para establecerlo; si tales métodos son adecuados, mencionando los valores a los que conduce y las dificultades especiales de valoración, si existieren. Se desenvuelve, por tanto, en el ámbito interno de la sociedad y constituye una pieza al servicio del derecho de información del accionista, dentro de un esquema general en el que el proceso de fusión, en razón de los radicales efectos que produce para el accionista, está presidido por la exigencia de la puesta a disposición de los socios de una exhaustiva documentación sobre las sociedades afectadas (así, en el derecho interno español, artículo 39 LME). En un sentido más amplio, integra el estatuto del accionista, puesto que significa que no cabe imponer un canje forzoso de acciones sin una valoración externa de los criterios que han servido para fijar el valor relativo de las compañías que se fusionan. La manifestación del experto acerca de la suficiencia del patrimonio aportado, contenido adicional del informe sobre el proyecto de fusión, deriva de los artículos 10 y 27 de la Directiva 77/91/CEE (Segunda Directiva en materia de Derecho de sociedades relativa a la constitución y al aumento de capital de las sociedades anónimas). No constituye sino una manifestación particular de la necesidad de someter a la verificación de un experto independiente cualquier aportación no dineraria al patrimonio de una sociedad anónima como contraprestación de acciones suscritas. En sede de fusión, se concreta en determinar si el valor neto del patrimonio aportado por las sociedades que se extinguen como consecuencia de la operación equivale, al menos, al valor nominal de las acciones emitidas por la sociedad absorbente o por la que se constituye como consecuencia de la fusión. Se trata de un requisito de orden público económico puesto que se encamina a asegurar la efectiva integración del capital social. Por ello, excede del poder de disposición de los actuales socios y acreedores de la sociedad, puesto que estamos en presencia de un requisito constitutivo que la Ley impone para que una sociedad pueda actuar como anónima en el tráfico. Dicho de otra forma: en interés de los socios y acreedores, presentes y futuros, la Ley (esto es, la normativa comunitaria y las correlativas legislaciones internas) sólo permite la emisión de acciones tras una verificación externa e independiente de las aportaciones, salvo en los supuestos excepcionales antes examinados.

### 3. La incorporación al Derecho español de la normativa comunitaria

#### 3.1. Las modificaciones de índole sustantiva

##### 3.1.1. Las aportaciones no dinerarias a la sociedad anónima

La incorporación al ordenamiento interno de la Directiva 2006/68/CE se llevó a cabo en virtud de la Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles, habiendo sido incorporadas posteriormente las nuevas previsiones legales al Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital aprobado por Real Decreto Legislativo 1/2010 de 2 de julio<sup>1141</sup>. En el punto relativo a las aportaciones no dinerarias en la sociedad anónima, el legislador español se ha limitado a contemplar las nuevas excepciones previstas en la Directiva 2006/68/CE. No se ha tomado en consideración la posibilidad originariamente prevista en la Directiva 77/91/CEE y no utilizada, relativa a las aportaciones realizadas en un 90%, bajo ciertas condiciones por una sociedad mercantil, ni la nueva previsión de aportación por el valor que resulte de unas cuentas anuales auditadas. Al margen de las excepciones, se matiza que el nombramiento del Registrador ha de recaer en un experto “*con competencia profesional*” (que ya resultaba del artículo 340.1 RRM)<sup>1142</sup> y se perfila el valor de la opinión emitida cuando su intervención necesaria. La opinión del experto pasa a tener carácter vinculante, dado que “*el valor que se de a la aportación en la escritura social no podrá ser superior a la valoración realizada por los expertos*” (artículo 67.3 LSC)<sup>1143</sup>. Asimismo se ha regulado el régimen de responsabilidad del experto (artículo 68 LSC)<sup>1144</sup>.

En cuanto a las “*excepciones a la exigencia del informe*” (según la rúbrica del artículo 69 LSC) se refiere en primer lugar a la aportación de valores mobiliarios que coticen en un mercado secundario oficial o en otro mercado regulado o en instrumentos del mercado monetario. Estos bienes habrán de valorarse “*al precio medio ponderado al que hubieran sido negociados...en el último trimestre anterior a la fecha de la realización efectiva de la aportación...*”. En este punto se añade una garantía adicional no prevista en la Directiva, al exigirse que el precio se acredite mediante una certificación

---

<sup>1141</sup> Sobre la evolución general del derecho español de sociedades de capital, véase, *infra*, pp. 248 a 253.

<sup>1142</sup> No obstante, debe valorarse positivamente la inclusión de un requisito de índole sustantiva en una norma de rango legal.

<sup>1143</sup> L. A. VELASCO SAN PEDRO, *La adaptación...*, p. 127; L. FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, *Derecho...*, Volumen I, p. 358.

<sup>1144</sup> Véase *infra*, pp. 206 a 209.

emitida por la sociedad rectora del mercado secundario oficial o del mercado regulado de que se trate (artículo 69,a,I LSC). Si el precio se hubiese visto afectado por circunstancias excepcionales que hubieran podido modificar significativamente el valor de los bienes, los administradores deberán solicitar el nombramiento de un experto independiente (artículo 69,a,II LSC).

En segundo término, se contempla la aportación de bienes distintos, “*cuyo valor razonable se hubiera determinado dentro de los seis meses anteriores a la fecha de la realización efectiva de la aportación*” por un experto independiente “*con competencia profesional, no designado por las partes*”<sup>1145</sup>, de conformidad “*con los principios y las normas de valoración generalmente reconocidos para esos bienes*” (artículo 69,b,I LSC). La regularidad de la aportación sin intervención del experto y la inscripción de la constitución o el aumento de capital en el Registro Mercantil quedan condicionadas al cumplimiento de estos requisitos (que deberá apreciar el Registrador en su calificación: artículo 18.2 C. Com.). La generalidad de los términos empleados por el legislador puede suscitar en la práctica problemas de interpretación. Un supuesto claro de valoración alternativa sería, en el caso de aportación de inmuebles, la existencia de una previa tasación de los mismos realizada por una sociedad especializada a los efectos prevenidos en la normativa reguladora del mercado hipotecario (artículos 3 y 3bis de la Ley 2/1981, de 25 de marzo). Los administradores deben solicitar el nombramiento de un experto independiente si concurrieran circunstancias que puedan modificar significativamente el valor de los bienes (artículo 68,b,II), y podrán solicitarlo los accionistas que representen al menos el cinco por ciento del capital social (artículo 68,b,III).

Los anuncios previstos en la Directiva en la Ley española se han transformado en un “*informe sustitutivo de los administradores*” (artículo 70 LSC). En el mismo se ha de hacer constar las mismas circunstancias que para el anuncio prevé la Directiva: la descripción de la aportación; la valoración atribuida y el método seguido para determinarla, acompañada, en el caso de aportación de valores mobiliarios, del certificado expedido por la sociedad rectora del mercado en el que se negocien; una declaración relativa a su correspondencia con el valor nominal y, en su caso, la prima de emisión de las acciones emitidas en contrapartida y una declaración adicional relativa a la inexistencia de nuevas circunstancias que puedan afectar a la valoración inicial. Al igual que el informe de los expertos, una copia del informe sustitutivo de los administradores debe incorporarse a la escritura de constitución o ejecución del aumento de capital (artículo 71.2 LSC) y, en todo caso, depositarse en el Registro mercantil en el plazo de un mes desde la fecha efectiva de la aportación (artículo 71.2 LSC)<sup>1146</sup>. No se ha tomado en consideración, no obstante, el papel que desempeña en el sistema de la Directiva el anuncio previo al aumento de capital acordado por los administradores (artículo 10ter.2). En este supuesto, el Derecho interno español no contempla ningún

---

<sup>1145</sup> También aquí la Ley española añade un requisito adicional, puesto que la Directiva no exige que el experto no haya sido designado por las partes, L. A. VELASCO SAN PEDRO, *La adaptación.....*, p. 129.

<sup>1146</sup> L. FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, *Derecho.....*, Volumen I, p. 360.

mecanismo de publicidad que permita a los accionistas tener conocimiento con antelación de la aportación proyectada, a los efectos de solicitar, en su caso, la intervención del experto independiente<sup>1147</sup>.

### 3.1.2. La adquisición de acciones propias

La incorporación de la Directiva no ha supuesto una alteración sustancial en el esquema general de la regulación de los negocios sobre las propias acciones en el Derecho interno español<sup>1148</sup>. Se introduce una alteración de índole sistemática en cuanto a la enumeración de los requisitos o condiciones objetivas a los que se condiciona la adquisición derivativa de las acciones propias (artículo 146 LSC), al haber optado el legislador español por seguir fielmente la técnica expositiva de la Directiva<sup>1149</sup>. Los requisitos, no obstante, coinciden en lo sustancial con los exigidos bajo el régimen anterior, con la lógica modificación del plazo de vigencia de la autorización de la Junta y del porcentaje máximo de autocartera. No se ha hecho uso de la facultad de dispensar del requisito de la autorización de la junta cuando se trate de adquisiciones encaminadas a favorecer la participación de los trabajadores en el capital de las empresas. En relación a los límites de la autocartera, la Directiva 2006/68/CE ha hecho necesario reformar la regla de derecho interno que limitaba al 5% la cuantía de la autocartera admisible en las sociedades cotizadas. Con el fin de mantener un régimen específico para estas últimas los límites se han fijado en el 10% y el 20% respectivamente (artículos 146.2 y 509 LSC). Aun cuando no viene exigido por la normativa comunitaria se ha mantenido la sanción de nulidad para el caso de adquisición por la sociedad de acciones que no estuvieran completamente desembolsadas (artículo 146.4 LSC). En cambio, no se han tomado en consideración las medidas adicionales que contempla la nueva Directiva tales como la necesidad de una previa habilitación estatutaria, la amortización forzosa de las acciones en determinados casos, los deberes de notificación o la inexistencia de perjuicio para los acreedores como consecuencia de la adquisición<sup>1150</sup>.

### 3.1.3. Las restantes modificaciones

---

<sup>1147</sup> La flexibilización introducida no ha tenido ninguna incidencia significativa sobre la práctica societaria. La sociedad anónima sigue siendo un tipo social minoritario y los supuestos de incorporación de una empresa preexistente a una sociedad por acciones responden a alguna de las modalidades de modificación estructural y no a la aportación de un negocio o a su adquisición dentro de los dos primeros años de vida de una sociedad.

<sup>1148</sup> Al respecto véase, *infra*, pp. 228 y 229.

<sup>1149</sup> Sin que exista un motivo para ello como “condiciones de adquisición” sólo se contemplan la autorización de la junta y la adquisición con fondos libres (artículo 146.1,a y b). Se hace referencia separadamente al límite de la autocartera (artículo 146.2) y a la necesidad de que las acciones estén completamente desembolsadas (artículo 146.4) se hace referencia separadamente, lo que ha llevado a afirmar que se trate de una técnica normativa “*un poco atormentada*”, L. A. VELASCO SAN PEDRO, *La adaptación....*, p. 134.

<sup>1150</sup> L. A. VELASCO SAN PEDRO, *La adaptación....*, p. 134

Las restantes modificaciones tienen una trascendencia práctica mucho menor. Curiosamente, el legislador español no ha hecho uso de las posibilidades que ofrece la Directiva 2006/68/CE y no ha modificado el régimen anterior de la asistencia financiera. La innovación normativa en este punto se ha centrado en un punto muy concreto, como ha sido el de la regulación de las fusiones posteriores a la adquisición de una sociedad con endeudamiento de la adquirente (artículo 35 LME). En lo que se refiere al derecho de oposición en la reducción de capital, las modificaciones han sido mínimas (artículos 334 a 337 LSC). Debe tenerse en cuenta, en todo caso, que en nuestro país, no resultaba necesaria en todo caso una decisión judicial confirmatoria de la reducción de capital, por lo que la modificación de la Directiva en este punto tenía un significado práctico reducido. Sin relación alguna con la Directiva 2006/68/CE se introdujeron una serie de modificaciones que afectaban a las ventajas de los fundadores (artículo 27 LSC), a los desembolsos pendientes (artículo 81 LSC), y a la reserva en caso de participaciones recíprocas (artículo 153 LSC). Al mismo tiempo, al margen de la Directiva, la evolución del Derecho de sociedades y de la práctica española en los últimos años ha planteado una serie de nuevas cuestiones que serán objeto de análisis en el epígrafe siguiente.

### 3.2. La normativa contable

La incorporación de la nueva normativa contable al derecho interno español se ha llevado a cabo fundamentalmente en virtud de la Ley 16/2007, de 4 de julio (*de reforma y adaptación de la legislación mercantil en materia contable para su armonización internacional con base en la normativa europea*, según reza su denominación oficial) también se proyecta, como no podía ser de otra forma, sobre el estatuto básico de las sociedades de capital. Mediante este texto legal, la normativa interna española se ajusta a lo previsto en el Reglamento (CE) nº 1606/2002, relativo a la aplicación de las Normas Internacionales de Contabilidad. Desde un punto de vista sistemático, la característica más destacada es la existencia de un doble sistema de fuentes que se aplica, separadamente a las cuentas individuales y a las consolidadas. Las primeras se rigen por las correspondientes disposiciones de derecho interno (fundamentalmente, el Título III del Libro I del Código de Comercio). Por el contrario, las cuentas consolidadas deben formularse, directamente, con arreglo a *“las normas internacionales de información financiera adoptadas por los Reglamentos de la Unión Europea”*, siempre que, a la fecha de cierre del ejercicio, alguna de las sociedades del grupo haya emitido *“valores admitidos a cotización en un mercado regulado de cualquier Estado miembro de la Unión Europea”* (artículo 43bis,a C. Com.). Si a la fecha del cierre del ejercicio no se ha producido esta circunstancia, cabe optar por la aplicación de las reglas del Código de Comercio o por la de las NIIF. Es te último caso, *“las cuentas*

*consolidadas deberán elaborarse de manera continuada de acuerdo con las citadas normas” (artículo 43bis,b C. Com.)<sup>1151</sup>.*

Las cuentas consolidadas constituyen exclusivamente un instrumento de información (orientado a los inversores) y no condicionan la aplicación de las reglas relativas al estatuto del capital social<sup>1152</sup>. La determinación de la existencia de beneficios o pérdidas a los efectos de la distribución de beneficios, la adquisición de acciones o participaciones propias, la reducción obligatoria en la sociedad anónima o la disolución habrán de resultar, en todo caso, de los estados contables individuales (y así lo presuponen los artículos 142, 148, 327, 273 y 362.1,d LSC). El Preámbulo de la Ley (epígrafe III, párrafos 1º y 12º) destaca como novedades de la nueva regulación la introducción del criterio del valor razonable para determinados elementos patrimoniales, tanto para las cuentas individuales como para las consolidadas, así como la supresión de la preferencia anteriormente reconocida al principio de prudencia. Lo cierto, sin embargo, es que el declarado propósito del legislador se ha proyectado de forma muy moderada sobre las cuentas individuales.

Como regla general, *“se seguirá el principio de prudencia valorativa”* que obliga a *“contabilizar sólo los beneficios obtenidos hasta la fecha de cierre del ejercicio”* (artículo 38,c, primer párrafo, C. Com.). Asimismo, *“los activos se contabilizarán, por el precio de adquisición o por el coste de producción”* (artículo 38,f primer inciso C. Com.), sin perjuicio de la obligación de tener en cuenta *“las amortizaciones y correcciones de valor por deterioro, tanto si el ejercicio se salda con beneficio como con pérdida”* (artículo 38,c último inciso, C. Com.). El criterio del valor razonable se circunscribe a dos tipos de elementos patrimoniales: los activos financieros *“que formen parte de una cartera de negociación, se califiquen como disponibles para la venta, o sean instrumentos financieros derivados”* (artículo 38bis.1,a C. Com.), y los pasivos financieros *“que formen parte de una cartera de negociación o sean instrumentos financieros derivados”* (artículo 38bis.1,b C. Com.)<sup>1153</sup>. Las variaciones de valor originadas por la aplicación del criterio del valor razonable

---

<sup>1151</sup> El sistema procede de la Ley 62/2003, que había modificado los artículos 42, 43, 46, 48 y 49 del Código de Comercio, y los artículos 200 y 202 TRLSA.

<sup>1152</sup> Véase, infra, pp. 182 y 183. De hecho, este doble régimen contable también responde a las peculiaridades de las sociedades anónimas cotizadas. La sujeción a las NIIF viene determinada por la admisión a negociación en un mercado organizado de los valores emitidos por *“alguna de las sociedades del grupo”*. En el supuesto poco frecuente de que una sociedad cotizada no hubiera adoptado una estructura de grupo y, por tanto, no tuviera que formular cuentas consolidadas, estará obligada a informar en la memoria *“de las principales variaciones que se originarían en el patrimonio neto y en la cuenta de pérdidas y ganancias si se hubieran aplicado las normas internacionales de información financiera adoptadas por los Reglamentos de la Unión Europea, indicando los criterios de valoración que se hayan aplicado”* (artículos 200,11 TRLSA y 525 LSC).

<sup>1153</sup> Aquí aparece un marcado contraste con respecto a las reglas relativas a la valoración de activos y pasivos en las cuentas consolidadas, en las que prevalece el criterio del valor razonable (artículo 46,1º y 3º C. Com.). A estos efectos los activos y pasivos, ingresos y gastos comprendidos en la consolidación habrán de ser valorados de nuevo, cuando previamente hubiesen sido *“valorados por alguna sociedad que forma parte de la misma, según métodos no uniformes al aplicado en la consolidación”* (artículo 45.2 C. Com.).

se imputan a la cuenta de pérdidas y ganancias. Sin embargo, dicha variación “se imputará directamente en el patrimonio neto, en una partida de ajuste por valor razonable”, cuando se trate de un activo financiero disponible para la venta o un instrumento de cobertura que cumpla determinadas condiciones (artículo 38bis.3 C. Com.). No obstante, se abre una vía para la ulterior evolución del “derecho mercantil contable” (Preámbulo, epígrafe III, párrafo 15º), al contemplar una habilitación reglamentaria que permite el criterio del valor razonable a otros elementos patrimoniales, distintos de los instrumentos financieros, siempre que dichos elementos se valoren con carácter único en las Normas Internacionales de Información Financiera adoptadas por los Reglamentos de la Unión Europea. En este caso deberá indicarse si la variación de valor originada en el elemento patrimonial deberá imputarse a la cuenta de pérdidas y ganancias o debe incluirse directamente en el patrimonio neto (artículo 38bis.5 C. Com.).

A pesar del limitado alcance de la reforma en relación a las cuentas individuales, el legislador consideró necesario adecuar una porción significativa de las disposiciones contenidas en el TRLSA y la LSRL relativas al el estatuto del capital, “todo ello con la finalidad del resultado del ejercicio y del patrimonio, se sigan utilizando como magnitudes de referencia en el ordenamiento jurídico mercantil” (Preámbulo, epígrafe IV, párrafo 1º). De esta forma, se introduce un nuevo concepto de referencia, a los efectos del mantenimiento y la pérdida del capital, el de “patrimonio neto” (artículos 81.3, 163.1, 164.4, 167.1, 213, 160.1,4º y 262.2 TRLSA y 79.1, 82.1, 104.1,e y 142.1,a LSRL, equivalentes a los artículos 142.1, 148,II,c y 153, 273, 317.1, 320, 322.1, 335 363.1,e y 365 LSC). Se trata, no obstante, de un concepto corregido y adecuado a las peculiaridades de las sociedades de capital. El patrimonio neto se define con carácter general como “la parte residual de los activos de la empresa, una vez deducidos todos sus pasivos. Incluye las aportaciones realizadas...por sus socios o propietarios que no tengan la consideración de pasivos” (artículo 36.1,c, primer párrafo, C. Com.). Sin embargo, “a los efectos de la distribución de beneficios, de la reducción obligatoria del capital social y de la disolución obligatoria por pérdidas”, en los términos previstos en la regulación legal de las sociedades anónimas y sociedades de responsabilidad limitada, “se considerará patrimonio neto el importe que se califique como tal conforme a los criterios para confeccionar las cuentas anuales incrementado en el importe del capital suscrito y no exigido, así como en el importe del nominal y las primas de emisión o asunción del capital suscrito que esté registrado contablemente como pasivo” (artículo 36.1,c, segundo párrafo, C. Com.). El Real Decreto Ley 10/2008, de 12 de diciembre, ha añadido una precisión adicional, relativa a “los ajustes por cambio de valor originado en operaciones de cobertura de flujos de efectivo pendientes de imputar a la cuenta de pérdidas y ganancias”, que, a los indicados efectos “no se considerarán patrimonio neto” (artículo 36.1,c, segundo párrafo, último inciso C. Com.).

