

La infracapitalización. Una aproximación contractual *

Cándido PAZ-ARES RODRÍGUEZ
Catedrático de Derecho Mercantil
Universidad Autónoma de Madrid

SUMARIO

1. INTRODUCCIÓN.
 2. LA INFRACAPITALIZACIÓN MATERIAL.
 3. INFRACAPITALIZACIÓN NOMINAL.
- NOTA BIBLIOGRÁFICA.

Este capítulo reproduce sin modificaciones el trabajo publicado en el número extraordinario de la *Revista Derecho* de sociedades correspondiente al año 1994 (págs. 253-269).

INTRODUCCIÓN

1. El propósito de esta exposición es ofrecer una primera valoración de la normativa sobre la infracapitalización de las sociedades de capital que se recoge (infracapitalización nominal) y que no se recoge (infracapitalización material) en el Borrador del Anteproyecto de Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada. Del tema —y desde la perspectiva *de lege lata*— ya me ocupé en un trabajo que ahora cumple diez años. Desde entonces mis ideas sobre la materia y, en general, sobre el sentido y la función del Derecho de las sociedades anónimas y limitadas han cambiado ligeramente. Hoy tiendo a concederle más importancia —entiéndanse estas palabras desde la perspectiva de quien habla de *legeferenda*— al contrato que a la intervención o, si se prefiere, a los arreglos —explícitos e implícitos— del mercado que a las bienintencionadas indicaciones de la regulación.

2. A esta modificación o rectificación de mis puntos de vista iniciales ha contribuido de manera decisiva la «revolución científica» que ha tenido lugar en el seno de la teoría económica de la empresa durante estas últimas décadas, una revolución —esto es lo que ahora importa subrayar— que ha logrado desplazar la visión jerárquica y mecánica de la empresa hasta entonces dominante y sustituirla por una comprensión estrictamente contractual. Bajo esta nueva luz, las sociedades —y en particular, la anónima y la limitada— se nos presentan desprovistas de misterios y en su verdadera entidad: como simples *nexos de contratos* que sirven para aglutinar —para estructurar de manera interactiva— el conglomerado de acuerdos voluntarios que tienen lugar entre los distintos proveedores de factores de producción que integran la empresa: directivos, inversores y acreedores de toda índole. Desde la perspectiva que ofrece esta comprensión contractual no es difícil advertir que la empresa, vista por dentro, es, en realidad, un mercado y que, como en éste, también en ella rige la lógica del intercambio. Al decir que la estructura de la empresa no difiere de la estructura del mercado, queremos significar que la estructura de la empresa es el resultado de «un proceso complejo de equilibrio» en el cual los titulares de los distintos factores o *inputs* —trabajadores, proveedores, acreedores financieros, inversores y administradores— actúan contractualmente tratando de avanzar sus propios intereses. La empresa no es más que el resultado de esos ajustes contractuales que están dominados por la competencia del entorno y la racionalidad de los agentes. Bajo esa presión —que es la presión de la eficiencia— se espera que los diversos contratos que componen la empresa se vayan aquilatando dentro de un proceso adaptativo y de selección natural, de tal manera que acaben imponiéndose aquellas innovaciones

contractuales que en cada momento y en cada circunstancia están en condiciones de rebajar el monto total de los costes en que inevitablemente ha de incurrir-se para establecer una organización, entre los que destacan los llamados *costes de agenda*¹. En este contexto, la libertad contractual es el principal expediente que permite asegurar la sobrevivencia de las estrategias contractuales óptimas y, en definitiva, la eficiencia de las estructuras de gobierno y de las estructuras financieras de las empresas. Situados en esta perspectiva, se comprende sin dificultad que la función primordial que está llamado a jugar el Derecho de sociedades no es una función directiva, sino una función facilitadora: rebajar los costes de agencia y, en definitiva, los costes de transacción que entorpecen o dificultan las soluciones de equilibrio en las interacciones que tienen lugar dentro de la empresa. Y para ello y principalmente ha de anticipar a las preferencias de las partes. El Derecho de sociedades, si realmente quiere ser eficiente (y no se ve qué otro objetivo puede tener), ha de simular o replicar las reglas que normalmente —es decir, típicamente— serían negociadas por las fuerzas del mercado, dejando naturalmente siempre abierta la posibilidad de que los agentes puedan rediseñarlo para adaptarlo mejor a sus necesidades específicas. El Derecho de sociedades —salvo allí donde se detecten fallos del mercado (externalidades, problemas de acción colectiva, etc.)— ha de ser —según me parece percibir— un derecho esencialmente dispositivo. La libertad contractual permitirá, en definitiva, que el Derecho de sociedades —que sirve de modelo o formulario contrac-