#### **4. Nuevas cuestiones en torno al capital social**

## 4.1. La integración del capital en los supuestos de modificación estructural

### 4.1.1. Planteamiento

La Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles ha dado un tratamiento unitario a una serie de figuras, distintas en razón de su origen y de la función que desempeñan en el sistema legal, pero que determinan una alteración significativa en la posición jurídica de los socios y en sus relaciones con los acreedores sociales<sup>1154</sup>. Las modificaciones estructurales presentan dos características comunes. En primer término la transmisión en bloque de un patrimonio. En segundo lugar la integración de los socios de una o varias sociedades en una sociedad distinta, constituida al efecto o ya existente. La modificación estructural puede determinar tanto el nacimiento de una nueva sociedad de capital (transformación, fusión por constitución de sociedad, escisión, segregación y transferencia internacional de sede social), como el aumento de capital de una sociedad preexistente (fusión por absorción y supuestos correlativos de escisión o segregación). En todos ellos aparecen problemas específicos relacionados con la disciplina del capital, no siempre bien resueltos o enfocados en las disposiciones vigentes. Al margen del problema de la integración del capital, se plantea con carácter general el la configuración de la estructura de capital en las sociedades resultantes de la modificación estructural.

La Ley española exige la continuidad de los socios de las sociedades que se transforman, extinguen o escinden y establece una serie de garantías al efecto (artículos 12, 24, 25, 31,2º, 33, 34.3 LME) pero ninguna disposición legal impone el deber de reconstrucción de la estructura de capital de la sociedad transmitente en la resultante de la operación. Dicho de otra forma, la sucesión universal no obliga a respetar los vínculos preexistentes de indisponibilidad de una porción del valor asignada a las unidades empresariales transmitidas<sup>1155</sup>. A título de ejemplo, el aumento de capital en la absorbente podrá realizarse por una cuantía inferior al capital de la sociedad absorbida que se extingue. Esta conclusión es aplicable sin duda a los supuestos de fusión, escisión y segregación en los que existe un mecanismo de protección de acreedores que es funcionalmente equivalente al establecido para el caso de reducción de

---

<sup>1154</sup> Al respecto, véase Juan Luis IGLESIAS PRADA y Javier GARCÍA DE ENTERRÍA, en A. MENÉNDEZ y A. ROJO, *Lecciones.....*, p. 552 y L. FERÁNDEZ DE LA GÁNDARA, *Derecho.....*, Volumen II, pp. 1621 y ss.; Manuel SÁNCHEZ ÁLVAREZ, *La Ley de Modificaciones estructurales y el concepto de modificación estructural*, en VV.AA., *Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*, Pamplona (2009); Rafael ANSÓN PEIRONCELY y Víctor Manuel GARRIDO PALMA, *Introducción general. La modificación estructural*, en Víctor Manuel GARRIDO PALMA, Rafael ANSÓN PEIRONCELY y Julio BANACLOCHE PÉREZ, *La reestructuración empresarial y las modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*, Valencia (2010) pp. 26 y 27.

<sup>1155</sup> Véase con detalle sobre esta cuestión, Luis FERNÁNDEZ DEL POZO, *El Derecho contable de fusiones y de las otras modificaciones estructurales. Problemática contable en la Ley de modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*, Madrid (2010), pp. 214 a 220.

capital (artículos 43 y 44 LME). Sin embargo, debe darse una respuesta diferente al problema en el caso de transformación en el que la sociedad que se transforma y la resultante de la operación sean sociedades de capital<sup>1156</sup>. El acuerdo de transformación en sí mismo no requiere un proceso de valoración de la sociedad afectada (puesto que no hay relación de canje), no altera la contabilidad de la sociedad que se transforma (frente a lo previsto para la fusión: artículos 31,7º, 9º y 10º LME) y, sobre todo, no hay otra intervención de los acreedores en la operación que la que deriva de una simple comunicación (artículo 14.2 LME).

#### 4.1.2. La integración del capital con resultante sociedad anónima

La integración del capital cuando se constituye una nueva sociedad, o se amplía el capital de una sociedad preexistente con ocasión de una modificación estructural, habrá de regirse por las reglas relativas al tipo social de que se trate. La transmisión en bloque de un patrimonio equivale, en principio, a una aportación no dineraria (en este sentido el artículo 17 de la Directiva 77/91/CEE)<sup>1157</sup>. En consecuencia, por aplicación de las reglas generales, cuando la sociedad resultante de la transformación o la fusión o la sociedad beneficiaria de la escisión o segregación sea una sociedad anónima será necesaria la preceptiva intervención del experto independiente designado por el Registrador Mercantil del domicilio social (artículo 67 LSC), salvo si concurriera alguna de las excepciones previstas en la Ley (artículo 69 LSC)<sup>1158</sup>. La intervención del experto se incardina, no obstante, en el procedimiento correspondiente a la modificación estructural de que se trate, lo que da lugar a la aparición de algunas peculiaridades.

El supuesto más sencillo es el de transformación en sociedad anónima, en el que la constatación de la realidad del capital resultará del informe del experto que habrá de incorporarse a la escritura de transformación (artículo 18.3 LME). No es preciso, en cambio, que el informe esté a disposición de los socios con carácter previo a la celebración de la junta que debe deliberar sobre la transformación (artículo 9 LME, que coincide con el criterio general que en este

---

<sup>1156</sup> Lógicamente, la cuestión que estamos examinando se plantea cuando es posible comparar una cifra de capital originaria con la fijada para la sociedad transformada. No hay cuestión si la sociedad que se transforma es una sociedad de personas en la que o bien no existirá una cifra estatutaria de capital o bien ésta tendrá una significación completamente diferente. En este supuesto la protección de los acreedores a través del capital da comienzo en el momento en que el cambio de forma social produce efectos frente a terceros y en ningún caso se modifica la responsabilidad personal de los socios por las deudas anteriores (artículo 21 LME).

<sup>1157</sup> Véase, *infra.*, pp. 144 y 145.

<sup>1158</sup> Cabría pensar en esta posibilidad cuando el patrimonio que se transmite esté integrado exclusivamente por valores mobiliarios admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o cuando hubiera sido objeto de una valoración independiente en los términos previstos en la Ley (artículo 69,a y b LSC). Fuera de estos supuestos es irrelevante la composición del patrimonio transmitido a los efectos de la preceptiva intervención del experto.

punto adopta la LSC)<sup>1159</sup>. No podrá inscribirse la transformación si el valor asignado por el experto al patrimonio social es inferior a la cifra de capital consignadas en los estatutos de la anónima resultante de la transformación (artículo 67.3 LSC). De la misma forma, en el proceso de transformación en sociedad anónima deberán adecuarse aquellas situaciones incompatibles con la disciplina del capital en esta última forma social. Por este motivo habrá de concretarse la *“participación en el capital”* de los socios industriales (artículo 12.2), puesto que la mera aportación de trabajo o industria no puede atribuir la condición de socio<sup>1160</sup>.

Mayores dificultades presenta dilucidar el papel del experto independiente en los supuestos de fusión y escisión, dado que el informe se refiere tanto a la valoración del patrimonio de las sociedades que participan en la operación, como a la relación de canje (artículos 34.3 y 78.1 LME). En este caso, además, el informe habrá de estar a disposición de los socios desde la convocatoria de la junta llamada a aprobar la operación (artículo 39.1,3º LME). La ley española establece que *“cuando la sociedad resultante de la fusión sea anónima o comanditaria por acciones”* será precisa la intervención de un experto independiente designado por el Registrador Mercantil (artículo 34.1 LME). El experto debe pronunciarse tanto sobre de *“si está o no justificado el tipo de canje de las acciones, participaciones o cuotas de socios en las sociedades que se extinguen”* (artículo 34.3,I), como acerca de *“si el patrimonio aportado por las sociedades que se extinguen es igual, por lo menos al capital de la nueva sociedad o al aumento de capital de la absorbente, según los casos”* (artículo 34.3,II)<sup>1161</sup>. En el marco de la Directiva 2009/109/CE, los términos empleados por el legislador español deben interpretarse como una opción por encomendar al mismo experto la elaboración de ambos informes (y, de hecho, esta había sido ya la solución adoptada por el artículo 236.4 TRLSA en la reforma de 1990).

No obstante, cada uno de los dos aspectos del informe mantiene una individualidad bien definida y funciones diferenciadas en el procedimiento de fusión. En un caso, la protección de los accionistas actuales, que pueden verse perjudicados por la relación de canje. En el otro, la de los accionistas futuros y los acreedores, que deberán soportar las consecuencia de una defectuosa integración del capital. Ha de estimarse, por tanto, que la norma de derecho interno que estamos analizando no tiene más alcance que la de evitar en la

---

<sup>1159</sup> En relación al derecho anterior a la LME cabe reseñar algunas opiniones doctrinales en sentido contrario, recogidas por Cristóbal ESPÍN GUTIERREZ, *Transformación de sociedad limitada en otros tipos sociales*, en VV.AA., *Modificaciones estructurales.....*, volumen I, p. 213.

<sup>1160</sup> Al respecto, véase Francisco José LEÓN SANZ, *Los antecedentes y los aspectos generales de la transformación*, en VV.AA., *Modificaciones estructurales.....*, Volumen I, pp. 123 y 124.

<sup>1161</sup> Juan SÁNCHEZ CALERO GUILARTE, *Informe de los Administradores y Expertos independientes. Balance de fusión*, en VV.AA., *Modificaciones estructurales.....*, Volumen I, pp. 516 a 518; Víctor Manuel GARRIDO PALMA, *Fusión*, en V. M. GARRIDO PALMA, R. ANSÓN PEIRONCELY y J. BANACLOCHE PÉREZ, *ob. cit.* p. 90.

mayoría de los supuestos una duplicidad de trámites<sup>1162</sup>. Son destacables también los distintos efectos que producen cada una de las dos partes del informe. La opinión sobre el proyecto de fusión no tiene carácter vinculante, y no condiciona ni limita la facultad de los órganos de administración para proponer y de las respectivas juntas para aprobar una determinada relación de canje. En cambio, la estimación del patrimonio aportado impide, de conformidad con las reglas generales (artículo 67.3 LSC), la emisión de acciones por un valor nominal superior.

De la misma forma, aunque, por acuerdo unánime, los accionistas pueden prescindir la intervención del experto a los efectos de emitir una opinión sobre la relación de canje (artículo 34.5 LME), no cabe eliminar la valoración del patrimonio que sirve de contrapartida a la nueva emisión de acciones (R. DGRN de 2 de febrero de 2011)<sup>1163</sup>. En cambio, no será necesaria la intervención del experto cuando la fusión no determine una alteración de la cifra de capital de la sociedad absorbente. Así sucede en los supuestos de absorción de sociedad íntegramente participada (artículo 49.1,3º LME) y cuando la continuidad de la participación de los socios de la absorbida se hace efectiva mediante la entrega de acciones que la absorbente tenga en autocartera (artículo 50.3 LME)<sup>1164</sup>.

---

<sup>1162</sup> Sobre la función de ambos informes en la normativa comunitaria, véase *infra*, pp. 134 y 135.

<sup>1163</sup> En esta Resolución, el Centro Directivo, tras analizar los antecedentes de la norma de Derecho interno en las Directivas comunitarias aplicables al caso destaca que la manifestación del experto *“sobre la efectiva contraprestación patrimonial del aumento del capital de la sociedad absorbente no es sino consecuencia del principio de realidad del capital social, según el cual es nula la emisión de acciones que no respondan a una efectiva aportación patrimonial a la sociedad.... A tal efecto, el legislador añade determinadas cautelas, como es la exigencia de acreditación suficiente y objetivamente contrastada de la realidad de estas aportaciones, como requisito previo a la constitución de la sociedad o de un aumento de su capital (cfr., entre otros, los artículos 62, 63 y 67 de la Ley de Sociedades de Capital)....Desde este punto de vista, el informe del experto independiente sobre la equivalencia entre el patrimonio aportado y el aumento de capital en la sociedad absorbente es exigido en interés no sólo de los accionistas sino también de los acreedores sociales, por lo que no puede dejarse al arbitrio de aquéllos exclusivamente. Por ello la norma del artículo 35.4 de la Ley 3/2009....debe ser interpretada en el sentido en el sentido de que dicha renuncia puede tener como objeto únicamente el informe sobre el “proyecto común de fusión”, como el propio precepto expresa, es decir, respecto de la valoración de la relación de canje, pero no puede extenderse al informe sobre la integridad patrimonial de la contraprestación del aumento de capital en la sociedad absorbente....”*

<sup>1164</sup> La Ley de Modificaciones Estructurales se refiere a la *“continuidad en la participación”* (artículo 24) como uno de los elementos definidores de la fusión. Los socios de las sociedades que se extinguen se integran en la absorbente recibiendo acciones de la misma en proporción a su respectiva participación. Nada impide, no obstante, que se atienda al canje mediante la entrega de acciones en autocartera y no mediante acciones procedentes de una ampliación de capital (el artículo 23.2 dispone expresamente que la absorbente adquiere por sucesión universal el patrimonio de la absorbida aumentando *“en su caso”* el capital social). No obstante, la Ley sólo ha contemplado esta posibilidad en relación a un supuesto específico como es el de sociedad participada en un 90% (artículo 50 LME). La exclusión de la intervención del experto (artículo 50.1 LME) deriva de la existencia de un mecanismo alternativo de protección de los minoritarios (en caso de discrepancia la determinación del valor razonable de su participación se determina en sede judicial: artículo 50.2 LME) y en la consideración de que no existen aportaciones que verificar dado que se atiende al canje mediante acciones o participaciones

Una serie de consideraciones similares deben hacerse en relación a la escisión, en sus diversas modalidades de escisión total, escisión parcial y segregación (artículos 68 a 71 LME). El estricto tenor literal de la Ley exige someter el “proyecto de escisión” al informe de uno o varios expertos independientes designados por el Registrador Mercantil cuando “*las sociedades que participan en la escisión*” sean anónimas o comanditarias por acciones (artículo 78.1, primer inciso LME). No obstante, solo será necesario que el experto se pronuncie además acerca de “*la valoración del patrimonio no dinerario que se transmita a cada sociedad*” cuando la sociedad de nueva creación o la beneficiaria sean anónimas o comanditarias por acciones (artículo 78.1, último inciso LME en relación con el artículo 67 LSC). El acuerdo unánime de los socios puede excluir el informe (artículo 78.3), pero sólo en cuanto al proyecto de escisión en sentido estricto, no en cuanto a la valoración de la aportación no dineraria cuando éste venga exigido en razón de la forma social de la beneficiaria o beneficiarias. En cambio, no hay términos para la intervención del experto en el caso de cesión global de activo y pasivo, puesto que la contraprestación a recibir por la sociedad cedente no puede consistir en acciones de la cesionaria cuando ésta última sea una sociedad anónima (artículo 81, último inciso LME). Ni siquiera sería necesaria en el caso de cesión global de una sociedad íntegramente participada a favor de su matriz, aun cuando la operación se asimile a la fusión (artículo 53 LME), puesto que la figura de referencia vendría a ser el de la absorción de sociedad íntegramente participada, sin ampliación de capital ni emisión de nuevas acciones (artículo 49.1 LME).

#### 4.1.3. La integración del capital con resultante sociedad limitada

La Ley de modificaciones estructurales no contiene previsión alguna en relación a la integración del capital cuando la resultante es una sociedad de responsabilidad limitada. Por aplicación del régimen general no cabe duda de que los socios podrán someter voluntariamente la valoración del patrimonio aportado a “*valoración pericial conforme a lo previsto para las sociedades anónimas*” (artículo 76 LSC). En otro caso, habrá que entender que los socios responderán de la realidad y la valoración de las aportaciones dinerarias (en los términos previstos en los artículos 73 y concordantes de la Ley de sociedades de capital)<sup>1165</sup>. En el supuesto de transformación de sociedad anónima en sociedad de responsabilidad limitada, si existieran desembolsos pendientes, deberán procederse “*con carácter previo al acuerdo de transformación*” a la íntegra liberación de las acciones o, en su caso, “*a una*

---

propias que la absorbente tenga en cartera (artículo 50.3, primer inciso LME). Puede suceder, no obstante, que la absorbente no disponga de acciones en autocartera. Nada impide que en este caso se atienda al canje mediante acciones de nueva creación ampliando capital, pero en este caso será precisa la valoración de la contrapartida por un experto independiente de conformidad con las reglas generales (artículos 34.3,II LME y 67 LSC).

<sup>1165</sup> Véase, *infra*, pp. 286 a 289.

*reducción de capital con la finalidad de condonación de los dividendos pasivos”* (artículo 11.2 LME)<sup>1166</sup>.

#### 4.1.4. El papel de los balances de transformación, fusión y escisión.

En los diversos supuestos de modificación estructural, la Ley exige la preparación de diversos documentos contables. En el caso de transformación, el acuerdo debe incluir *“la aprobación del balance presentado para la transformación”* (artículo 10.2 LME). El balance es uno de los documentos que habrán de estar a disposición de los socios desde la convocatoria de la junta que haya de deliberar sobre la transformación (artículo 9.1,2º LME). Se trata, por tanto, de una de las piezas que integran el derecho de información de los socios pero, al mismo tiempo, puede desempeñar una función en relación a la adecuada integración del capital de la sociedad resultante de la transformación, cuando ésta sea anónima o limitada<sup>1167</sup>. No es infrecuente en la práctica que en el balance de transformación aparezcan pérdidas. En ocasiones, de cuantía tal que hayan dejado reducidos los fondos propios a una cuantía inferior a la de la cifra de capital propuesta para la sociedad resultante de la operación. En esta situación existirá un claro indicio de que la creación de las nuevas acciones o participaciones no goza de la necesaria cobertura patrimonial (artículo 59 LSC). Incluso podrá darse la circunstancia de que, según el balance, la sociedad se encuentre incurso en causa de disolución (artículo 363.1,d LSC).

En estos términos, en principio, habrá que entender que no se han cumplido todos los requisitos exigidos por la normativa reguladora de la forma social que se adopta (artículo 18.2, primer inciso LME), y la transformación no podrá tener acceso al Registro Mercantil. Es posible, sin embargo, formular algunas matizaciones. Si la sociedad resultante de la transformación es anónima, hay que entender que la garantía que deriva del informe del experto independiente (artículo 18.3 LME, en relación con el artículo 67 LSC) prevalece sobre el balance, dado que los criterios de valoración contables (artículo 38 y concordantes del Código de Comercio) no tienen porqué coincidir con el valor real que es el que ha de tomarse como referencia a los efectos de la integración del capital. A estos efectos será necesario, no obstante, que el experto se pronuncie con claridad y sin reservas acerca de si el patrimonio de la sociedad que se transforma cubre suficientemente el valor nominal y, en su

---

<sup>1166</sup> La LME no ha recogido una exigencia que imponía el artículo 99.2 LSRL de 1995 para el caso de transformación en sociedad de responsabilidad limitada, consistente en una específica declaración de los otorgantes en la escritura de transformación relativa a la suficiente cobertura del capital por el patrimonio cubre social. En consecuencia, debe entenderse derogado en este extremo el artículo 220.1.3º RRM.

<sup>1167</sup> En este sentido, Víctor Manuel GARRIDO PALMA, *Transformación*, en V. M. GARRIDO PALMA, R. ANSÓN PEIRONCELY y J. BANACLOCHE PÉREZ, *ob. cit.* p. 49. Por su parte, L. FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, *Derecho...*, volumen II, p. 1641 apunta la función del balance como mecanismo que facilita la *“determinación del valor”* de la empresa.

caso, el de la prima de emisión de las acciones emitidas (artículo 67.2 LSC) y que los “*criterios utilizados*” (que también deben reflejarse en el Informe) proporcionen una razonable justificación de la discrepancia entre el valor contable y el atribuido.

Si la sociedad resultante de la transformación es limitada, será preciso que, bien en la propia escritura de transformación, bien en algún documento complementario, los administradores justifiquen la diferencia entre el valor según balance y el atribuido al patrimonio de la sociedad que se transforma (habitualmente en razón de la existencia de bienes contabilizados por su precio de adquisición –artículo 38,f Código de Comercio- cuando, como consecuencia del transcurso del tiempo, éste haya llegado a ser muy inferior al valor de mercado). Se trata en todo caso de un defecto susceptible de subsanación, en el sentido de que circunstancias posteriores que se proyecten sobre la situación patrimonial de la sociedad determinarán la eficacia sobrevenida del acuerdo y la posibilidad de su inscripción sin necesidad de un acuerdo adicional. Así, por ejemplo, si los socios realizan nuevas aportaciones para cubrir pérdidas, se lleva a cabo un aumento de capital con prima, e, incluso, se aporta un balance posterior del que resulte la existencia de beneficios en cuantía suficiente.

La situación es distinta en los supuestos de fusión o escisión. Aquí el balance desempeña estrictamente una función informativa, completamente desvinculada de la estimación que, en función de la relación de canje, se haya podido asignar al patrimonio transmitido. Así lo prevé la Ley al establecer que las valoraciones contenidas en el último balance pueden alterarse “*en atención a las modificaciones importantes del valor razonable que no aparezcan en los asientos contables*” (artículo 36.2 LME). De hecho, a los efectos de contabilización de la fusión sólo es posible atender a los criterios valorativos anteriores cuando la operación se desarrolle entre sociedades integrantes del mismo grupo (así resulta de la Norma de Registro y Valoración 21º - Operaciones entre empresas del grupo- del Plan General Contable aprobado por Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre, con arreglo a la cual “*los elementos patrimoniales del negocio se valorarán según los valores contables existentes antes de la operación en las cuentas individuales*”). Por el contrario, la regla general (derivada de la Norma de Registro y Valoración 19º, combinaciones de negocios) los activos identificables adquiridos y los pasivos asumidos “*se registrarán....por su valor razonable siempre y cuando dicho valor razonable pueda ser medido con suficiente fiabilidad*”<sup>1168</sup>.

#### 4.1.5. Un supuesto especial: la absorción de sociedad participada indirectamente.

La integración del capital plantea una serie de problemas específicos en el caso de fusión de sociedad íntegramente participada de forma indirecta. El elemento que define el supuesto de hecho es la existencia de una sociedad

---

<sup>1168</sup> Véase, L. FERNÁNDEZ DEL POZO, *El Derecho contable.....*, pp. 63 a 66.

que no participa en la fusión pero que, como consecuencia de la misma, sufre un quebranto patrimonial derivado de la amortización de las acciones o participaciones de la sociedad absorbida<sup>1169</sup>. Si se trata de una fusión “en cascada”, esto es, si una sociedad absorbe simultáneamente todas las sociedades en las que participa de forma directa o indirecta el supuesto hace tránsito al de absorción de sociedad íntegramente participada, si ampliación de capital en la absorbente (artículo 49.1 LME)<sup>1170</sup>.

La característica propia de esta operación es la obligación de la absorbente de compensar a la sociedad o sociedades intermedias “*por el valor razonable*” de su participación en la absorbida (artículo 49.2, último inciso LME). Se trata de una regla sustantiva adecuada y congruente con los principios que rigen el capital social. De no establecerse la necesidad de una compensación estaríamos, de hecho, en presencia de una restitución de aportaciones en especie. La operación determinaría una descapitalización de la sociedad intermedia que, en definitiva, habría realizado una atribución a su socio único del valor patrimonial en que consisten las acciones o participaciones de la absorbida. No obstante, el desarrollo de esta idea general plantea numerosos problemas. En primer término, el tenor literal de la norma legal parezca atribuir un cierto carácter eventual a la compensación (“*cuando la fusión provoque una disminución del patrimonio neto*”: artículos 49.2, segundo inciso y 52.2, segundo inciso). Sin embargo, lo cierto es que el propio diseño de la operación determina que la sociedad intermedia siempre vaya a sufrir un menoscabo patrimonial, al menos, en tanto el valor de las acciones o participaciones de la absorbida sea superior a cero<sup>1171</sup>.

La Ley contempla la posibilidad de que la absorbente aumente su capital como consecuencia de la absorción de la sociedad participada de forma indirecta (“...será exigible, en su caso, el aumento de capital en la sociedad absorbente...”: artículo 49.2, segundo inciso). Existen, no obstante, múltiples argumentos para entender que en el supuesto que estamos examinando el aumento de capital no procede en ningún caso. En primer lugar, en razón de la inexistencia de una cobertura patrimonial para la emisión de acciones o participaciones en la absorbente (artículo 59.1 LSC): al igual que en la absorción de sociedad íntegramente participada ésta recibe algo que ya tenía, puesto que el valor de la sociedad absorbida está implícito en su participación en la intermedia. Por otro lado, la regla que impone la compensación presupone la neutralidad patrimonial de la operación. El patrimonio neto de la absorbente, en consecuencia, no sufre alteración. Finalmente, excluyen la ampliación tanto la regla que prohíbe el canje de las acciones o participaciones de la absorbida que estuvieran en poder de la absorbente (artículo 26 LME,

---

<sup>1169</sup> L. FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, *Derecho....*, volumen II, p. 1690; Javier JUSTE MENCÍA, *Fusiones especiales*, en VV.AA., *Modificaciones estructurales....*, Volumen I, p. 781.

<sup>1170</sup> De forma esquemática, la absorción de sociedad íntegramente participada indirectamente presupone una situación en la que A es titular del 100% del capital de B y, a su vez, ésta es titular del 100% del capital C, procediendo A a la absorción de C. Si A absorbe simultáneamente a B y a C estamos en el supuesto de “fusión en cascada”.

<sup>1171</sup> J. JUSTE MENCÍA, *ob. cit.*, p. 784.

que debe aplicarse también a los supuestos de titularidad indirecta), como el régimen de prohibición absoluta de asunción de participaciones o suscripción de acciones de la sociedad dominante (artículo 134 LSC)<sup>1172</sup>.

También suscita dificultades de interpretación la intervención del experto que, según el tenor literal de la Ley, será exigible “*siempre*” (artículos 49.2 y 52.2, primer inciso LME). No obstante, a pesar de la relevancia que se atribuye al informe la Ley no precisa el contenido o la significación del mismo. No puede tratarse del “*experto a que se refiere el artículo 34*” puesto que, por definición, no hay relación de canje ni nuevas aportaciones que sirvan de contrapartida a una ampliación de capital<sup>1173</sup>. La función que, ante el silencio de la Ley, debe atribuirse razonablemente al experto es la de constatar que se han producido los desplazamientos patrimoniales que exige la peculiar naturaleza de la operación. Es decir, que la compensación que la sociedad absorbente satisface a la intermedia se corresponde con el “*valor razonable*” de la participación de esta última en la absorbida. A los efectos de la intervención del experto es irrelevante en este caso la forma social de las compañías que se fusionan. El régimen legal no responde tanto a un problema de integración del capital en la absorbente (sujeta a distintos principios en razón de su forma anónima o limitada) como a la necesaria garantía del mantenimiento del capital en la intermedia.

## **4.2. La retribución a los socios: el pago de un dividendo en acciones.**

En fecha reciente se han generalizado en el ámbito de las anónimas cotizadas una serie de esquemas de retribución al accionista basados en la entrega de acciones de la propia sociedad. Esta técnica presenta ventajas tanto para la compañía como para los socios. La sociedad emisora retiene el beneficio transformándolo en capital y los accionistas disponen de un mecanismo automático de reinversión del dividendo que suele ir acompañado de ventajas fiscales. La forma más sencilla que cabe concebir para obtener este resultado es la liquidación de la autocartera. Es decir, la distribución como beneficio de acciones propias previamente adquiridas por la sociedad. Esta posibilidad remite a la cuestión más general de la eventual pago de un dividendo en especie.

La opinión mayoritaria en nuestro país se había mostrado reticente a la posibilidad de dividendos en especie, bien en razón de las dificultades de fraccionamiento y valoración de los bienes no dinerarios, bien por dar por sobrentendida la naturaleza dineraria del derecho del dividendo. El dividendo

---

<sup>1172</sup> En este sentido, J. JUSTE MENCÍA, *ob. cit.*, p. 782 y Víctor Manuel GARRIDO PALMA, *Fusión*, en V. M. GARRIDO PALMA, R. ANSÓN PEIRONCELY y J. BANACLOCHE PÉREZ, *ob. cit.* p. 49.

<sup>1173</sup> J. JUSTE MENCÍA, *ob. cit.*, p. 783.

habría de calcularse en dinero puesto que así lo exigiría el soporte contable que ha de servir de base a la atribución patrimonial a los accionistas<sup>1174</sup>. En fecha reciente se ha abierto paso una orientación más flexible que estima que el hecho de que el dividendo se calcule en dinero no supone necesariamente que su contenido sea dinerario, puesto que no debe confundirse la función abstracta del dinero como unidad de medida con su función concreta como unidad de cambio. Además, el nacimiento del derecho concreto del accionista a la percepción del dividendo depende de una decisión de la junta, que podrá extenderse tanto a los aspectos cuantitativos y cualitativos del mismo<sup>1175</sup>. En el supuesto que estamos examinando, la fungibilidad de las acciones propias evita alguna de las objeciones que pudieran oponerse al pago de un dividendo en especie, como es la eventual ruptura del principio de igualdad de trato a los accionistas.

No obstante, la integridad del capital puede verse afectada si las acciones propias no fueron regularmente adquiridas (esto es, con sujeción a las condiciones previstas en el artículo 146 LSC). Es dudoso que en este caso la disposición de las acciones a título de atribución de un dividendo sea un mecanismo de enajenación idóneo (en los términos que resultan de los artículos 139 y 147 LSC). Hay que estimar, por el contrario, que la reintegración del capital exige en este caso la percepción de una contraprestación por parte de la sociedad<sup>1176</sup>. Ningún obstáculo cabe reseñar, en cambio, si las acciones fueron adquiridas con cargo a fondos libres (de conformidad con el artículo 146.1,b LSC). El mismo razonamiento cabe aplicar en el caso de distribución de participaciones de una sociedad de responsabilidad limitada, si bien es preciso tener en cuenta que la estimación de las participaciones a estos efectos no podrá ser inferior al “*valor razonable de las participaciones, fijado conforme a lo previsto en esta Ley para los casos de separación de socios*” (artículo 141.1 LSC).

En la práctica, no obstante, se ha generalizado un esquema más sofisticado en el que se ofrece al accionista la opción entre una atribución patrimonial en metálico o en acciones. La operación se articula mediante una ampliación de capital liberada con cargo a reservas (artículo 303 LSC), asumiendo la sociedad emisora el compromiso irrevocable de adquirir los derechos de asignación gratuita por un precio prefijado. El número de acciones a emitir se calcula de forma tal que el precio de adquisición ofrecido sea equivalente a la cuantía del dividendo que, en circunstancias normales, estuviese previsto repartir. Para la sociedad la adquisición de derechos de asignación equivale a todos los efectos a la adquisición de acciones propias. Una vez adquiridos los derechos, las acciones correspondientes podrán ser amortizadas (artículo 145.2 LSC) o mantenidas en autocartera, dado que de la suspensión del

---

<sup>1174</sup> En este sentido, J. GIRÓN, *Derecho....*, p. 203; J. GARRIGES, *Curso....*, Volumen I, p. 520; Fernando SÁNCHEZ CALERO, *La determinación y la distribución del beneficio neto en la sociedad anónima*, Roma – Madrid (1955) pp. 164 y 165; Rafael ILLESCAS ORTIZ, *El derecho del socio al dividendo en la sociedad anónima*, Sevilla (1973), p. 112.

<sup>1175</sup> Cándido PAZ-ARES, *Aproximación al estudio de los dividendos en especie*, RJN nº3 (1992), pp. 212 y 213.

<sup>1176</sup> Véase, *infra*, pp. 238 a 240.

ejercicio de derechos incorporados a las acciones propias se exceptúa, precisamente, el de asignación gratuita de nuevas acciones (artículo 148,a II LSC). Desde el punto de vista del accionista este esquema ofrece una triple alternativa: recibir las nuevas acciones liberadas, negociar los derechos de asignación en el mercado o aceptar la oferta de compra de los derechos por la sociedad por el precio predeterminado.

### **4.3. La asistencia financiera y las fusiones apalancadas**

#### **4.3.1. La fusión posterior a adquisición de sociedad con endeudamiento del adquirente**

La Ley 3/2009 de modificaciones estructurales ha establecido una serie de requisitos específicos para aquellas operaciones de fusión que se llevan a cabo cuando alguna de las sociedades hubiera contraído deudas en los tres años inmediatamente anteriores, “para adquirir el control de otra que participe en la operación de fusión” o “para adquirir activos de la misma esenciales para su normal explotación” (artículo 35). Esta modalidad de fusión constituye la forma habitual de concluir una toma de control o una adquisición apalancada. Con la integración de patrimonios se consigue atender al servicio de la deuda con los flujos de caja generados por la sociedad o los activos adquiridos. Por otro lado, este expediente presenta importantes ventajas contables y fiscales, puesto que el pago de las obligaciones asumidas se realiza directamente con la tesorería de la sociedad fusionada, sin tener que proceder a una distribución de dividendos en provecho del adquirente como sucedería si se mantuvieran separadas las respectivas personalidades jurídicas. Asimismo, podrán amortizarse como gasto tanto los intereses del préstamo como la amortización del fondo de comercio que se pone de manifiesto con ocasión de la fusión<sup>1177</sup>.

La Ley establece al respecto una serie de especialidades aplicables en la fase preparatoria de la fusión. Se trata de poner a disposición de socios y acreedores una información adicional que permita valorar las implicaciones de la fusión sobre la liquidez y la solvencia de la entidad resultante de la integración, así como poner de manifiesto si, en su caso, la operación entra en conflicto con la prohibición de asistencia financiera<sup>1178</sup>. En primer lugar, el proyecto de fusión debe indicar “*los recursos y los plazos previstos*” para la satisfacción por la sociedad resultante de las deudas contraídas para la

---

<sup>1177</sup> Esther HERNÁNDEZ SANZ, *Fusión posterior a una toma de control o a una adquisición de activos relevantes con endeudamiento de la adquirente*, en José María BENEYTO PÉREZ y Rita LARGO GIL (Dir.), *Transmisiones de empresas y modificaciones estructurales de sociedades*, Barcelona (2010), p. 491.

<sup>1178</sup> ANTONIO RONCERO SÁNCHEZ, *Fusión posterior a adquisición de sociedad con endeudamiento de la adquirente*, en VV.AA., *Modificaciones estructurales.....*, Tomo I, p. 746; E. HERNÁNDEZ SAINZ, *ob. cit.*, p. 525.

adquisición del control o de los activos (artículo 35-1º LME). Se trata de una simple estimación o previsión que no resulta vinculante para la sociedad resultante de la fusión<sup>1179</sup>. A su vez, el informe de los administradores sobre el proyecto de fusión debe indicar *“las razones que hubieran justificado la adquisición del control o de los activos”* y que justifiquen en su caso la fusión. Asimismo, debe incorporar *“un plan económico y financiero”*, con expresión de los recursos y la descripción de los objetivos que se pretenden conseguir (artículo 35,2º LME). Por analogía con lo previsto para el informe del experto independiente habrá que entender que el informe de los administradores será necesario incluso en aquellos supuestos en los que la Ley dispensa con carácter general la elaboración del mismo, como sucede en los casos de absorción de sociedad íntegramente participada (artículo 49.1,2º LME), participada al noventa por ciento (artículo 50.1), así como en ciertos casos de fusión con acuerdo unánime de los socios (artículo 42 LME).

Finalmente, la Ley exige que se incorpore una información adicional al informe del experto independiente. Éste habrá de expresar un juicio acerca de la *“razonabilidad de las indicaciones”* contenidas en el proyecto de fusión y en el informe de los administradores, *“determinando además si existe asistencia financiera”* (artículo 35,3º,I LME). Esta última indicación habrá de referirse únicamente a los supuestos de adquisición previa de acciones o participaciones sociales, que es en los únicos supuestos en los que podrá plantearse la eventualidad de la asistencia financiera<sup>1180</sup>. En el caso de fusión apalancada el informe de los expertos independientes resulta necesario en todo caso, *“incluso cuando se trate de acuerdo de acuerdo unánime de fusión”* (artículo 35,3º,II). Esta exigencia ha de entenderse referida al contenido específico del informe que viene determinado por las condiciones de endeudamiento de las sociedades que participan en la operación. A estos efectos, será irrelevante la forma social de las sociedades que participan en la operación, puesto que la prohibición de asistencia financiera afecta tanto a las sociedades anónimas (artículo 150 LSC), como a las de responsabilidad limitada (artículo 143.2 LSC). El contenido ordinario del informe (al que se refiere el artículo 34.3 LME) sólo será exigible en la medida en que sea procedente de conformidad con el régimen general.

### **4.3.2. La compatibilidad entre el tratamiento de la fusión apalancada y la prohibición de asistencia financiera**

Con anterioridad a la entrada en vigor de la Ley de Modificaciones Estructurales la opinión mayoritaria estimaba que la fusión subsiguiente a una adquisición apalancada quedaba al margen de la prohibición de asistencia

---

<sup>1179</sup> E. HERNÁNDEZ SAINZ, *ob. cit.*, p. 526.

<sup>1180</sup> A. RONCERO SÁNCHEZ, *Fusión posterior.....*, p. 756.

financiera, al entender que el régimen imperativo de la fusión ya ofrecía suficiente protección a acreedores y accionistas minoritarios<sup>1181</sup>. En el momento actual parece difícil mantener esta posición. En primer lugar, el legislador ha optado por no flexibilizar el régimen de la asistencia financiera en los términos que permitía la Directiva 2006/68/CE (incorporada al derecho interno precisamente a través de la Ley 3/2009). La interpretación del régimen específico de las fusiones apalancadas como una excepción a la regla general prohibitiva implicaría una vulneración de la Directiva que sólo admite que los Estados miembros dispensen de la prohibición aquellas operaciones de asistencia financiera que cumplan con los límites y requisitos contemplados en la misma (y el artículo 35 LME no es equiparable a las previsiones del nuevo artículo 23 de la Directiva 2006/68/CE). La exigencia de un pronunciamiento expreso en el informe del experto independiente (artículo 35,3º LME) sólo encuentra justificación si se entiende que a través de la fusión apalancada puede vulnerarse en ciertos casos la prohibición de asistencia financiera. Desde un punto de vista sistemático, el régimen de la fusión apalancada debe valorarse como un procedimiento más riguroso y garantista establecido en atención a los peligros específicos que plantean este tipo de operaciones<sup>1182</sup>.

En consecuencia, será preciso proceder al análisis individual de cada operación de fusión apalancada para determinar si en la misma existe o no asistencia financiera<sup>1183</sup>. Debe excluirse esta conclusión en la fusión apalancada posterior a la adquisición de activos, dado que la asistencia financiera prohibida es únicamente la que tiene por objeto la adquisición de acciones o participaciones propias (artículos 143.2 y 150 LSC). Asimismo en el caso de fusión posterior a una adquisición apalancada de una sociedad anónima llevada a cabo por los empleados de la misma (a tenor de la dispensa de la prohibición cuando la operación tiene por objeto facilitar al personal de la empresa la adquisición de acciones de la sociedad que presta la asistencia financiera). Finalmente, la infracción de la prohibición de asistencia financiera requiere la concurrencia de un elemento intencional. La finalidad de la fusión ha de ser precisamente la de facilitar la adquisición de las acciones o participaciones. Es decir, materializar la transferencia de la deuda al patrimonio de la adquirida, pero si cabe identificar otros motivos determinantes de la operación, la misma debe considerarse lícita. En este sentido cabe reseñar alguno de los escasos pronunciamientos judiciales recaídos sobre esta materia (el Auto de la Audiencia Provincial de Madrid [Sección 28] entendió que si la

---

<sup>1181</sup> L. FERNÁNDEZ DEL POZO, *Revisión crítica...*, p. 169; Alberto VAQUERIZO ALONSO, *Asistencia financiera para la adquisición de acciones propias*, Madrid (2003), pp. 116 y 117; C. PAZ-ARES y A. B. PERDICES HUETOS, *ob. cit.*, pp. 493 y 494; A. RONCERO SÁNCHEZ, *Fusión posterior.....*, p. 728 y 729; E. HERNÁNDEZ SAINZ, *ob. cit.*, p. 502.

<sup>1182</sup> A. RONCERO SÁNCHEZ, *Fusión posterior...*, p. 740 y 541; E. HERNÁNDEZ SAINZ, *ob. cit.*, pp. 506 y 507.

<sup>1183</sup> A. RONCERO SÁNCHEZ, *Fusión posterior...*, p. 743.

finalidad de asistencia financiera no existe o no es esencial no se infringe la prohibición legal)<sup>1184</sup>.

### 4.3.3. El enforcement del régimen legal.

Al margen de los problemas interpretativos que ha suscitado la regulación de la fusión apalancada, el diseño normativo suscita algunas dudas sobre la aplicación en la práctica del correspondiente régimen legal. Debe observarse que toda la disciplina descansa sobre la calificación de la operación como fusión posterior a adquisición con endeudamiento que habrán de realizar los administradores de las sociedades implicadas en el proyecto de fusión (artículo 35-1º LME) y en su informe (artículo 35-2º). El juicio de los administradores puede resultar controvertido puesto que recae sobre cuestiones de hecho susceptibles de distintas valoraciones. Así, por ejemplo, en cuanto al elemento intencional que debe cualificar el endeudamiento, que ha de haberse concertado, precisamente, “*para adquirir el control*” o “*para adquirir activos*” (artículo 35, primer inciso).

Sólo a partir de las manifestaciones de los administradores podrá el experto independiente pronunciarse acerca de la “*razonabilidad*” de las indicaciones proporcionadas, así como de la eventual existencia de asistencia financiera. Llama la atención el hecho de que la Ley encomiende al experto la emisión de una opinión sobre este segundo aspecto, atendida la circunstancia de que la asistencia financiera no es un concepto meramente económico o financiero, sino que tiene un contenido jurídico en cuanto presupuesto de aplicación de una prohibición legal<sup>1185</sup>. La Ley no precisa, sin embargo, cuales deban ser las consecuencias de la consideración de la operación como un supuesto de asistencia financiera. A falta de una norma específica (como la prevista en el artículo 67.3 LSC para el caso de aportación no dineraria a una sociedad anónima) no cabe entender que la mera opinión del experto deba paralizar el desarrollo ulterior de la operación, sin perjuicio de que pueda constituir un sólido fundamento para la impugnación, en su caso, de la fusión<sup>1186</sup>.