¹ La reducción de los costes de agencia es, en efecto, la clave de cualquier organización eficiente. Será bueno por ello que nos detengamos un momento sobre este extremo con el fin de ilustrar al lector no familiarizado con esta terminología de procedencia económica. En términos muy simples, los costes de agencia pueden definirse como los costes derivados de la divergencia de intereses que existen entre los distintos sujetos que intervienen en la empresa y cuyas relaciones se reglamentan a través de contratos duraderos que no son completos —no pueden contemplar de antemano todas las contingencias posibles— ni perfectamente ejecutables. Se llaman de agencia porque los costes surgen de la relación de agencia —nosotros diríamos de la relación fiduciaria o de confianza— que existe entre quien gestiona los recursos y quien los suministra. El caso paradigmático se produce en las relaciones entre administradores y socios, pero también existen costes de agencia en las relaciones entre la mayoría de control y las minorías de inversión, y, muy especialmente, entre el conjunto de los miembros de la sociedad —administradores y socios— y los terceros acreedores que aportan recursos —dinero u otros activos— a título de crédito. En este último caso podemos hablar de costes de agencia externos y, en el primero, de costes de agencia internos. Los costes de agencia son pues los costes en que ha de incurrirse para evitar las conductas oportunistas de los agentes que controlan y gestionan los recursos, es decir, aquellas conductas mediante las cuales los agentes tratan de maximizar su utilidad a costa del principal que aporta los recursos. Dicho de otra manera: los costes de agencia son las inversiones que han de hacerse para asegurar que los agentes se ajustan en su conducta contractual a los intereses de sus principales. Asegurar este alineamiento puede implicar el establecimiento de estructuras de incentivos y la previsión de dispositivos de la más diversa índole que permitan vigilar la conducta del agente y constreñirla. Estas y otras formas de vigilancia implican todas ellas la inversión de recursos: son los gastos de supervisión o de vigilancia (*monitoring costs*). De la misma manera, la posibilidad de conductas oportunistas induce al agente a ofrecer cautelas y garantías al principal de que no se apartará de sus intereses en el desempeño de sus tareas. El establecimiento de mecanismos de esta naturaleza también requiere la inversión de recursos: son los gastos de garantía (*bonding costs*). Pero cualquiera que sea el nivel óptimo de las actividades de vigilancia y garantía decididas contractualmente por las partes o provistas supletoriamente por el ordenamiento, siempre existirá un margen de divergencia entre las decisiones que adopte el agente y aquellas que habrían sido óptimas para el principal en un mundo hipotético sin costes de transacción. Esta diferencia representa una nueva categoría de costes de agencia: son las llamadas pérdidas residuales.

tual para los contratos que se sustancian en la empresa— se adapte a las preferencias de los agentes y, en consecuencia, permita el logro de organizaciones eficientes². No puedo detenerme ahora en el análisis de las incalculables consecuencias que va a tener este nuevo paradigma para la revisión y la renovación de nuestra concepción del Derecho de sociedades. En este momento he de limitarme simplemente a afrontar, bajo esa perspectiva contractualista, el problema de la infracapitalización.