---

<sup>1184</sup> Véase A. RONCERO SÁNCHEZ, *Fusión posterior.....*, pp. 733 y 734 y E. HERNÁNDEZ SAINZ, *ob. cit.*, pp. 510 a 512; V. M. GARRIDO PALMA, *Fusión*, en V. M. GARRIDO PALMA, R. ANSÓN PEIRONCELY y J. BANACLOCHE PÉREZ, *ob. cit.*, p. 103.

<sup>1185</sup> Ramón GIRBAU PEDRAGOSA, *Cuestiones sobre la fusión societaria en la Ley de modificaciones estructurales* RdS nº 33 (2009), p. 366, A. RONCERO SÁNCHEZ, *Fusión posterior.....*, p. 757. Una opinión más matizada sostiene E. HERNÁNDEZ SAINZ, *ob. cit.*, p. 531, quien estima que no se exige al experto si la fusión infringe o no la prohibición de asistencia financiera para la adquisición de las propias acciones o participaciones, valoración que escaparía generalmente al alcance de su competencia, sino tanto sólo si existe asistencia financiera desde una perspectiva económico-financiera.

<sup>1186</sup> En este sentido, E. HERNÁNDEZ SAINZ, *ob. cit.*, p. 506 y V. M. GARRIDO PALMA, *Fusión*, en V. M. GARRIDO PALMA, R. ANSÓN PEIRONCELY y J. BANACLOCHE PÉREZ, *ob. cit.*, p. 103.

En la fase de ejecución, sólo a partir de la consideración de la misma como fusión apalancada en el proyecto de fusión podrá el Registrador Mercantil valorar el cumplimiento de los específicos requisitos legales en el proceso de inscripción. En su defecto, carecerá de todo indicio de la existencia de endeudamiento previo en la absorbente y la inscripción se practicará con sujeción al régimen general. El único mecanismo de enforcement estaría constituido por la eventual impugnación de la fusión en sede judicial. Hay que entender que en este caso sería posible la impugnación de la fusión inscrita por no “haberse realizado de conformidad con las previsiones de esta Ley” (artículo 47.1, primer inciso LME). No obstante, el plazo para el ejercicio de la acción queda sometido a un plazo extraordinariamente breve, puesto que “caduca a los tres meses, contados desde la fecha en que la fusión fuera oponible a quien invoca la nulidad” (artículo 47.2 LME). Es decir, desde la publicación en el BORME del extracto de la inscripción (de conformidad con el régimen general del artículo 21 C. Com.)<sup>1187</sup>.

## 4.4. La pérdida del capital

### 4.4.1. El concurso y la pérdida de capital

La introducción de una legislación concursal de nueva planta necesariamente debía proyectarse sobre las reglas relativas a la pérdida del capital y el tratamiento de las situaciones de insolvencia de las sociedades anónimas y de responsabilidad limitada. La Ley 22/2003, de 9 de julio, concursal, modificó el TRLSA y la LSRL con la finalidad de atribuir a la solicitud de declaración de concurso la condición de mecanismo alternativo de cumplimiento de los deberes de los administradores impuestos en presencia de la causa de disolución por pérdidas (artículos 260.1,4º TRLSA, 104.1,e LSRL; hoy artículo 363.1,d LSC)<sup>1188</sup>. De esta forma, aun cuando se hubiera perdido más de la mitad del capital, los administradores podrán solicitar la declaración de concurso, siempre que la sociedad sea insolvente. Asimismo, cualquier accionista podrá requerir de los administradores la convocatoria de la Junta si, a su juicio, concurre esta última circunstancia (artículos 262.2 TRLSA, 105.1 LSRL y 363 LSC). La responsabilidad de los administradores se extiende a los supuestos en los que, si procediere, no solicitaren el concurso de la sociedad (artículo 262.5 TRLSA, 105.2 LSRL y 367.1 LSC)<sup>1189</sup>. Se trata de una solución

---

<sup>1187</sup> Sobre los problemas que plantea la impugnación de la fusión inscrita, véase Luis FERNÁNDEZ DEL POZO, *La fase de ejecución (Escritura pública e inscripción en el Registro. Impugnación)* en VV.AA. *Modificaciones estructurales.....*, pp. 686 a 696.

<sup>1188</sup> Emilio BELTRÁN, *La responsabilidad de los administradores por las deudas sociales*, en Angel Rojo y Emilio BELTRÁN (Dir.), *La responsabilidad de los administradores de las sociedades mercantiles*, Valencia (2009), p. 244.

<sup>1189</sup> E. BELTRÁN, *Reforma....*, p. 3243 y 3244.

razonable: si la sociedad ya es insolvente, carece de sentido activar un mecanismo legal cuya finalidad es, precisamente, la de evitar que pueda llegar a alcanzar este estado, anticipando la liquidación de la empresa deficitaria. Por el contrario, parece razonable que, llegados a este punto, las medidas societarias (la remoción de la causa o la disolución) dejen paso a las concursales<sup>1190</sup>.

A su vez, la declaración de concurso no constituye, por sí sola, causa de disolución de la sociedad. Esta se producirá, en su caso, con la apertura de la fase de liquidación (artículos 260.2 TRLSA, 104.2 LSRL, 361 LSC y 145.3 LC). La nueva redacción de los preceptos citados ha generado algunas dudas en cuanto al órgano competente en las sociedades de capital para la solicitud de la declaración de concurso (que no han resuelto tampoco los artículos 363, 365 y 366 LSC). El tenor literal de los mismos parece trasladar esta competencia del órgano de administración a la junta general, por asimilación a lo previsto para la disolución de la sociedad. No obstante, debe rechazarse esta interpretación. La regla de atribución de la competencia a administradores y liquidadores no encuentra -en su sede natural (el artículo 3.1,II LC)- excepción alguna. Hay que entender, por tanto, que se trata de una competencia concurrente. La función de los preceptos reseñados es, propiamente, la de delimitar el riguroso régimen de responsabilidad de los administradores, con el fin de que éstos no quedan sujetos al mismo cuando opten por solicitar la declaración de concurso en lugar de promover las medidas de saneamiento<sup>1191</sup>.

La Ley concursal ha planteado, además, un problema de carácter sistemático en relación a las sociedades de capital. El de la concurrencia de los diversos regímenes de responsabilidad de los administradores frente a los acreedores que contempla nuestro sistema legal: el establecido con carácter general (artículos 236 a 241 LSC), el que se vincula específicamente a la pérdida del capital (artículo 367 LSC), y el que es posible exigir en sede concursal, si la sección de calificación hubiese sido formada o reabierta como consecuencia de apertura de la fase de liquidación, el concurso se califica como culpable y el producto de la liquidación es insuficiente para atender al pago de la totalidad de los créditos concursales (artículo 172.3 LC)<sup>1192</sup> <sup>1193</sup>. La superposición de todos

---

<sup>1190</sup> E. BELTRÁN, *Reforma...*, p. 3252, y *La responsabilidad...*, p. 248.

<sup>1191</sup> Ángel ROJO, *Legitimación (artículo 3)*, en A. ROJO y E. BELTRÁN, *Comentario...*, Tomo I, pp. 203 y 204, y E. BELTRÁN, *Reforma...*, pp. 3253 y 3254; F. CERDA ALBERO, *La insolvencia...*, pp. 972 a 976.

<sup>1192</sup> La vigente Ley Concursal faculta a los administradores concursales, “sin necesidad de previo acuerdo de la junta o asamblea de socios”, para “el ejercicio de las acciones de responsabilidad que, conforme a lo previsto en otras leyes, asistan a la persona jurídica administradora contra sus administradores, auditores o liquidadores” (artículo 48.2). El precepto se refiere, no obstante, a la acción social de responsabilidad (es decir, la que se ejercita en beneficio del patrimonio social, de conformidad con 238, 239 y 240 LSC). El supuesto que estamos analizando se refiere, por el contrario, a las acciones individuales que (en beneficio propio) corresponden a los acreedores frente a los administradores o liquidadores de las sociedades de capital, cuyo ejercicio la Ley Concursal no condiciona ni limita, dado que no afectan al patrimonio de la sociedad concursada. Al respecto, E. BELTRÁN, *La*

ellos resulta extraordinariamente frecuente en la práctica. La exigencia de responsabilidad a los administradores está estrechamente vinculada a la insolvencia de la sociedad, y en la mayoría de los casos las acciones previstas en la legislación societaria sólo se ejercitan una vez constatada aquella. En ocasiones, por tratarse de la única vía practicable para obtener la satisfacción de determinadas deudas<sup>1194</sup>.

Se hace muy difícil conciliar el régimen de responsabilidad societario (en particular, el derivado del artículo 367 LSC) y el concursal (fundamentado en el artículo 173.2 LC), en razón de la distinta naturaleza que el Tribunal Supremo ha atribuido a uno y otro. La jurisprudencia de la Sala Primera del Tribunal Supremo se refiere de manera constante a la naturaleza “*objetiva o cuasi-objetiva*” de la responsabilidad de los administradores por no haber promovido oportunamente la disolución de las sociedades de capital. Es decir, que se configura como una responsabilidad derivada de un hecho objetivo, al margen de la culpa o negligencia en que hubiera podido incurrir el administrador (entre otras muchas, STS de 28 de abril de 2006)<sup>1195</sup>. En cambio, en una reciente decisión, la responsabilidad por el déficit concursal ha sido definida como una responsabilidad por culpa y por faño (STS de 23 de febrero de 2011, fundamento de derecho 7º; con ello el Tribunal Supremo acoge una tesis sostenida con anterioridad por algunas Audiencias Provinciales, al respecto cabe destacar el Auto de la Audiencia de Barcelona [Sección 15ª] de 6 de febrero de 2006).

En todo caso, la existencia de una vía específica para la exigencia de responsabilidad en sede concursal puede explicar (al menos parcialmente) la modificación del esquema legal llevada a cabo por la Ley 19/2005. Esta última ha suavizado de forma significativa el riguroso régimen que se imponía a los administradores en caso de pérdida del capital. La responsabilidad solidaria de

---

*responsabilidad....*, p. 249, y, en la misma obra colectiva, José Antonio GARCIA CRUCES, *La responsabilidad concursal*, p. 300.

<sup>1193</sup> No obstante lo anterior, en el momento de redactar se encuentra en trámite de discusión parlamentaria un proyecto de Ley de modificación de la Ley Concursal, en el que se contempla la introducción de un nuevo artículo 51bis.1. De acuerdo con esta disposición, la declaración de concurso determinaría la suspensión de los procedimientos iniciados con anterioridad en los que se hayan ejercitado acciones de responsabilidad contra los administradores sociales en razón del incumplimiento del deber de promover oportunamente la disolución de la sociedad.

<sup>1194</sup> José María MUÑOZ PLANAS y José María MUÑOZ PAREDES, *Repercusiones del concurso de la sociedad sobre la responsabilidad de los administradores*, RDM, nº 250 (2003), p. 1343, y E. BELTRÁN, *La responsabilidad....*, p. 249.

<sup>1195</sup> Esta sentencia se pronuncia con especial claridad en relación a esta forma de responsabilidad de los administradores, al indicar que “*la jurisprudencia de esta sala ha ido configurando como objetiva o cuasi objetiva*”, puesto que “*no requiere una estricta relación de causalidad entre el daño y el comportamiento concreto del administrador, ni lo que se ha denominado un “reproche culpabilístico” que hubiera que añadir a la constatación de que no ha habido promoción de la liquidación mediante convocatoria de la junta o solicitud judicial, en su caso (o, después de la reforma operada por la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal, solicitud de declaración de concurso), ni una negligencia distinta de la prevista en el propio precepto del artículo 265.5 LSA...*”. En la misma línea las SS. de la Sala Primera del Tribunal Supremo de 20 de noviembre de 2008, 14 de mayo y 1 de junio de 2009, 12 de marzo, 30 de junio y 27 de septiembre de 2010 y 23 de febrero de 2011.

éstos sólo se extiende ahora a las *“obligaciones sociales posteriores al acaecimiento de la causa legal de disolución”*, o al transcurso del plazo de dos meses concedido a los administradores para solicitar la disolución judicial o la declaración de concurso (y así ha sido finalmente recogido en el artículo 367 LSC).

#### **4.4.2. Las cuentas anuales y la pérdida de capital**

El Real Decreto Ley 10/2008, de 12 de diciembre, ha acudido a una técnica contable para modular la aplicación de dos de las piezas que integran el estatuto del capital, como son las relativas a la reducción de capital obligatoria y a la disolución por pérdidas. A *“los solos efectos”* de la aplicación de las respectivas disposiciones legales, *“no se computarán las pérdidas por deterioro reconocidas en las cuentas anuales derivadas el Inmovilizado Material, las Inversiones Inmobiliarias y las Existencias”* (Disposición adicional.1). Se contempla como una medida provisional, *“de aplicación excepcional en los dos ejercicios sociales que se cierran a partir de la entrada en vigor”* del Real Decreto Ley (Disposición adicional.2)<sup>1196</sup>. Con esta peculiar disposición se trata de evitar la liquidación inmediata de un gran número de sociedades que se han visto afectadas por una drástica disminución del valor de mercado de determinados activos (especialmente, los de naturaleza inmobiliaria). Estas medidas se adoptan sin *“alteración del correspondiente régimen contable”* (Exposición de Motivos, VI, último inciso). Es decir, que las correspondientes correcciones de valor por deterioro (artículo 38,c, primer párrafo, C. Com.) deberán reflejarse en las cuentas anuales, aun cuando las eventuales pérdidas no colocarán a la compañía en una situación de disolución obligatoria.

El régimen anterior no determina un incumplimiento de lo previsto en la Directiva 77/91/CEE, que, como vimos, deja en libertad a las legislaciones nacionales para determinar si la pérdida grave del capital debe conducir o no la disolución de la sociedad (artículo 17). Mas dudoso es el tema de la necesaria celebración de una junta general cuando las pérdidas superen la mitad del capital social (tal como exige la norma comunitaria para las sociedades anónimas). El RDL 10/2008 no se pronuncia de forma expresa sobre este punto. No obstante, aun interpretado en el sentido de que, efectivamente, ha dispensado de la celebración de la junta, no por ello se habría infringido necesariamente la norma comunitaria. La Directiva no contiene previsión alguna sobre los criterios que han de tomarse en consideración para determinar la existencia de las pérdidas y este es, precisamente, el aspecto sobre el que se ha proyectado la actuación del legislador español.

---

<sup>1196</sup> El RDL 10/2008 entró en vigor el 13 de diciembre de 2008, por lo que la medida se extendía a los ejercicios sociales cerrados con anterioridad al 13 de diciembre de 2010. El Real Decreto Ley 2/2010, de 31 de marzo, ha renovado a su vez, *“sin solución de continuidad y a todos los efectos legales”*, lo dispuesto en el apartado 1 de la DA única de aquél, *“durante los dos ejercicios sociales que se cierran a partir de la entrada en vigo del presente Real-Decreto Ley”* (artículo 1). Es decir, los cerrados con anterioridad al 1 de abril de 2012.



# CONCLUSIONES: PRESENTE Y FUTURO DEL CAPITAL SOCIAL

## 1. El presente

El régimen del capital social desempeñó históricamente un papel clave en el origen y la evolución de la sociedad anónima. A través de la regla de la irrevocabilidad de las aportaciones se preservaba la integridad del fondo de explotación. La dotación de un capital estable y permanente significaba que la recuperación de la inversión debía realizarse mediante la negociación de las acciones y no a través de una contrapartida satisfecha por la propia sociedad. La función del capital durante una buena parte de la evolución de las compañías por acciones se desarrollaba en el ámbito interno y organizativo de la sociedad. Este esquema responde a una situación en la que las aportaciones de los socios se conciben como el principal mecanismo de financiación de las sociedades anónimas. A finales del siglo XIX y principios del XX, a través de un lento proceso de racionalización, se le asigna al capital una función adicional de protección de los acreedores como cifra de retención de valores en el activo. Esta idea se difunde en las primeras décadas del siglo pasado en las legislaciones de la Europa continental y en la jurisprudencia británica y acabará afirmándose en la Directiva 77/91/CEE, cuyo esquema básico no ha sido alterado en la reforma llevada a cabo por la Directiva 2006/68/CE

En los Estados Unidos se ha producido, por el contrario, una evolución divergente: la figura del capital, que tuvo un cierto papel en la práctica norteamericana del siglo XIX, prácticamente ha desaparecido en este país durante el siglo XX. En Europa existe a día de hoy una intensa discusión acerca de las ventajas de la vieja figura del capital social, que se enmarca dentro de un ámbito más amplio, puesto que remite a los elementos configuradores del sistema de derecho de sociedades. La posición que se adopte en relación al estatuto del capital está relacionado con la propia extensión que deba reconocerse a la legislación societaria. El capital puede llegar a valorarse como una pieza superflua si se estima que en la legislación societaria debe prevalecer el principio dispositivo, por consistir fundamentalmente en un catálogo de estructuras y técnicas organizativas encaminadas a regular las relaciones entre los socios, remitiendo la protección de los acreedores a lo que pueda resultar de la legislación concursal, o a las fuerzas del mercado.

No cabe duda de que la progresiva complejidad de las relaciones económicas impone exigencias crecientes al Derecho de sociedades. Junto con un necesario mínimo imperativo, se hace necesario cada vez un mayor grado de flexibilidad que permita a los interesados adecuar las estipulaciones del contrato social a sus particulares necesidades. En este estado de cosas no

cabe duda de que la vieja disciplina del capital social debe sufrir un proceso de puesta al día a través de su progresiva adecuación a una realidad en la que las sociedades están cada vez más influidas por el mercado. Existen una serie de razones que justifican un enfoque evolutivo frente a la propuesta más radical que consistiría directamente en la supresión del capital.

En primer lugar, parece una conclusión evidente la de que el capital social desempeña una función modesta en la articulación de las relaciones entre socios y acreedores (y así lo pone de relieve el análisis de la conflictividad relacionada con el capital social que hemos examinado en el Capítulo VI). En el ámbito de las sociedades abiertas que acuden directamente al mercado de capitales, en razón de la progresiva utilización de mecanismos de protección de carácter convencional por los acreedores. En las sociedades cerradas, por la necesidad material en que se encuentran los socios de aportar garantías personales para acceder al crédito. No obstante, aun cuando el capital desempeñe un papel limitado en el ámbito de las relaciones entre socios y acreedores, su función no es del todo desdeñable. En todo caso refuerza la aplicación efectiva de otros mecanismos de protección, por ejemplo, a los efectos de las atribuciones patrimoniales encubiertas o de la valoración de la actuación de los administradores en situaciones próximas a la insolvencia.

En segundo término, la supuesta rigidez atribuida a la disciplina del capital depende de la exacta configuración de la misma en cada una de las legislaciones nacionales. La Directiva 77/91/CEE ofrece más posibilidades de adecuación y simplificación de las que en la discusión se le ha querido reconocer, en particular, tras la reforma introducida por la Directiva 2006/68/CE. La normativa comunitaria en ocasiones se limita a establecer un marco general muy flexible. Así sucede en relación al régimen de la adquisición de acciones propias, que tras la modificación del año 2006 permite configurar las sociedades anónimas como verdaderas sociedades de capital variable. Asimismo es notable la flexibilización que ha sufrido el tratamiento de la asistencia financiera (aun cuando el legislador español no haya hecho uso de estas posibilidades). En otros casos, la Directiva se limita a dejar en manos de las legislaciones nacionales la decisión sobre la configuración última de la institución, como sucede en el caso de la pérdida del capital. Finalmente, la figura de que se trate vendrá condicionada por el concreto mecanismo de *enforcement* adoptado en la normativa interna, como sucede en la facultad de oponerse a la restitución de las aportaciones que se reconoce a los acreedores. El coste para las empresas es completamente diferente en razón de si es necesario o no entablar un procedimiento judicial para hacer efectiva la atribución patrimonial a los socios. Por otra parte, la disciplina del capital ha mostrado una razonable capacidad de adaptación a las nuevas exigencias de la realidad económica y se ha buscado encaje a las nuevas figuras, tales como supuestos especiales de ejercicio del derecho de preferencia (aumentos mixtos) o la posibilidad de abonar un dividendo en metálico o mediante la entrega de acciones a discreción del socio.

En tercer lugar, el debate sobre la posible supresión del capital social tiende a omitir el hecho de que éste ocupa un papel muy relevante en el ámbito de la definición de la posición jurídica del socio en las sociedades de capital. Se trata

de un mecanismo de organizar las relaciones internas casi intuitivo y fácil de comprender y administrar. Sin duda, mucho menos complejo que los pactos que pueden darse en el ámbito de una sociedad estrictamente personalista. No siempre es posible separar con claridad los aspectos interno y externo del capital y algunas innovaciones que pudieran proponerse (por ejemplo, las acciones o participaciones sin valor nominal) no afectan exclusivamente a la organización financiera de las sociedades de capital, sino también, de forma determinante, al estatuto del socio. La eventual supresión del actual régimen del capital social tendría consecuencia que van más allá del marco de relaciones entre socios y acreedores.

Finalmente, el debate en torno a la utilidad del capital se ha desarrollado por referencia a un determinado tipo de sociedades: las que acceden directamente al mercado de capitales en busca de financiación. Sin embargo, el Derecho de sociedades, al menos en nuestro país, debe contemplar una mayor variedad de supuestos. Aun reconociendo las ventajas de facilitar el acceso a la financiación directa (como mecanismo de favorecer la aparición de nuevos operadores e incrementar la innovación), no parece descabellado mantener la estructura general del capital con las necesarias adaptaciones donde sea necesario. En definitiva, ésta es la evolución que ha seguido nuestro derecho con la progresiva sujeción de las sociedades cotizadas a un régimen especial, en el que desde el punto de vista de la doctrina del capital han aparecido peculiaridades de cierta significación, tales como la posibilidad de programas de entrega de acciones como retribución de administradores y directivos o en relación al derecho de suscripción preferente.

Parece aconsejable, no obstante, la introducción de algunos elementos de flexibilización del sistema legal que se extiendan a todas las formas de sociedad de capital. No deja de ser sorprendente que el legislador español no haya hecho uso de las posibilidades de flexibilización del régimen de la asistencia financiera que ofrece la normativa comunitaria desde la reforma de la Segunda Directiva en el año 2006. Al margen de este punto concreto cabe identificar dos áreas en las que puede resultar necesaria la intervención del legislador en un futuro no muy lejano: el capital mínimo y el régimen de las aportaciones en las sociedades limitadas, así como el tratamiento de la pérdida del capital.

## **2. El futuro: dos propuestas de reforma legislativa**

### **2.1. La flexibilización de las aportaciones en la sociedad de responsabilidad limitada**

La opción del legislador español en relación al capital mínimo en la sociedad de responsabilidad limitada (que ha devenido la forma social mayoritaria) parece a día de hoy muy poco satisfactoria. La cifra de tres mil euros no representa garantía efectiva alguna para los acreedores, pero puede resultar un obstáculo de cierta consideración en el momento en que da comienzo la andadura de

explotaciones de reducida dimensión. Por otra parte, la necesidad de acreditar la realidad de las aportaciones complica el proceso constitutivo de las sociedades mercantiles, cuando el legislador ha adoptado como criterio rector de política legislativa el de la simplificación de trámites (así, recientemente, en el Real Decreto Ley 13/2010, de 13 de diciembre).

Sin alterar el esquema general de la Ley, la situación podría reconducirse a través de una flexibilización de los requisitos de integración de capital mediante medidas inspiradas en figuras similares adoptadas en países de nuestro entorno. En particular, se ha tenido en cuenta lo establecido en la Ley belga de 12 de enero de 2010 por la que se regula la “*société privée à responsabilité limitée “Starter”*” y lo previsto en la Ley alemana de 23 de octubre de 2008 por la que se crea la “*Unternehmersgesellschaft (haftungsbeschränkt)*” o “*Mini-GmbH*”. El hecho de que la Directiva 77/91/CEE se aplique exclusivamente a las sociedades anónimas excluye cualquier tipo de conflicto con la normativa comunitaria. De la misma forma, se trataría de una medida preventiva encaminada a evitar la huida de las sociedades de pequeño tamaño a otras jurisdicciones con requisitos más flexibles de constitución (por ejemplo, el Reino Unido, donde la CA 2006 no contiene ningún requisito relativo al capital social para las “*private companies*”).

Estos objetivos se podrían conseguir mediante la creación de un subtipo de la sociedad de responsabilidad limitada, en el que la protección de terceros se instrumenta a través de por las obligaciones de identificación de la particularidad del subtipo en la propia denominación y en un deber específico de capitalización que se proyecta sobre la dotación de reserva legal y el régimen de atribuciones patrimoniales a socios y administradores. Estos deberes se mantienen en tanto la sociedad no alcance voluntariamente la cifra del capital legal mínimo. De esta forma, tales obligaciones constituyen un importante incentivo para que la sociedad alcance ese mínimo legal en breve tiempo o se liquide.

## 2.2. El contenido de la propuesta

Se trataría de dar una nueva redacción a los artículos 5, 23 y 303 del Real Decreto legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital (en cursiva, la nueva redacción propuesta).

### **ARTÍCULO 5. *Prohibición de capital inferior al mínimo legal.***

1. No se autorizarán escrituras de constitución de sociedad de capital que tengan una cifra de capital social inferior al legalmente establecido, ni escrituras de modificación del capital social que lo dejen reducido por debajo de dicha cifra, salvo que sea consecuencia del cumplimiento de una ley.

2. No obstante lo establecido en el apartado anterior, podrán constituirse sociedades de responsabilidad limitada con una cifra de capital social inferior al mínimo legal.

3. Mientras no se alcance la cifra de capital social mínimo fijada en la Ley:

a) La sociedad deberá hacer constar en su denominación la indicación “Sociedad de Responsabilidad Limitada de Formación Sucesiva”, “Sociedad Limitada de Formación Sucesiva” o sus abreviaturas “S.R.L.F.S” o “S.L.F.S”:

b) Deberá destinarse a la reserva legal una cifra de, al menos, el 20 por ciento del beneficio del ejercicio sin límite de cuantía.

c) Una vez cubiertas las atenciones legales o estatutarias, sólo podrán repartirse dividendos a los socios si el valor del patrimonio neto no es o, a consecuencia del reparto, no resultare inferior al capital legal mínimo.

d) La suma anual de las retribuciones satisfechas a los socios y administradores por cualquier servicio prestado a la sociedad no podrá exceder del 20 por ciento del patrimonio neto del correspondiente ejercicio.

5. En caso de liquidación, voluntaria o forzosa, si el patrimonio de la sociedad fuera insuficiente para atender al pago de sus obligaciones, los socios y los administradores de la sociedad responderán solidariamente del desembolso de la cifra de capital mínimo establecida en la Ley.

### **ARTÍCULO 23. Estatutos sociales.**

En los estatutos que han de regir el funcionamiento de las sociedades de capital se hará constar:

(...)

d) El capital social, las participaciones o las acciones en que se divida, su valor nominal y su numeración correlativa.

Si la sociedad fuera de responsabilidad limitada expresará el número de participaciones en que se divida el capital social, el valor nominal de las mismas, su numeración correlativa y, si fueran desiguales, los derechos que cada una atribuya a los socios y la cuantía o la extensión de éstos. *En tanto la cifra de capital sea inferior al mínimo fijado en la Ley, los estatutos contendrán una expresa declaración de sujeción de la sociedad al régimen de las “sociedades de responsabilidad limitada de formación sucesiva”. Los registradores mercantiles harán constar, de oficio, esta circunstancia en las notas de despacho de cualquier documento inscribible relativo a la sociedad, así como en las certificaciones que expidan.*

Si la sociedad fuera anónima expresará las clases de acciones y las series, en caso de que existieran; la parte del valor nominal 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.

### **ARTÍCULO 303. *Aumento con cargo a reservas.***

1. Cuando el aumento del capital se haga con cargo a reservas, podrán utilizarse para tal fin las reservas disponibles, las reservas por prima de asunción de participaciones sociales o de emisión de acciones y la reserva legal en su totalidad, si la sociedad fuera de responsabilidad limitada, o en la parte que exceda del diez por ciento del capital ya aumentado, si la sociedad fuera anónima.

2. A la operación deberá servir de base un balance aprobado por la junta general referido a una fecha comprendida dentro de los seis meses inmediatamente anteriores al acuerdo de aumento del capital, verificado por el auditor de cuentas de la sociedad, o por un auditor nombrado por el Registro Mercantil a solicitud de los administradores, si la sociedad no estuviera obligada a verificación contable. *No será necesaria la intervención del auditor cuando el aumento de capital se realice con cargo a la reserva legal y la cuantía del mismo se limite a la que resulte necesaria para integrar el capital mínimo en las sociedades de responsabilidad limitada de formación sucesiva. En este caso, el acuerdo social podrá inscribirse en el Registro Mercantil en virtud de certificación expedida por los administradores con las firmas legitimadas notarialmente.*

## **2.3. La pérdida del capital**

La situación creada por el Real Decreto Ley 10/2008 de 12 de diciembre conduce de forma inexorable a una flexibilización del régimen legal. A tal efecto se propone sustituir la disolución obligatoria como consecuencia de la pérdida del capital por un régimen específico de publicidad. El RDL 10/2008 plantea el problema de toda norma dictada en circunstancias excepcionales, que no es otro que el de la difícil vuelta a la normalidad. El plazo de aplicación del RDL 10/2008 ya ha sido prorrogado en una ocasión y no aparece en el horizonte una opción distinta que la de sucesivas prórrogas con el fin de evitar la disolución de un elevado número de sociedades de capital.

Por este motivo se propone mantener la causa de disolución sólo cuando así lo prevean los estatutos sociales. De esta forma la figura se reconduce al ámbito de las relaciones internas, como medida de protección de los socios. Se trata de que ellos mismos determinen si ante la circunstancia de una pérdida grave

del capital desean continuar soportando el riesgo empresarial u optar por la liquidación en un momento en el que todavía es posible obtener el reembolso de una parte de la inversión.

El cese de la actividad de la sociedad queda sometida, como el de cualquier otro empresario, al régimen general de la Ley Concursal, deslindándose completamente el régimen concursal del tratamiento de la pérdida del capital. Como mecanismo de protección de terceros se impone la constancia de la pérdida grave del capital en el Registro Mercantil, circunstancia que es de prever también constituirá un cierto estímulo para llevar a cabo un proceso de recapitalización. El incumplimiento de esta obligación debería sancionarse con una responsabilidad equivalente a la que existe en la actualidad.

## 2.4. El contenido de la propuesta

### **ARTÍCULO 363. Causas de disolución.**

1. La sociedad de capital deberá disolverse:

(...)

*d) Por pérdidas que dejen reducido el patrimonio neto a una cantidad inferior a la mitad del capital social, cuando así lo hayan previsto expresamente los estatutos sociales, a no ser que éste se aumente o se reduzca en la medida suficiente, y siempre que no sea procedente solicitar la declaración de concurso. Cuando la sociedad no deba disolverse, los administradores harán constar en el Registro Mercantil la circunstancia de haber quedado reducido el patrimonio neto a una cantidad inferior a la mitad del capital social.*

### **Artículo 365. Deber de convocatoria.**

*1. Los administradores deberán convocar la junta general en el plazo de dos meses para que adopte el acuerdo de disolución. Cualquier socio podrá solicitar de los administradores la convocatoria si, a su juicio, concurriera alguna causa de disolución.*

2. La junta general podrá adoptar el acuerdo de disolución o, si constare en el orden del día, aquél o aquéllos que sean necesarios para la remoción de la causa.

*3. En todo caso, los administradores también convocarán inmediatamente la junta general de socios, en caso de pérdidas que dejen reducido el patrimonio neto a una cantidad inferior a la mitad de la cifra estatutaria de capital social, a fin de informar a los socios de esta circunstancia, con independencia de que proceda o no la disolución de la sociedad.*

### **Artículo 367. Responsabilidad solidaria de los administradores.**

1. Responderán solidariamente de las obligaciones sociales posteriores al acaecimiento de la causa legal de disolución los administradores que incumplan la obligación de convocar en el plazo de dos meses la junta general para que adopte, en su caso, *el acuerdo de disolución, así como los administradores que no soliciten la disolución judicial* en el plazo de dos meses a contar desde la fecha prevista para la celebración de la junta, cuando ésta no se haya constituido, o desde el día de la junta, cuando el acuerdo hubiera sido contrario a la disolución.

2. En estos casos las obligaciones sociales reclamadas se presumirán de fecha posterior al acaecimiento de la causa legal de disolución de la sociedad, salvo que los administradores acrediten que son de fecha anterior.

3. *La misma responsabilidad alcanzará a los administradores que, en el plazo de dos meses desde que tuvieran conocimiento de esta circunstancia, no hubieran hecho constar en el Registro Mercantil la circunstancia de haber quedado reducido el patrimonio neto a una cantidad inferior a la mitad del capital social, cuando la sociedad no deba disolverse en razón de pérdidas.*

## BIBLIOGRAFÍA

Victoria ABELLÁN y Blanca VILÁ (dir.), *Lecciones de Derecho Comunitario Europeo*, Barcelona (2008).

Derek H. ALDCROFT, *The European Economy 1914-2000*, Nueva York (2001).

Pedro ALEMÁN LAÍN, *Función del valor nominal en las acciones. Una aproximación desde el Derecho Norteamericano*, Madrid (2003).

Francisco José ALONSO ESPINOSA, *Asociación y derechos de los obligacionistas*, Barcelona (1988).

Francisco José ALONSO ESPINOSA, *Modificación de estatutos y aumento y reducción del capital social*, CDC, nº 8 (1990).

Carmen ALONSO LEDESMA, *Algunas consideraciones sobre el juego de la cláusula del interés social en la supresión o limitación del derecho de suscripción preferente en VV.AA.*, *Derecho Mercantil de la Comunidad Económica Europea. Estudios homenaje a D. José Girón Tena*, Madrid (1991).

Carmen ALONSO LEDESMA, *Ampliación de capital, derecho de asunción preferente de las nuevas participaciones sociales*, RdS nº1 (1994).

Carmen ALONSO LEDESMA, *La supresión del derecho de suscripción preferente en las sociedades anónimas*, Madrid (1995).

Carmen ALONSO LEDESMA, *La reforma de la sociedad cotizada*, RdS, nº 12 (1999).

Carmen ALONSO LEDESMA, "Acciones sin valor nominal", en Carmen ALONSO LEDESMA (dir.), *Diccionario de Derecho de Sociedades*, Madrid (2006).

Carmen ALONSO LEDESMA, *Algunas reflexiones sobre la función (la utilidad) del capital social como técnica de protección de acreedores*, en VV.AA. *Estudios de Derecho de sociedades y Derecho concursal. Libro homenaje al profesor Rafael García Villaverde* (2007).

Alberto ALONSO UREBA, *Participaciones recíprocas: ámbito objetivo y subjetivo de la disciplina*, en *Derecho de sociedades anónimas*, VV.AA., tomo II, volumen 2, Madrid (1994).

Alberto ALONSO UREBA, *El capital como cuestión tipológica*, en Cándido PAZ ARES (coord.), *Tratando de la sociedad de responsabilidad limitada*, Madrid (1997).

Alberto ALONSO UREBA, *La responsabilidad concursal de los administradores de una sociedad de capital en situación concursal*, en Rafael GARCÍA VILLAVARDE, Alberto ALONSO UREBA y Juana PULGAR EZQUERRA (dir.), *Derecho Concursal. Estudio sistemático de la Ley 22/2003 y de la Ley 8/2003, para la reforma concursal*, Madrid (2003).

Faustino ÁLVAREZ DEL MANZANO, *Curso de Derecho Mercantil filosófico, histórico y vigente (español y extranjero)*, Madrid (1903).

Mads ANDENAS y Frank WOOLDRIDGE, *European Comparative Company Law*, Cambridge (2009).

Ricardo de ÁNGEL YAGÚEZ, *La doctrina del levantamiento del velo en la jurisprudencia*, Madrid (2006).

Rafael ANSÓN PEIRONCELY y Víctor Manuel GARRIDO PALMA, *Introducción general. La modificación estructural*, en Víctor Manuel GARRIDO PALMA, Rafael ANSÓN PEIRONCELY y Julio BANACLOCHE PÉREZ, *La reestructuración empresarial y las modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*, Valencia (2010).

Joyce APPLEBY, *The Relentless Revolution: a History of Capitalism*, Nueva York – Londres (2010).

John ARMOUR, *Who Should Make Corporate Law? EC Legislation versus Regulatory Competition* (2005), ECGI – Law Working Paper nº 54/2005

John ARMOUR, *Legal Capital: An Outdated concept?*, en H. EIDENMÜLLER y W. SCHÖN (dir.), *The Law and Economics of Creditor Protection. A Transatlantic Perspective*, The Hague (2008).

John ARMOUR, *Codification and UK Company Law*, Bicentenaire du Code de Commerce 1807-2007, Paris (2008),

John ARMOUR, Henry HANSMANN y Reinier KRAAKMAN, *What is Corporate Law?*, en *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*, VV.AA., Oxford (2009).

Ignacio ARROYO MARTÍNEZ y Francisco MERCADAL VIDAL, *Artículo 4. Capital mínimo*, en Ignacio ARROYO, José Miguel EMBID y Carlos GÓRRIZ (coord.), *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas*, Madrid (2009).

Tulio ASCARELLI, *Principios y problemas de las sociedades anónimas*, México (1951).

Adolfo AURIOLES MARTÍN, *La sociedad unipersonal en la reciente jurisprudencia. A propósito de la sentencia del Tribunal Supremo de 27 de noviembre de 1985*, RDM, nº 179-180 (1986),

Thomas BACHNER, *Creditor protection in Private Companies*, Cambridge (2009).

Blanca BAGO ORIA, *Dividendos encubiertos. El reparto oculto del benéfico en sociedades anónimas y limitadas*, Madrid (2010).

Stephen M. BAINBRIDGE, *Limited Liability Companies: A Primer on Value Creation through Choice of Form* (2000).

Stephen M. BAINBRIDGE, *Abolishing Veil Piercing*, *Journal of Corporation Law*, nº 26 (2001).

Joel BAKAN, *The Corporation. The pathological pursuit of profit and power*, Nueva York (2004).

Alexis BAÑULS GÓMEZ, *La adquisición derivativa de las propias acciones*, Madrid (2006).

Juan BATALLER GRAU, *La disolución*, en Ángel Rojo – Emilio Beltrán (dir.), *Disolución y liquidación de sociedades mercantiles*, Valencia (2009).

Juan BATALLER GRAU, *La simplificación del régimen jurídico de disolución de las sociedades de capital*, en Santiago HIERRO ANIBARRO (dir.), *Simplificar el Derecho de sociedades*, Madrid (2010).

Marco BECHT, Colin MAYER y Hannes F. WAGNER, *Where do Firms Incorporate? Deregulation and the Cost of Entry*, ECGI – Law Working Paper nº 70/2006 y *Journal of Corporate Finance*, Vol. 14, nº 3 (2008).

María Pilar BELLO MARTÍN CRESPO, *Las Directivas como criterio de interpretación del Derecho nacional (especial consideración de la jurisprudencia del Tribunal Supremo en la aplicación de normas de Derecho Mercantil*, Madrid (1999).

Emilio BELTRÁN SÁNCHEZ, *La disolución de la sociedad anónima*, Madrid (1991).

Emilio BELTRÁN SÁNCHEZ, *Las aportaciones*, *Noticias de la Unión Europea*, nº 151 (1997).

Emilio BELTRÁN SÁNCHEZ, *Disolución y liquidación de la sociedad de responsabilidad limitada*, en Cándido PAZ-ARES RODRÍGUEZ (coord.), *Tratando de la sociedad limitada*, Madrid (1997).

Emilio BELTRÁN SÁNCHEZ, *Reforma de la Ley de Sociedades Anónimas (Disposición Final Vigésima) y Reforma de la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada (Disposición Final Vigésimo Primera)*, en Ángel ROJO y Emilio BELTRÁN, *Comentario de la Ley Concursal*, Madrid (2004).

Emilio M. BELTRÁN SÁNCHEZ, *La responsabilidad de los administradores por las deudas sociales*, en Ángel Rojo – Emilio Beltrán (dir.), *La responsabilidad de los administradores*, Valencia (2005).

Emilio BELTRÁN SÁNCHEZ, *La regularidad en el cumplimiento de las obligaciones, el estado de insolvencia y la función del concurso de acreedores*, ADC, nº 11 (2007).

G. A. BENACCHIO, B. PASA y R. VIÑAS (Coordinadores), *Repertorio de Derecho Civil y Mercantil comunitario*, Barcelona (2005).

A. BERLE y G. MEANS, *The Modern Corporation and Private Property*, Nueva York (1932).

Mercedes BERNAL LLORÉNS, *La regulación de las sociedades anónimas y la información contable publicada en la Gaceta de Madrid a mediados del Siglo XIX*, Revista española de financiación y contabilidad, nº 120 (enero-marzo 2004).

Massimo BIONE, *Le azioni*, en *Trattato delle Società per azioni*, G. E. COLOMBO y G.B. PORTALE (dir.), Torino (1991).

Joaquim BISBAL, *Breve comentario a la nueva disciplina contable de las sociedades de capital*, en VV.AA., *Derecho de Sociedades de Responsabilidad Limitada II*, Madrid (1996).

Jesús BLANCO CAMPAÑA, *El derecho contable en España*, Madrid (1983).

Roberto BLANQUER UBEROS, *La disolución, la liquidación y la extinción de la sociedad*, AAMN, nº XXX, vol. I (1991).

Leone BOLAFFIO, Alfredo ROCCO y Cesare VIVANTE, *Derecho Comercial*, Buenos Aires (1950) [*Il Codice di Commercio Commentato*, Torino, 1935].

Carmen BOLDÓ RODA, *Levantamiento del velo y persona jurídica en el derecho privado español*, Pamplona (2006).

Rafael BONARDELL LENZANO y Ricardo CABANAS TREJO, *Artículo 21. Responsabilidad de la realidad y valoración de las aportaciones no dinerarias*, en Ignacio ARROYO y José Miguel EMBID (coord.), *Comentario a la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada*, Madrid (1997).

Rafael BONARDELL LENZANO y Ricardo CABANAS TREJO, *Artículo 38. Aportaciones no dinerarias. Informe del experto*, en I. ARROYO, J. M. EMBID y C. GÓRRIZ, *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas*, Madrid (2009).

Manuel BROSETA PONT y Fernando MARTÍNEZ SANZ, *Manual de Derecho Mercantil*, vol. I, 17ª ed., Madrid (2010).

Antonio BRUNETTI, *Trattato del diritto delle società*, IV, *Società per azioni*, Milán (1948).

Manuel de la CÁMARA, *Estudios de Derecho Mercantil*, Madrid (1977).

Manuel de la CÁMARA, *El capital social en la sociedad anónima, su aumento y reducción*, Madrid (1996).

Rondo CAMERON, *Historia económica mundial. Desde el paleolítico hasta el presente*. Madrid (1994), [*A Concise Economic History of the World: From Paleolithic Times to the Present*, Oxford, 1989].

Gian Franco CAMPOBASSO (dir.), *Armonie e Disarmonie nel Diritto Comunitario delle società di capitali*, Milano (2003).

Luis CARLÓN SÁNCHEZ, *Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada* en Miguel MOTOS y Manuel ALABALADEJO, *Comentario al Código de Comercio y legislación mercantil especial*, Madrid (1984), tomo XXII.

William J. CARMEY, *Limited Liability Companies: Origins and Antecedents*, *University of Colorado Law Review*, nº 66 (1995).

Bruce C. CARRUTHERS, *City of Capital. Politics and Markets in the English Financial Revolution*, Princeton (1996).

María José CASTELLANO RAMÍREZ, *El aumento de capital social*, *Noticias de la Unión Europea*, nº 151 (1997).

María José CASTELLANO RAMÍREZ, en R. URÍA, A. MENÉNDEZ y M. OLIVENCIA, *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, Tomo VII, *Modificación de estatutos en la sociedad anónima, aumento y reducción del capital*, volumen 2º, *El aumento del capital* (2006).

Federico de CASTRO Y BRAVO *La sociedad anónima y la deformación del concepto de persona jurídica*, ADC (1949), trabajo recogido posteriormente en *La persona jurídica*, Madrid (1981).

Adrián CELAYA ULIBARRI, *Capital y sociedad cooperativa*, Madrid (1992).

Fernando CERDÁ ALBERO, *Las cuentas anuales consolidadas*, *Noticias de la Unión Europea*, nº 152 (1997).

Fernando CERDÁ ALBERO, *Administradores, insolvencia y disolución por pérdidas*, Valencia (2000).

Fernando CERDÁ ALBERO e Ignacio SANCHO GARGALLO, *Quiebras y suspensiones de pagos: claves para la reforma concursal*, Barcelona (2001).

Fernando CERDÁ ALBERO, *Responsabilidad civil de los administradores sociales: ¿solos ante el peligro? Un análisis jurisprudencial (1990-2000)*, InDret nº 1 (2001), Working Paper nº 38 (<http://www.indret.com>).

Fernando CERDÁ ALBERO, en Pablo SALVADOR CODERCH, Fernando CERDÁ ALBERO, Juan Antonio RUIZ GARCÍA, José PIÑEIRO SALGUERO y Antoni RUBÍ PUIG, *Derecho de daños y responsabilidad ilimitada en las sociedades de capital. En torno a "Meyer v. Holley et. al." (537 U.S. 280 (2003))*, InDret nº 3 (2003), Working Paper n. 145 (<http://www.indret.com>). [= *Shareholder Liability for Corporate Torts. Considering "Meyer v. Holley et. al." (537 U.S. 280 [2003])*], Zeitschrift für Europäisches Privatrecht (ZEuP) nº 3 (2004)].

Fernando CERDÁ ALBERO, *El presupuesto objetivo del concurso*, Revista Jurídica de Catalunya nº 4 (2004), monográfico "La Ley Concursal".

Fernando CERDÁ ALBERO, *La insolvencia: presupuesto objetivo del concurso*, en *Estudios sobre la Ley Concursal. Libro homenaje a Manuel Olivencia*, tomo I, Madrid (2005).

Damian CHALMERS, Gereth DAVIES y Giorgio MONTI, *European Union Law*, Cambridge (2010).

M<sup>a</sup> de la Concepción CHAMORRO DOMÍNGUEZ, *La introducción en Alemania de la Unternehmergeellschaft (haftungsbeschränkt) - UG (haftungsbeschränkt) o Mini-GmbH*, RdS nº 32 (2009).

Edward CHANCELLOR, *Sálvese quien pueda. Una historia de la especulación financiera*, Buenos Aires (2000) [*Devil Take the Hindmost: A History of Financial Speculation*, Londres (1999)].

Brian R. CHEFFINS, *Corporate Ownership and Control*, Oxford (2008).

Giovanni E. COLOMBO, *Il bilancio d'esercizio*, en G. E. COLOMBO y G. B. PORTALE, *Trattato delle società per azioni*, Tomo 7 (1) *Bilancio d'esercizio e consolidato*, Torino (1991).

Luis Javier CORTÉS, *Funciones de la Sociedad Anónima: legislación y práctica española*, Bolonia (1985).

Pierre-Henri CONAC, *The French and Dutch East India Companies in comparative legal perspective*, en Ella GEPKEN-JAGER, Gerard VAN SOLINGE y LEVINIUS TIMMERMAN, en *VOC 1602-2002, 400 Years of Company Law*, Nimega (2005).

Maurice COZIAN, Alain VIANDIER Y Florence DEBOOISSY, *Droit des Sociétés*, París (2008).

Angel CRISTÓBAL MONTES, *La administración delegada de la sociedad anónima*, Pamplona (1977).

José María de la CUESTA RUTE, *Aumento y reducción del capital social*, en Á. ROJO (dir.) *La Reforma de la Ley de Sociedades Anónimas*, Madrid (1987).

James DAMMANN y Matthias SCHUNDEIN, *Where are Limited Liability Companies Formed? An Empirical Analysis*, University of Texas Law and Economics Research Paper nº 126 (2008).

Paul L. DAVIES, *Introduction to Company Law*, Oxford (2002).

Paul L. DAVIES, *Gower and Davies' Principles of Modern Company Law*, Londres (2008).

Paul DAVIS, *Directors' Creditor-Regarding Duties in the Vicinity of Insolvency*, en H. EIDENMÜLLER y W. SCHÖN (dir.), *The Law and Economics of Creditor Protection. A Transatlantic Perspective*, The Hague (2008).

Paul DAVIS, Luca ENRIQUES, Gerard HERTIG, Klaus HOPT y Reinier KRAAKMAN, *Beyond the anatomy* en *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*, VV.AA., Oxford (2009).

José Miguel DELGADO BARRADO, *Reformismo borbónico y compañías privilegiadas para el comercio americano (1700-1756)*, en Agustín GUIMERÁ (dir.) *El reformismo borbónico: una visión interdisciplinar*, Madrid (1996).

Jean DENECKER, *La Deuxième Directive du Conseil des Communautés Européennes relative à la constitution de la société anonyme, au maintien et aux modifications de son capital*, *Revue des sociétés – Journal des sociétés*, nº 95 (1977).

Paul DIDIER, *Le capital social et la protection des créanciers sociaux*, en *Le Code de Commerce (1807-2007). Livre du Bicentenaire*, VV.AA., Paris (2007).

Alan DIGNAM y John LOWRY, *Company Law*, Oxford (2009).

Janet DINE y Marios KOUTSIAS, *Company Law*, Londres (2009).

Pablo de Tarso DOMINGUES, *Do capital social. Noção, princípios e funções*, Coimbra (1998).

Justino DUQUE DOMÍNGUEZ, *El Código de Comercio y la Codificación de su época*, en *Centenario del Código de Comercio*, Volumen I, Madrid (1986).

Frank H. EASTERBROOK y Daniel R. FISCHER, *La estructura económica del Derecho de las sociedades de capital*, Madrid (2002) [*The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard (1991)].

Vanesa EDWARDS, *EC Company Law*, Oxford (1999).

Horst EIDENMÜLLER, Barbara GRÜNEWALD y Ulrich NOAK, *Minimum Capital in the System of Legal Capital*, en Marcus LUTTER (dir.), *Legal Capital in Europe*, European Company and Financial Law Review, Berlín (2006).

Horst EIDENMÜLLER, *Trading in times of crisis*, en H. EIDENMÜLLER y W. SCHÖN (dir.), *The Law and Economics of Creditor Protection. A Transatlantic Perspective*, La Haya (2008).

Christoph van der ELST, *The Equity Markets, Ownership, Structures and Control: Towards an International Harmonization?*, en K. J. HOPT y E. WYMEERSCH, *Capital Markets and Company Law*, Oxford (2003).

María ENCISO ALONSO-MUÑUMER, *Directiva 2006/68/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 6 de septiembre de 2006 por la que se modifica la Directiva 77/91/CEE del Consejo en lo relativo a la constitución de la sociedad anónima, así como al mantenimiento y modificaciones de su capital*, RdS nº 27 (2007),

José Miguel EMBID IRUJO, *La validez de las obligaciones sociales*, en A. ROJO (Dir.), *La reforma de la Ley de Sociedades Anónimas*, Madrid (1987).

José Miguel EMBID IRUJO, *Artículo 66. Carácter gratuito del cargo*, en Ignacio ARROYO y José Miguel EMBID (coord.), *Comentario a la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada*, Madrid (1997).

José Miguel EMBID IRUJO, *Artículo 34. Causas de nulidad – Artículo 35. Efectos de la declaración de nulidad*, en Ignacio ARROYO, José Miguel EMBID y Carlos GÓRRIZ (coord.), *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas*, Madrid (2009).

José Miguel EMBID IRUJO, *Artículo 208. Acción de responsabilidad. Legitimación*, en Ignacio ARROYO, José Miguel EMBID y Carlos GÓRRIZ (coord.), *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas*, Madrid (2009).

José Miguel EMBID IRUJO, *Protección de acreedores, grupo de sociedades y levantamiento del velo de la personalidad jurídica. Comentario a la sentencia del Tribunal Supremo de 13 de diciembre de 1996*, RdS, nº 11 (1998).

Luca ENRIQUES y Jonathan MACEY, *Creditors versus Capital Formation: The Case Against the European Capital Rules*, Cornell Law Review, nº 86 (2001), reproducido como *Raccolta di capitale di rischio e tutela dei*

*creditori: una critica radicale alle regole europee sul capitale sociale*, Rivista delle Società, 47, nº 1 (2002).

Luca ENRIQUES, *EC Company Law Directives and Regulations: How Trivial are they?* (2004).

Luca ENRIQUES, *EC Company Law and the Fears of a European Delaware*, EBL Review, nº 15 (2004).

Luca ENRIQUES y Martín WELTER, *Regulatory Competition in European Company Law and Creditor Protection*, en H. EIDENMÜLLER y W. SCHÖN (Dir), *The Law and Economics of Creditor Protection. A Transatlantic Perspective*, La Haya (2008).

Paul R. ERICKSON y Buddy J. SANDERS, *Assessing LLCs v. LLPs*, Texas Tech Law Review, nº 28 (1997).

Jean ESCARA, Edouard ESCARA y Jean RAULT, *Traité Théorique et Pratique de Droit Commercial – Les Sociétés Commerciales*, París (1950).

Rosario C. ESCRIBANO GÁMIR, *La Directiva 2006/68/CE, de 6 de septiembre, en materia de tutela de los derechos de crédito de los acreedores sociales frente a la reducción del capital social. Apuntes de un reforma anunciada*, RdS nº 28 (2007).

Cristóbal ESPÍN GUTIERREZ, *Transformación de sociedad limitada en otros tipos sociales*, en VV.AA., *Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*, Pamplona (2009).

Álvaro ESPINÓS BORRÁS de QUADRAS, *Impugnación de acuerdos sociales*, Barcelona (2007).

Gaudencio ESTEBAN VELASCO, *Las sociedades*, RDM, nº 161-162 (1981).

Gaudencio ESTEBAN VELASCO, *El poder de decisión en las sociedades anónimas. Derecho europeo y reforma del Derecho español*, Madrid (1982).

Fritz EWANG, *An Analysis and Critique of the EU's Minimum Capitalisation Requirement* (2007).

Niall FERGUSON, *The Ascent of Money. A Financial History of the World*, Londres (2008).

Luis FERNÁNDEZ de la GÁNDARA, *El problema tipológico: la consagración del sistema dualista sociedad anónima – sociedad de*

*responsabilidad limitada, La reforma del Derecho de Sociedades de Responsabilidad Limitada*, RdS, número extraordinario (1994).

Luis FERNÁNDEZ de la GÁNDARA y Alfonso-Luis CALVO CARAVACA, *Derecho Mercantil Internacional*, Madrid (1995).

Luis FERNÁNDEZ de la GÁNDARA, *Los presupuestos de la declaración de concurso*, en Luis FERNÁNDEZ de la GÁNDARA y Manuel M<sup>a</sup> SÁNCHEZ ÁLVAREZ (coord.), *Comentarios a la Ley Concursal*, Madrid (2004).

Luis FERNÁNDEZ de la GÁNDARA, *Derecho de Sociedades*, Valencia (2010).

Inés FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, *Aportaciones no dinerarias en la sociedad anónima*, Pamplona (1997).

Nuria FERNÁNDEZ PÉREZ, *El significado de la Ley de Transparencia en la modernización del derecho societario español*, Rds nº 22 (2004).

Luis FERNÁNDEZ DEL POZO, *Revisión crítica de la prohibición de asistencia financiera (art. 81 LSA)*, RdS nº 3 (1994).

Luis FERNÁNDEZ DEL POZO, *Sobre la llamada reducción de capital con cargo a beneficios o reservas en las sociedades anónimas y de responsabilidad limitada*, RDM nº 218 (1995).

Luis FERNÁNDEZ DEL POZO, *Aplicación de resultados y defensa del capital social. De nuevo sobre la crisis (presunta) de la noción de capital social*, RGD, nº 622-623 (1996).

Luis FERNÁNDEZ DEL POZO, *Las cuentas anuales*, Noticias de la Unión Europea, nº 152 (1997).

Luis FERNÁNDEZ DEL POZO, *La aplicación de resultados en las sociedades mercantiles. Estudio especial del artículo 213 de la Ley de sociedades anónimas*, Madrid (1997)

Luis FERNÁNDEZ DEL POZO, *Las reservas atípicas. Las reservas de capital y de técnica contable en las sociedades mercantiles*, Madrid – Barcelona (1999).

Luis FERNÁNDEZ DEL POZO y JOSÉ MASSAGUER FUENTES, *Panorama general de la reforma parcial de la legislación de anónimas de 1998 (Ley 37/1998, de 16 de noviembre y Disp. Ad. Trigesimocuarta de la Ley 50/1998 de 30 de diciembre)*, incorporado como apéndice 1 en Luis FERNÁNDEZ DEL POZO, *La amortización de acciones y las acciones rescatables*, Madrid (2002).

Luis FERNÁNDEZ DEL POZO, *Sobre la calificación registral contable*, en Javier GÓMEZ GÁLLIGO (coord.), *La calificación registral*, Madrid (2008).

Luis FERNÁNDEZ DEL POZO, *La fase de ejecución (Escritura pública e inscripción en el Registro. Impugnación)* en VV.AA. *Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*, Pamplona (2009).

Luis FERNÁNDEZ DEL POZO, *El Derecho contable de fusiones y de las otras modificaciones estructurales. Problemática contable en la Ley de modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*, Madrid (2010).

Luis FERNÁNDEZ DEL POZO, *El nuevo "test de balance" bajo las normas contables internacionales*, RDM nº 279 (2011).

Ellis FERRAN, *Legal Capital Rules and Modern Securities Markets – the Case for Reform, as Illustrated by the U. K. Equity Markets*, en Klaus J. HOPT y Eddy WYMEERSCH, *Capital Markets and Company Law*, Oxford (2003).

Francesco FERRARA (jr.) y Francesco CORSI, *Gli Imprenditori e la Società*, Milano (1996).

Guido A. FERRARINI, *Origins of Limited Liability Companies and Company Law Modernisation in Italy: a Historical Outline*, en VOC 1602-2002 1602-2002, *400 Years of Company Law*, Nimega (2005).

Aldo FERRER, *Historia de la globalización*, Buenos Aires (1996).

Giuseppe FERRI, *La Seconda Direttiva comunitaria in materia di società*, *Rivista del Diritto Commerciale e del Diritto Generale delle Obbligazioni*, nº 75 (1978).

Holger FLEISCHER, *La "Business Judgment Rule" a la luz de la comparación jurídica y de la economía del Derecho*, RDM, nº 246 (2002).

Holger FLEISCHER, *Disguised Distributions and Capital Maintenance in European Company Law*, en Marcus LUTTER (dir.), *Legal Capital in Europe*, *European Company and Financial Law Review*, Berlin (2006).

Holger FLEISCHER, *Legal Capital: A Navegation System por Corporate Law Scholarship*, en H. EIDENMÜLLER y W. SCHÖN (dir.), *The Law and Economics of Creditor Protection. A Transatlantic Perspective*, The Hague (2008).

María de la Sierra FLORES DOÑA, *Participaciones recíprocas entre sociedades de capital*, Madrid (1998).

M<sup>a</sup> Sierra FLORES DOÑA, *Los negocios de Banesto sobre sus acciones a examen judicial, STS 20 de mayo 2001 (RJ 2001, 3436) y sus precedentes de instancias*, RdS nº 18 (2002).

María de la Sierra FLORES DOÑA, *Aumento de capital para mantener la autocartera (Comentarios a la STS 889/2004, de la Sala de lo Civil, Sección 1ª, de 28 de septiembre)*, RDBB (2004).

Julian FRANKS, Colin MAYER, Hannes F. WAGNER, *The Origin of the German Corporation – Finance, Ownership and Control*, Oxford (2005),

Jeffrey A. FRIEDEN, *Capitalismo global. El trasfondo económico de la historia del siglo XX*, Barcelona (2007), [*Global Capitalism. Its Fall and Rise in the Twentieth Century*, Nueva York-Londres (2006)].

Francesco GALGANO, *La società per azioni*, en *Trattato di Diritto Commerciale e di Diritto Pubblico dell'Economia*, Francesco GALGANO (dir.), Padova (1988).

José Antonio GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ, *La eficacia jurídica del Derecho de sociedades no desarrollado (en torno a la STJCE de 13 de noviembre de 1990)*, ADC, tomo XLV, Madrid (1992).

José Antonio GARCÍA-CRUCES, *Sentencia de calificación (artículo 164)*, en Angel ROJO y Emilio BELTRÁN, *Comentario de la Ley Concursal*, Madrid (2004).

José Antonio GARCÍA CRUCES, *La responsabilidad concursal*, en Ángel Rojo – Emilio Beltrán (dir.), *La responsabilidad de los administradores*, Valencia (2005).

José Antonio GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ, *Artículo 74. Adquisición originaria de acciones propias*, en Ignacio ARROYO, José Miguel EMBID y Carlos GÓRRIZ (coord.), *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas*, Madrid (2009).

José Antonio GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ *Artículo 75. Adquisición derivativa de acciones propias*, en Ignacio ARROYO, José Miguel EMBID y Carlos GÓRRIZ (coord.), *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas*, Madrid (2009).

José Antonio GARCÍA-CRUCES, *Artículo 76. Consecuencias de la infracción*, en Ignacio ARROYO, José Miguel EMBID y Carlos GÓRRIZ (coord.), *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas*, Madrid (2009).

José Antonio GARCÍA-CRUCES, *Artículo 79. Régimen de las acciones propias*, en Ignacio ARROYO, José Miguel EMBID y Carlos GÓRRIZ (coord.), *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas*, Madrid (2009).

Juan Antonio GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ, *Artículo 81- Asistencia financiera para la adquisición de acciones propias*, en Ignacio ARROYO, José

Miguel EMBID y Carlos GÓRRIZ (coord.), *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas*, Madrid (2009).

Javier GARCÍA DE ENTERRÍA, *Los delitos societarios. Un enfoque mercantil*, Madrid (1996).

Alfonso GARCÍA GALLO, *Manual de Historia del Derecho Español*, Madrid (1979).

Marta GARCÍA MANDALONIZ, *El cuestionado sentido del régimen jurídico del capital social*, en Santiago HIERRO ANIBARRO (dir.), *Simplificar el Derecho de sociedades*, Madrid (2010).

Rafael GARCÍA VILLAVERDE, *La constitución y el capital de las sociedades en la CEE (Primera y Segunda Directrices)*, en Eduardo GARCÍA DE ENTERRÍA, Julio D. GONZÁLEZ CAMPOS y Santiago MUÑOZ MACHADO, *Tratado de Derecho Comunitario Europeo (Estudio sistemático desde el Derecho Español)*, Madrid (1986).

Francisco J. GARCIMARTÍN ALFÉREZ, *La sentencia “Centros” del Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas: una visión a través de los comentarios*, *Revista Electrónica de Estudios Internacionales* (2000).

J. J. GARRIDO y COMAS, *Ensayo para una Teoría de la Mutualidad*. Barcelona (1960).

José María GARRIDO, *Artículo 92. Créditos subordinados*, en A. ROJO – E. BELTRÁN, *Comentario de la Ley Concursal*, Madrid (2004).

José María GARRIDO GARCÍA, *El régimen nacional de la publicidad de la sociedad cotizada*, en *Régimen jurídico español de la sociedad cotizada*, VV.AA., Granada (2006).

Víctor M. GARRIDO DE PALMA, *Las sociedades de capital conforme a la nueva legislación*, Madrid (1991).

Víctor Manuel GARRIDO DE PALMA, *Régimen de las aportaciones sociales*, en C. PAZ ARES (coord.), *Tratando de la sociedad limitada*, Madrid (1997).

Víctor Manuel GARRIDO PALMA, *Transformación*, en Víctor Manuel GARRIDO PALMA, Rafael ANSÓN PEIRONCELY y Julio BANACLOCHE PÉREZ, *La reestructuración empresarial y las modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*, Valencia (2010).

Joaquín GARRIGUES, *El Registro Mercantil en Derecho Español*, RCDI nº 69 y 70 (1930).

Joaquín GARRIGUES, *Curso de Derecho Mercantil*, Madrid (1976).

Joaquín GARRIGUES – Rodrigo URÍA, *Comentario a la Ley de Sociedades Anónimas*, Madrid (1976).

Ella GEPKEN-JAGER, *The Dutch East India Company*, en Ella GEPKEN-JAGER, Gerard VAN SOLINGE y LEVINIUS TIMMERMAN, en *VOC 1602-2002, 400 Years of Company Law*, Nimega (2005).

Stefania GIALDRONI, *Per una storia giuridica della East India Company. Responsabilità limitata e principio maggioritario nel XVII secolo*, Tesis doctoral, Milan-Bicocca (2008).

Ramón GIRBAU PEDRAGOSA, *Cuestiones sobre la fusión societaria en la Ley de modificaciones estructurales RdS nº 33* (2009).

José GIRÓN TENA, *Derecho de sociedades anónimas*, Valladolid (1952).

José GIRÓN TENA, *Las sociedades mercantiles en el Código de Comercio*, en *Centenario del Código de Comercio*, Volumen I, Madrid (1986).

José GIRÓN TENA, *El Derecho español ante el Derecho Comunitario de sociedades*, CDC, nº 5 (1989).

José GIRÓN TENA, *Introducción*, en *La reforma del Derecho de Sociedades de Responsabilidad Limitada*, RdS, número extraordinario (1994) [trabajo escrito en fecha indeterminada e inédito hasta la fecha].

José María GONDRA ROMERO, *La posición de la sociedad limitada en el marco de la reforma del Derecho de Sociedades*, en *La reforma del Derecho español de sociedades de capital (Reforma y adaptación de la legislación mercantil a la normativa comunitaria en materia de sociedades)*, VV.AA., Madrid (1987).

José María GONDRA ROMERO, *Significado y función del principio de "Imagen Fiel" ("True and fair view") en el sistema del nuevo Derecho de Balances*, en VV.AA., *Derecho Mercantil de la Comunidad Económica Europea – Estudios en homenaje a José Girón Tena*, Madrid (1991).

José María GONDRA, *El nuevo rumbo del derecho de balances europeo: las opciones que se abren al legislador español*, RdS nº 23 (2004).

L.C.B. GOWER, *Principles of modern Company Law*, Londres (1992).

Alfredo de GREGORIO, *I bilanci delle società anonime*, Milán (1909).

Alfredo de GREGORIO *Il significato delle parole inventario e bilancio nel Codice de Commercio*, RDC (1911).

Joanna GREY, *Briefcase on Company Law*, Londres (1997).

Rafael GUASCH MARTORELL, *La doctrina de la infracapitalización: aproximación conceptual de la infracapitalización de las sociedades*. RDM nº 234 (octubre-diciembre 1999).

Mathias HABERSACK y Walter BAYER VON MOHR SIEBECK, *Aktienrecht im Wandel: 1807-2007*, Tubinga (2007).

Henry HANSMANN y Reinier KRAAKMAN, *Toward Unlimited Shareholder Liability for Corporate Torts*, Yale Law Journal, nº 100 (1991).

Ron HARRIS, *Industrializing English Law. Entrepreneurship and Business Organization, 1720-1844*, Cambridge (2000).

Ron HARRIS, *The English East India Company and the History of Company Law*, en Ella GEPKEN-JAGER, Gerard VAN SOLINGE y LEVINIUS TIMMERMAN, en *VOC 1602-2002, 400 Years of Company Law*, Nimega (2005).

Günther HENN VON MÜLLER, *Handbuch des Aktienrechts*, Heidelberg (2008).

Esther HERNÁNDEZ SANZ, *Fusión posterior a una toma de control o a una adquisición de activos relevantes con endeudamiento de la adquirente*, en José María BENEYTO PÉREZ y Rita LARGO GIL (dir.), *Transmisiones de empresas y modificaciones estructurales de sociedades*, Barcelona (2010).

Jean HILAIRE, *Introduction historique au droit commercial*, París (1986).

Santiago HIERRO ANIBARRO, *El origen de la sociedad anónima en España*, Madrid (1998).

Henry HORWITZ, *The East India Trade, The Politicians and the Constitution: 1689-1702*, The Journal of British Studies, Vol. 17, nº 2 (1978).

Alfred HUECK y Claus Wilhem CANARIS *Derecho de los títulos valor*, Barcelona (1988) [*Recht der Wertpapiere*, Múnich (1986)].

María Isabel de la IGLESIA MONJE, *Levantamiento del velo de las personas jurídicas*, RCDI, nº 699 (2007).

Juan Luis IGLESIAS PRADA, *La sociedad de responsabilidad limitada unipersonal*, en C. PAZ-ARES (coord.), *Tratando de la sociedad limitada*, Madrid (1997).

Rafael ILLESCAS ORTIZ, *El derecho del socio al dividendo en la sociedad anónima*, Sevilla (1973).

Rafael ILLESCAS ORTIZ, en R. URÍA, A. MENÉNDEZ y M. OLIVENCIA, *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, tomo VIII, *Las cuentas anuales de la sociedad anónima*, volumen 2º, *Auditoria, aprobación, depósito y publicidad de las cuentas anuales*, Madrid (1993).

Guy ISAAC, *Manual de Derecho comunitario general*, Barcelona (1991) [*Droit communautaire general*, París, 1985].

Michael C. JENSEN y William H. MECKLING, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, *Journal of Financial Economics*, v. 3, nº 4 (1976).

Guillermo J. JIMÉNEZ SÁNCHEZ y Alberto DÍAZ MORENO, en R. URÍA, A. MENÉNDEZ y M. OLIVENCIA, *Comentario al régimen legal de las sociedades de capital*, tomo III, *Fundación de la sociedad anónima*, volumen 2º, *Nulidad de la sociedad*, Madrid, (1995).

Michel de JUGLRAT – Benjamín IPPOLITO, *Cours de Droit Commercial*, París (1968).

Javier JUSTE MENCÍA, *Fusiones especiales*, en VV.AA., *Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*, Pamplona (2009).

Donald KEHL, *The Origin and Early Development of American Dividend Law*, *Harvard Law Review*, nº 53 (1939-1940).

A. G. KENWOOD y A. L. LOUGHEED, *The growth of the international economy, 1820-2000*, Londres-Nueva York (1999).

David KERSHAW, *Company Law in Context*, Oxford (2009).

William Conrad KESSLER, *The German Corporation Law of 1937*, en *The American Economic Review*, Vol. 28, nº 4 (1938).

Daniel S. KLEINBERGER y Carter G. BISHOP, *The Next Generation: The Revised Uniform Limited Liability Company Act*, *The Business Lawyer*, Vol. 62 (2007).

E. KOSIOL, *Bases of Valuation in German Corporate Balance Sheets*, *The Accounting Review*, Vol. 12, nº 4 (1937).

Friedrich KÜBLER, *Derecho de Sociedades*, Madrid (2001) [*Gesellschaftsrecht*, Heidelberg (1998)].

Friedrich KÜBLER, *The Rules of Capital Under Pressure of the Securities Markets*, en Klaus J. HOPT y Eddy WYMEERSCH, *Capital Markets and Company Law*, Oxford (2003).

Christoph KUHNER, *The Future of Creditor Protection through Capital Maintenance Rules in European Company Law – An Economic Perspective*, en M. LUTTER (dir.), *Legal Capital in Europe*, European Company and Financial Law Review, Berlín (2006).

Gudrun Dorotea Von Der LAAGE, *La “Unternehmergeellschaft (haftungsbeschränkt)”: il nuovo modello di GMBH (s.r.l.) nella recente riforma tedesca* Rivista Delle Società (2011).

Joaquín LANZAS GALVACHE, *Comentarios prácticos a la Ley de sociedades anónimas y Reglamento del Registro Mercantil en lo aplicable a dicho tipo societario*, Madrid (1991).

Rafael LARA GONZÁLEZ, en R. URÍA, A. MENÉNDEZ y M. OLIVENCIA, *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, Tomo VII, *Modificación de estatutos en la sociedad anónima, aumento y reducción del capital*, volumen 2º, *El aumento del capital* (2006).

E. R. LATTY, *A Conceptualistic Tangle and the One- or Two-Man Corporation*, North Carolina Law Review, vol. 39 (1956).

Henri LEVY-BRUHL, *Histoire juridique des sociétés de commerce en France aux XVIIe et XVIIIe siècles*, París (1938).

Ignacio LOJENDIO OSBORNE, en R. URÍA, A. MENÉNDEZ y M. OLIVENCIA, *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, Tomo III, *Fundación de la sociedad anónima*, volumen 3º, *Aportaciones sociales*, Madrid (1994).

Ignacio LOJENDIO OSBORNE, en R. URÍA, A. MENÉNDEZ y M. OLIVENCIA, *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, Tomo XIV, *Régimen jurídico de la sociedad de responsabilidad limitada*, volumen 1º,a), Madrid (1999)

Jean-Victor LOUIS, *El Ordenamiento jurídico comunitario*, Bruselas – Luxemburgo (1995).

Marcus LUTTER, *Legal capital of public companies in Europe*, en Marcus LUTTER (dir.), *Legal Capital in Europe*, European Company and Financial Law Review, Berlín (2006).

Josep-Oriol LLEBOT MAJO, *La geometría del capital social*, RDM, nº 231 (1999).

José MACHADO PLAZAS, *Pérdida del capital social y responsabilidad de los administradores por las deudas sociales*, Madrid (1997).

José MACHADO PLAZAS y Francisco MERCADAL VIDAL, *Artículo 73. Aumento del capital social –Artículo 74. Requisitos del aumento*, en Ignacio ARROYO y José Miguel EMBID (coord.), *Comentario a la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada*, Madrid (1997).

José MACHADO PLAZAS y Francisco MERCADAL VIDAL, *Artículo 76. Exclusión del derecho de preferencia*, en Ignacio ARROYO y José Miguel EMBID (coord.), *Comentario a la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada*, Madrid (1997).

José MACHADO PLAZAS y Francisco MERCADAL VIDAL, *Artículo 82. Reducción para compensar pérdidas* en Ignacio ARROYO y José Miguel EMBID (coord.), *Comentario a la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada*, Madrid (1997).

José MACHADO PLAZAS *Artículo 157. Aumento con cargo a reservas*, en Ignacio ARROYO, José Miguel EMBID y Carlos GÓRRIZ (coord.), *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas*, Madrid (2009).

José MACHADO PLAZAS. *Artículo 162. Inscripción del aumento*, en Ignacio ARROYO, José Miguel EMBID y Carlos GÓRRIZ (coord.), *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas*, Madrid (2009).

Angus MADDISON, *Historia del desarrollo capitalista. Sus fuerzas dinámicas. Una visión comparada a largo plazo*, Barcelona (1991) [*Dynamic Forces in Capitalist Development. A Long-Run Comparative View*, Nueva York, 1991].

François MALEPEYRE y Charles JOURDAIN, *Traité des sociétés commerciales, suivi de modèles des divers genres d'actes de sociétés commerciales*, Bruselas (1836).

Vicente MAMBRILLA RIVERA, *Fundación con aportaciones "in natura"*, en VV.AA., *Derecho de las Sociedades Anónimas*, I. *La fundación*, Madrid (1991).

Ulisse MANARA, *Della società e delle associazioni commerciali*, Turín (1905).

Araceli MANGAS MARTÍN, *Las relaciones entre el Derecho comunitario y el Derecho interno de los Estados miembros a la luz de la jurisprudencia del Tribunal de Justicia*, en Gil Carlos RODRÍGUEZ IGLESIAS y Diego J. LIÑÁN

NOGUERAS (Dir.), *El Derecho Comunitario Europeo y su aplicación judicial*, Madrid (1993).

Bayless MANNING y James J. HANKS jr., *Legal Capital*, Nueva York (1990).

Ángel MARINA GARCÍA-TUÑÓN, *Una reflexión sobre la reciente reforma de la legislación contable*, RdS, nº 30 (2008).

Pablo MARTÍN ACEÑA, *La creación de Sociedades en Madrid (1830-1848). Un análisis del primer Registro Mercantil* (1993).

Celia MARTÍNEZ ESCRIBANO, *Control notarial de la legalidad*, Pamplona (2010).

Dolores Fuensanta MARTÍNEZ MARTÍNEZ, *La armonización del derecho societario europeo en el siglo XXI: un análisis sistemático desde la integración de las fuentes comunitarias*, RdS nº 30 (2008).

Fernando MARTÍNEZ SANZ, *Constitución e invalidez de las sociedades de capital*, Noticias de la Unión Europea, nº 151 (1997).

Fernando MARTÍNEZ SANZ y Achim PÜTZ, *Artículo 130. Retribución*, en Ignacio ARROYO, José Miguel EMBID y Carlos GÓRRIZ (coord.), *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas*, Madrid (2009).

María Teresa MATA SIERRA, *El efecto directo de las directivas en la jurisprudencia comunitaria y española*, Madrid (1994).

Stephen W. MAYSON, Derek FRENCH y Christopher L. RYAN, *Company Law*, Londres (1989).

José MASSAGUER FUENTES, *El capital nominal. Un estudio del capital de la sociedad anónima como mención estatutaria*, RGD, nº 550-551 (1990).

José MASSAGUER FUENTES, *Los dividendos a cuenta en la sociedad anónima. Un estudio de los artículos 216 y 217 LSA*, Madrid (1990).

José MASSAGUER FUENTES, *Beneficio, reservas y dividendos en la sociedad anónima*, Noticias de la Unión Europea, nº 152 (1997).

José MASSAGUER FUENTES, *La infracapitalización. La postergación legal de los créditos de los socios*, en R. BONARDELL LEZANO, J. MEJÍAS GONZÁLEZ, U. NIETO CAROL, *La Reforma de la sociedad de responsabilidad limitada*, Madrid (2004).

María Jesús MATILLA QUIZA, *Las compañías privilegiadas en la España del Antiguo Régimen*, en Miguel ARTOLA (dir), *La economía española al final del Antiguo Régimen*, Madrid (1982).

María Jesús MATILLA QUIZA, *Debates parlamentarios y Leyes sobre asociación de capitales (1810- 1874)*, Revista de Estudios Políticos, nº 93 (1996).

Andrew McGEE, *Share Capital*, Londres-Edimburgo-Dublín (1999).

Aurelio MENÉNDEZ MENÉNDEZ, *Autonomía económica liberal y codificación mercantil española*, en *Centenario del Código de Comercio*, Volumen I, Madrid (1986).

Aurelio MENÉNDEZ, *El Anteproyecto de Ley de reforma parcial y de adaptación de la legislación mercantil a las directivas de la CEE en materia de sociedades*, en Angel ROJO (Dir.), *La reforma de la Ley de sociedades anónimas*, Madrid (1987).

Aurelio MENÉNDEZ MENÉNDEZ, *El Registro Mercantil español (formación y desarrollo)*, Madrid (1991).

Aurelio MENÉNDEZ, *Pérdida del capital social y continuación de la sociedad anónima*, en VV.AA., *Estudios de Derecho mercantil en homenaje al profesor Antonio Polo*, Madrid (1981).

Aurelio MENÉNDEZ MENÉNDEZ, *Notas sobre la significación histórica, el proceso de formación y la orientación fundamental de la Ley de sociedades de responsabilidad limitada*, en Ubaldo NIETO CAROL (coord.), *La sociedad de responsabilidad limitada*, Madrid (1998).

Aurelio MENÉNDEZ y Alberto VAQUERIZO ALONSO, en Rodrigo URÍA, Aurelio MENÉNDEZ y Manuel OLIVENCIA, *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, tomo III, volumen 1º,a), Madrid (2007).

Aurelio MENÉNDEZ y Ángel ROJO (Dir.), *Lecciones de Derecho Mercantil*, Madrid (2010).

Michel MENJUCQ, *Droit international et européen des sociétés*, París, (2008).

Philippe MERLES – Anne FAUCHON, *Droit commercial. Sociétés commerciales*, París (2008).

John MICKLETHWAIT y Adrian WOOLDRIDGE, *The Company. A short history of a revolutionary idea*, Londres (2003)

Massimo MIOLA, *Il sistema del capitale sociale e le prospettive di riforma nel diritto europeo delle società di capitali*, Rivista delle Società, 50 nº 6 (2005).

Jorge MIQUEL RODRÍGUEZ, *Artículo 43. Mora del accionista*, en Ignacio ARROYO, José Miguel EMBID y Carlos GÓRRIZ (coord.), *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas*, Madrid (2009).

C. MITCHELL, *Lifting the Corporate Veil in the English Courts: An Empirical Study*, *Company, Financial and Insolvency Law Review*, nº 3 (1999).

Sebastián MOCK, *Harmonization, Regulation and Legislative Competition in European Corporate Law*, *German Law Journal*, nº 12 (2002).

Ángel Luis MONGE GIL y Alfredo ÁVILA DE LA TORRE, *Artículo 82. Participaciones recíprocas*, en Ignacio ARROYO, José Miguel EMBID y Carlos GÓRRIZ (coord.), *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas*, Madrid (2009).

Geoffrey MORSE, *Charlesworth's Company Law*, Londres (1987).

Renaud MORTIER, *Opérations sur capital social*, París (2010).

Lorenzo MOSSA, *Trattato del nuovo diritto commerciale, IV, Società per azioni*, Padua (1957).

Antonio MOYA JIMÉNEZ, *La responsabilidad penal de los administradores: delitos societarios y otras formas delictivas*, Barcelona (2007).

Peter O. MÜLBERT y Max BIRKE, *Legal Capital – Is There a Case against the European Legal Capital Rules?* *EBOLR*, nº 3 (2002).

Peter O. MÜLBERT, *A Synthetic View of Different Concepts of Creditor Protection*, en H. EIDENMÜLLER y W. SCHÖN (Dir.), *The Law and Economics of Creditor Protection. A Transatlantic Perspective*, La Haya (2008).

José María MUÑOZ PLANAS y José María MUÑOZ PAREDES, *Repercusiones del concurso de la sociedad sobre la responsabilidad de los administradores*, *RDM*, nº 250 (2003).

Antoin E. MURPHY, *John Law. Innovating Theorist and Policy Maker*, en W. N. GOETZMANN y K. G. ROUWENHORST, *The Origins of Value. The Financial Innovations that Created Modern Capital Markets*, Yale (2005).

Jordi NADAL, *El fracaso de la revolución industrial en España, 1814-1913*, Barcelona (1975).

Larry NEAL, *Venture Shares of the Dutch East India Company*, en William N. GOETZMANN y K. GEERT ROUWENHORST, *The Origins of Value. The Financial Innovations that Created Modern Capital Markets*, Yale (2005).

Maurice NIVEAU, *Historia de los hechos económicos contemporáneos*, Barcelona (1985) [*Historie des faits économiques contemporains*, París, 1968].

Manuel OLIVENCIA RUIZ, *Las prestaciones accesorias*, en Ubaldo NIETO CAROL (coord.), *La sociedad de responsabilidad limitada*, Madrid (1998).

Manuel OLIVENCIA RUIZ y Pablo Luis NÚÑEZ LOZANO, en R. URÍA, A. MENÉNDEZ y M. OLIVENCIA, *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, Tomo III, *Disposiciones generales de la Ley de Sociedades Anónimas*, volumen 1º,a), *Capital mínimo, nacionalidad y domicilio de la sociedad anónima*, Madrid (2007).

Pietro ONIDA, *Il bilancio delle aziende commerciali. La determinazione del capitale nel bilancio*, Milán (1935).

M<sup>a</sup> Teresa ORTUÑO BAEZA, *Nuevas propuestas en materia de participaciones propias (Un análisis tras las reformas de la Directiva 2006/68/CE; la Ley 16/2007 en materia contable, la LME y la LSC, RdS nº 35 (2010))*.

José Manuel OTERO LASTRES, *Sociedad anónima y sociedad de responsabilidad limitada*, en Angel ROJO (dir.), *La reforma de la Ley de sociedades anónimas*, Madrid (1987).

Rosa OTXOA-ERRARTE GOIKOETXEA, *La responsabilidad de los Socios por la Infracapitalización de su Sociedad*, Pamplona (2010),

Antonio PADOA-SCHIOPPA, *Le società commerciali nei progetti di codificazione del regno itálico, 1806-1807*, en *La formazione storica del Diritto moderno in Europa*, Florencia (1977).

Emilio PALÁ LAGUNA y Reyes PALÁ LAGUNA, *Impugnabilidad del acuerdo del consejo de administración de una sociedad anónima, de formulación de las cuentas anuales*, RdS nº 9 (1997).

Fernando PANTALEÓN PRIETO, *Negocios sobre las propias acciones: un discurso contra legem*, en C. PAZ ARES RODRÍGUEZ, *Tratando de la sociedad limitada*, Madrid (1997).

Jean Marie PARDESSUS, *Cours de Droit Commercial*, París (1815).

Giulio PARTESOTTI, *Le operazioni sulle azioni*, en G. E. COLOMBO y G. B. PORTALE, *Trattato delle società per azioni*, tomo 2 (1) *Azioni- Gruppi*, Torino (1991).

Pere PASCUAL y Carles SUDRIÀ, *El difícil arranque de la industrialización (1840-1880)*, en Francisco COMÍN, Mauro HERNÁNDEZ y Enrique LLOPIS (dir.), *Historia Económica de España. Siglos X-XX*, Barcelona (2010).

Cándido PAZ-ARES RODRÍGUEZ, *Sobre la infracapitalización de las sociedades*, ADC (1983).

Cándido PAZ-ARES RODRÍGUEZ, *Negocios sobre las propias acciones*, en *La Reforma del Derecho español de sociedades de capital*, VV.AA., Madrid (1987).

Cándido PAZ-ARES RODRÍGUEZ, *Aproximación al estudio de los dividendos en especie*, RJN nº3 (1992).

Cándido PAZ-ARES RODRÍGUEZ y Antonio B. PERDICES HUETOS, en R. URÍA, A. MENÉNDEZ y M. OLIVENCIA, *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, Tomo IV, *Las acciones*, volumen 2º, B *Los negocios sobre las propias acciones* (2003).

Antonio PÉREZ DE LA CRUZ BLANCO, *La reducción de capital en sociedades anónimas y de responsabilidad limitada*, Bolonia (1972).

Antonio PÉREZ DE LA CRUZ BLANCO, *La fundación cualificada (ventajas de fundadores o promotores y aportaciones "in natura")*, en *La Reforma del Derecho español de sociedades de capital*, VV.AA., Madrid (1987).

Antonio PÉREZ DE LA CRUZ BLANCO y Antonio AURIOLES MARTÍN, en R. URÍA, A. MENÉNDEZ y M. OLIVENCIA, *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, Tomo VII, Volumen 3º, *La reducción del capital*, Madrid (1995).

Antonio PÉREZ DE LA CRUZ BLANCO, *La sociedad de responsabilidad limitada*, Volumen 1, en VV.AA., *Tratado de Derecho Mercantil*, Madrid (2004).

Bruno PETIT, *Les sociétés: des sociétés de commerçants aux groupes de sociétés*, en *1807-2007 Bicentenaire du Code de Commerce: la transformation du Droit commercial sous l'impulsion de la jurisprudence*, París (2007),

Carlos PETIT, *El anonimato de la sociedad mercantil y la llamada responsabilidad limitada. Apuntes para la historia de las anónimas en el Derecho español del siglo XIX*, en Francisco José LEÓN SANZ, Sonia RODRÍGUEZ SÁNCHEZ y Gloria PUY FERNÁNDEZ (coords.), *Tendencias actuales en la ordenación del control y el capital en las sociedades mercantiles*, Huelva (2009).

Alfonso PIÑÓN PALLARÉS, *Las reservas en las sociedades anónimas*, Madrid (1974).

Giuseppe B. PORTALE, *Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzata*, *Rivista delle società* (1991).

Giuseppe B. PORTALE, *Società a responsabilità limitata senza capitale sociale e imprenditore individuale con "capitale destinato" (Capitale sociale quo vadis?)*, Rivista Delle Società (2010).

Sergi PRATS JANÉ, *Evolución del Derecho societario europeo*, Barcelona (2007).

Hans-Joaquim PRIESTER y André SCHWANA, *Raising Cash and Contributions in Kind*, en Marcus LUTTER (dir.), *Legal Capital in Europe*, European Company and Financial Law Review, Berlin (2006).

Carlos PRIETO GONZÁLEZ, *Los orígenes de la sociedad de responsabilidad limitada en España: El Proyecto de Fabra*, RDM, nº 108 (1968).

Juana PULGAR EZQUERRA, *Artículo 2. Presupuesto objetivo*, en Juana PULGAR EZQUERRA, Carmen ALONSO LEDESMA, Alberto ALONSO UREBA y Guillermo ALCOVER GRAU, *Comentarios a la Ley Concursal*, Madrid (2004).

Ignacio QUINTANA, *El capital social*, en Á. ROJO (dir.), *La reforma de la Ley de Sociedades Anónimas*, Madrid (1987).

Andrés J. RECALDE CASTELLS, *Las operaciones de la sociedad anónima sobre las propias acciones y las realizadas sobre acciones de la sociedad dominante por filiales*, Noticias de la Unión Europea, nº 151 (1997).

Andrés J. RECALDE CASTELLS, *Artículo 23. Prestaciones accesorias retribuidas*, en Ignacio ARROYO y José Miguel EMBID (coord.), *Comentario a la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada*, Madrid (1997).

Jonathan RICKFORD, *Balance Sheet Tests and Solvency Tests*, en Horst EIDENMÜLLER y Wolfgang SCHÖN (dir.), *The Law and Economics of Creditor Protection. A Transatlantic Perspective*, La Haya (2008).

Georges RIPERT, *Tratado elemental de Derecho Comercial*, Tomo II, Buenos Aires (1954), p. 453 [*Traité Élémentaire de Droit Commercial*, París, 1952].

Hippolyte Ferréol RIVIÈRE, *Commentaire de la Loi du 24 juillet 1867 sur les sociétés*, París (1868).

Catherine ROBERTS, *Financial Assistance for the acquisition of shares*, Oxford (2005).

Margarita Eva RODRÍGUEZ GARCÍA, *Compañías privilegiadas de comercio con América y cambio político (1706-1965)*, Estudios de Historia Económica, nº 46 (2005).

Daniel RODRÍGUEZ RUIZ DE VILLA, *Impugnación de acuerdos de las juntas de accionistas*, Pamplona (2002).

Ángel ROJO FERNÁNDEZ-RÍO y Emilio BELTRÁN SÁNCHEZ, *El Capital social mínimo. Consideraciones de política y de técnica legislativas*, RDM, nº 187-188 (1988).

Ángel ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, *Adquisiciones onerosas por la sociedad anónima durante el periodo inicial*, en VV.AA., *Derecho Mercantil de la Comunidad Económica Europea – Estudios en homenaje a José Girón Tena*, Madrid (1991).

Ángel ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, *La sociedad anónima como problema*, en Aurelio MENÉNDEZ MENÉNDEZ (dir.), *¿Sociedad anónima o sociedad de responsabilidad limitada? La cuestión tipológica*, Madrid (1992).

Ángel ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, *El acuerdo de aumento de capital de la sociedad anónima* en VV.AA., *Estudios jurídicos en homenaje al profesor Aurelio Menéndez*, Tomo II, *Sociedades Mercantiles*, Madrid (1994).

Ángel ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, *La sociedad de responsabilidad limitada: problemas de política y de técnica legislativa*, en Rafael BONERDELL LENZANO, Javier MEJÍAS GÓMEZ y Ubaldo NIETO CAROL (coord.), *La Reforma de la Sociedad de Responsabilidad Limitada*, Madrid (1994).

Ángel ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, *El aumento de capital en la sociedad de responsabilidad limitada*, en C. PAZ-ARES RODRÍGUEZ (coord.), *Tratando de la sociedad limitada*, Madrid (1997).

Ángel ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, *Presupuesto objetivo (artículo 2)*, en Ángel ROJO y Emilio BELTRÁN, *Comentario de la Ley Concursal*, Madrid (2004).

Ángel ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, *Legitimación (artículo 3)*, en A. ROJO y E. BELTRÁN, *Comentario de la Ley Concursal*, Madrid (2004).

Antonio RONCERO SÁNCHEZ, *Fusión posterior a adquisición de sociedad con endeudamiento de la adquirente*, en VV.AA., *Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*, Pamplona (2009).

Richard ROSENDORFF, *The New German Company Law and the English Company Act, 1929*, en *Journal of Comparative Legislation and International Law*, Vol. 14 (1932).

Guido ROSSI, *Dalla Compagnia delle Indie al Sarbanes-Oxley Act*, *Rivista delle Società*, nº 51 [5 y 6] (2006).

Jesús RUBIO, *Sainz de Andino y la Codificación Mercantil*, Madrid (1950).

Jesús RUBIO, *Curso de Derecho de sociedades anónimas*, Madrid (1974).

Aníbal SÁNCHEZ ANDRÉS, *El derecho de suscripción preferente del accionista*, Madrid (1973).

Aníbal SÁNCHEZ ANDRÉS, *Sociedad Anónima modelo 1998. Reforma (parcial) y crítica (total) de un texto legislativo reciente*, Madrid (1999).

Manuel M<sup>a</sup> SÁNCHEZ ÁLVAREZ, *Los delitos societarios*, Pamplona (1996).

Manuel SÁNCHEZ ÁLVAREZ, *La Ley de Modificaciones estructurales y el concepto de modificación estructural*, en VV.AA., *Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*, Pamplona (2009).

Fernando SÁNCHEZ CALERO, *La determinación y distribución del beneficio neto en la sociedad anónima*, Roma-Madrid (1955).

Fernando SANCHEZ CALERO, *La sociedad nula*, en VV.AA. *Derecho de Sociedades Anónimas*, tomo I, Madrid (1991).

Fernando SÁNCHEZ CALERO, *La sociedad cotizada en bolsa en la evolución del Derecho de sociedades*, discurso de ingreso en la Real Academia de Jurisprudencia y Legislación, Madrid (2001).

Fernando SÁNCHEZ CALERO, *Los administradores de las sociedades de capital*, Madrid (2005).

Juan SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, *Infracapitalización*, en C. ALONSO LEDESMA (dir.), *Diccionario de Derecho de Sociedades*, Madrid (2006).

Juan SÁNCHEZ CALERO GUILARTE, *Informe de los Administradores y Expertos independientes. Balance de fusión*, en VV.AA., *Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*, Pamplona (2009).

María Candelas SÁNCHEZ DE MIGUEL, *La reducción del capital social: modalidades y requisitos*, en VV.AA., *Derecho de las Sociedades Anónimas*, III, Volumen 2º, Madrid (1994).

Heliodoro SÁNCHEZ RUS, *Aplicación práctica de la Disposición Transitoria 6ª, 2 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas*, RDM, nº 219 (1996).

Heliodoro SÁNCHEZ RUS, *La sociedad unipersonal*, RGD, nº 646 y 647 (1998).

Heliodoro SÁNCHEZ RUS, *La amortización forzosa de acciones en Derecho español*, RdS, nº 11 (1999).

Heliodoro SÁNCHEZ RUS, *Constitución de la SE por transformación de la SA*, en Gaudencio ESTABAN VELASCO y Luis FERNÁNDEZ DEL POZO (coord.), *La Sociedad Anónima Europea. Régimen jurídico societario, laboral y fiscal*, Madrid (2004).

Ignacio SANCHO GARGALLO, *Calificación del concurso*, en Ignacio QUINTANA CARLO, Ángel BONET NAVARRO y José Antonio GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ (dir.), *Las claves de la Ley Concursal*, Cizur Menor (2005).

Ignacio SANCHO GARGALLO, *Iuris prudentia del juez civil. Discurso de ingreso en l'Acadèmia de Jurisprudència i Legislació de Catalunya*, Barcelona (2010) [= en Revista Jurídica de Catalunya, nº 3 (2011)].

Alberto SANTA MARIA, *European Economic Law*, Milán (2009).

Paolo SANTELLA y Riccardo TURRINI, *Capital Maintenance in the EU: Is the Second Company Law Directive Really that Restrictive?*, *European Business Organization Law Review*, nº 9 (2008).

Karsten SCHMIDT, *Grounds for Insolvency and Liability for Delays in filing for Insolvency Proceedings. Necessary Supplement to Capital Protection*, en Marcus LUTTER (dir.) *Legal Capital in Europe*, *European Company and Financial Law Review*, Berlín (2006).

Clive M. SCHMITTHOFF, *The Second Directive on Company Law*, *CML Rev* nº 15 (1978).

Wolfgang SCHÖN, *The future of legal capital*, *EBOLR* nº 5 (2004).

Wolfgang SCHÖN, *Balance Sheet Tests or Solvency Tests – or both?*, en H. EIDENMÜLLER y W. SCHÖN (dir.), *The Law and Economics of Creditor Protection. A Transatlantic Perspective*, La Haya (2008).

Raimundo SEGURA DE LASSALETTA, *Las adquisiciones apalancadas*, en Miguel TRÍAS SAGNIER (coord.), *Régimen jurídico y tributario del capital riesgo en España*, Barcelona (2006).

Adolfo SEQUEIRA MARTÍN, *Artículo 260. Causas de Disolución*, en Ignacio ARROYO, José Miguel EMBID y Carlos GÓRRIZ (coord.), *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas*, Madrid (2009).

Rolf SERICK, *Apariencia y realidad en las sociedades mercantiles* (1955) con traducción y comentarios de José PUIG BRUTAU, Barcelona (1958).

Carole SHAMMAS, *The 'Invisible Merchant' and Property Rights. The Misadventures of an Elizabethan Joint Stock Company*; *Business History*, nº 17 (1975).

Felipe de SOLA CAÑIZARES, *Tratado de sociedades por acciones en el Derecho comparado*, Buenos Aires (1957).

Paz SOLER MASOTA, *Artículo 123. Activo y pasivo sobrevenidos en Ignacio ARROYO y José Miguel EMBID (coord.), Comentario a la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada*, Madrid (1997).

Gerald SPINDLER, *Trading in the Vicinity of Insolvency*, en Horst EIDENMÜLLER y Wolfgang SCHÖN (Dir.), *The Law and Economics of Creditor Protection. A Transatlantic Perspective*, La Haya (2008).

Mark SPOERER, *Window-dressing in German Inter-War Balance Sheets*, *Accounting Business and Financial History* (1998).

Giovanni TANTINI, *Capitale e Patrimonio nella società per azioni*, Padova (1980).

Alberto Javier TAPIA HERMIDA, *La financiación de la sociedad de responsabilidad limitada (con especial referencia a los artículos 9 y 10)*, en VV.AA., *Derecho de sociedades de responsabilidad limitada. Estudio sistemático de la Ley 2/1995*, Madrid (1996).

Edmond-Eugène THALLER, *Traité élémentaire de Droit commercial, à l'exclusion du Droit maritime*, París (1904).

Robert B. THOMSON, *Piercing the Corporate Veil: An Empirical Study*, *Cornell Law Review*, nº 76 (1991),

Goffrey TODD, *Some aspects of Joint Stock Companies, 1844-1900*, *Economic History Review*, IV (1932).

Gabriel TORTELLA CASARES, *Los orígenes del capitalismo en España*, Madrid (1973).

Miguel TRÍAS SAGNIER, *La problemática de la asistencia financiera en Miguel TRÍAS SAGNIER (coord.), Régimen jurídico y tributario del capital riesgo en España*, Barcelona (2006).

Tobias H. TRÖGER, *Choice of Jurisdiction in European Corporate Law – Perspectives of European Corporate Governance*, European Business Organization Law Review, Vol. 6, nº 1 (2005).

Peter ULMER, en *Hachenburg, Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung. Grosskommentar*, Berlin (1992).

Bernhard UMFAHRER, *The Reform of European Legal Capital Rules*, Viena-Graz (2009).

Rodrigo URÍA GONZÁLEZ, *Teoría de la concentración de empresas*, RDM, nº 24 (1949).

Rodrigo URÍA GONZÁLEZ, *Derecho Mercantil*, Madrid (1978).

Rodrigo URÍA, Aurelio MENÉNDEZ y Emilio BELTRÁN en R. URÍA, A. MENÉNDEZ y M. OLIVENCIA, *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, Tomo XI, *Disolución y Liquidación de la Sociedad Anónima*, Madrid (1992).

Rodrigo URÍA – Aurelio MENÉNDEZ, *Curso de Derecho Mercantil*, Madrid (2006).

Alberto VAQUERIZO ALONSO, *Asistencia financiera para la adquisición de acciones propias*, Madrid (2003).

Carlos VARGAS VASSEROT, *El derecho de sociedades comunitario y la jurisprudencia del TJCE en la interpretación de las Directivas de Sociedades*, RdS, nº 22 (2004).

Daniel VÁZQUEZ ALBERT, *Artículo 158. Derecho de suscripción preferente*, en Ignacio ARROYO, José Miguel EMBID y Carlos GÓRRIZ (coord.), *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas*, Madrid (2009).

Daniel VÁZQUEZ ALBERT, *Artículo 159. Exclusión del derecho de suscripción preferente*, en Ignacio ARROYO, José Miguel EMBID y Carlos GÓRRIZ (coord.), *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas*, Madrid (2009).

Daniel VAZQUEZ ALBERT, *La exclusión del derecho de suscripción preferente*, Madrid (2009).

Rüdiger VEIL, *Capital Maintenance. The regime of the Capital Directive versus Alternative Systems*, en Marcus LUTTER (dir.), *Legal Capital in Europe*, European Company and Financial Law Review, Berlin (2006).

Luis Antonio VELASCO SANPEDRO, *Concepto y caracteres de la sociedad de responsabilidad limitada*, en VV.AA., *Derecho de sociedades de responsabilidad limitada. Estudio sistemático de la Ley 2/1995*, Madrid (1996).

Luis Antonio VELASCO SAN PEDRO, *Artículos 39 a 42. Adquisición de las propias participaciones*, en Ignacio ARROYO y José Miguel EMBID (coord.), *Comentario a la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada*, Madrid (1997).

Luis Antonio VELASCO SAN PEDRO, *Negocios con acciones y participaciones propias*, Valladolid (2000).

Luis Antonio VELASCO SAN PEDRO y José Manuel SÁNCHEZ FELIPE, *La libertad de establecimiento en la UE. El estado de la cuestión tras la SE*, RdS nº 19 (2002).

Luis Antonio VELASCO SAN PEDRO, *Código de Comercio de 1829*, Valladolid (2004).

Luis Antonio VELASCO SANPEDRO, *Asistencia financiera para adquirir acciones propias*, en C. ALONSO LEDESMA (Dir.), *Diccionario de Derecho de Sociedades*, Madrid (2006).

Luis Antonio VELASCO SAN PEDRO, *La reforma de la asistencia financiera en Europa*, en Universidad Complutense – Documentos de trabajo del Departamento de Derecho Mercantil (2006).

Luis Antonio VELASCO SAN PEDRO, *La adaptación del Derecho Español a la reforma de 2006 de la Segunda Directiva sobre la constitución y el capital de la sociedad anónima*, RdS nº 31 (2008).

Jose Luis VÉLAZ NEGUERUELA, *El resultado en las sociedades de capital*, Barcelona (2002).

Francisco VICENT CHULIÁ, en R. URÍA, A. MENÉNDEZ y M. OLIVENCIA, *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, Tomo VIII, *Las cuentas anuales de la sociedad anónima*, Volumen 1º, Madrid (2000).

Francisco VICENT CHULIÁ, *Introducción al Derecho Mercantil*, 22ª ed., vol. I, Valencia (2010).

Cesare VIVANTE, *Trattato di Diritto commerciale*, Milán (1907-1909).

Roberto WEIGMANN, *Sociedades por acciones*, Barcelona (1990), p. 21 [*Società per azioni*, Florencia (1978)].

Maurice I. WORMSER *Piercing the Veil of Corporate Entity*, Columbia Law review, Vol. XII (1912).

Maurice I. WORMSER, *Disregard of the Corporate Fiction and Allied Corporation Problems*, Nueva York (1927).

A. van der WOUDE, *The First Modern Economy. Success, Failure and Perseverance of the Dutch Economy, 1500-1815*, Cambridge (1997).

Gino ZAPPA, *Le valutazioni di bilancio, con particolare riguardo ai bilanci delle società per azioni*, Milán (1910).

Gino ZAPPA, *Bilanci di imprese commerciali. Note e commenti*, Milán (1923).

Jaime ZURITA y SÁEZ DE NAVARRETE, *La adquisición por la sociedad anónima de sus propias acciones*, en A. ROJO (dir.) *La Reforma de la Ley de Sociedades Anónimas*, Madrid (1987).

## **TÉRMINOS RELACIONADOS.**

Capital

Capital social

Compañías coloniales

Concurso de acreedores

Directiva 77/91/CEE

Directiva 2006/68/CE

Enforcement

Legal capital

Limitación de responsabilidad

Protección acreedores.

Test de balance

Test de solvencia

Sociedad anónima

Sociedad de responsabilidad limitada.