3. El enfoque contractual que hemos esbozado se percibe con extrema facilidad respecto a lo que solemos denominar «relaciones internas» de la sociedad³. Sin embargo, cuando pasamos a considerar las «relaciones externas», que son las que primordialmente interesan en una exposición sobre la infracapitalización, se nos hace más difícil pensar en términos contractuales. Y, sin embargo, se trata de una problemática cuya disciplina específica también puede ser pensada en términos contractuales. Hemos de tener en cuenta en este sentido que

² Como fácilmente puede advertirse, la sociedades anónimas y limitadas florecerán allí donde las ganancias netas de estas modalidades de organización de la empresa exceden los costes de agencia que necesariamente entrañan. El truco consiste en mantener los costes de agencia lo más bajo posible. Como es natural, el logro de este objetivo no puede asumirlo directamente el ordenamiento, sino que ha de confiarse al mercado, pues en cada caso el ajuste puede ser distinto. El ordenamiento lo único que puede hacer es facilitar una plantilla que previsiblemente sirva para reducir los costes de agencia en la generalidad de los casos. Así, por ejemplo, es lógico que establezca la revo-cabilidad *ad nutum* de los administradores, o la responsabilidad por culpa profesional, o atribuya derecho de voto a los accionistas. No obstante, en ocasiones, esas normas y muchas otras que indiscutiblemente rebajan los costes de agencia no se adaptan a las expectativas contractuales de las partes. A éstas a menudo les merecerá la pena elevar tales costes (por ejemplo, nombrando un administrador privativo o rebajando el grado de diligencia exigible a los administradores o estableciendo contratos blindados, o rompiendo la proporcionalidad entre aportación de capital y derecho de voto o derecho al dividendo), puesto que el beneficio esperado —en términos de hacer un buen fichaje, o de fomentar las inversiones en capital humano específico de la empresa, o de señalar buenas oportunidades de inversión al mercado de capitales, etc.— es mayor. La libertad contractual es necesaria precisamente para lograr esa clase de ajustes, de los que surgen las organizaciones eficientes: cada organización reducirá los costes de agencia hasta el punto en que el beneficio marginal esperado de la reducción iguale el coste marginal. Por otro lado, el legislador y el juez han de tener en cuenta que los costes de agencia no se reducen sólo mediante normas jurídicas o cláusulas contractuales específicas. En muchas ocasiones, las partes confiarán en mecanismos no jurídicos para reducir el oportunismo (por ejemplo, lazos familiares, reputación, la competencia en el mercado del control o en el mercado del trabajo, etc.). Entre los mecanismos jurídicos y los mecanismos no jurídicos de reducción de costes de agencia hay una relación de sustituibilidad marginal, de manera que las partes en cada caso buscarán el *trade off* que estimen más conveniente. Esta es una razón adicional que justifica la libertad contractual.

³ Bajo esta óptica he de lamentar la notable rigidez que (a pesar de los esfuerzos hechos por la Ponencia para flexibilizar el régimen previgente de la limitada) aún acusa el Borrador del Anteproyecto que examinamos en este volumen, y expresar mis votos para que en curso de su ulterior andadura desaparezca el carácter imperativo de muchas de sus normas, que lo único que va a hacer es elevar los costes de la sociedad limitada y bloquear, en el margen, el establecimiento de muchas empresas que de otra manera se habrían constituido. Me pregunto, en efecto, por qué no se puede estructurar el órgano administrativo con mayor libertad (por ejemplo, administrador estatutario), por qué no puede la sociedad conceder préstamos a socios o administradores ni distribuir entre ellos dividendos a cuenta, por qué no se permite romper el principio de proporcionalidad entre aportación a capital y derechos individuales de los socios (muy especialmente, en relación a los derechos de voto y de dividendo), por qué no se puede estructurar de manera totalmente libre el régimen de transmisibilidad de las participaciones sociales (por ejemplo, prohibiendo la transmisión o declarándola totalmente libre), etc.

cuando los socios constituyen una sociedad anónima o limitada están seleccionando un modelo contractual que también les servirá para contratar con los agentes externos. La responsabilidad limitada, vista desde esta perspectiva, es una cláusula contractual que se introduce *per relationem* en todos los contratos con los acreedores y que, como tal, en cada caso, si interesa, puede ser renegociada (pactos de ampliación de responsabilidad, avales personales, etc.). Otro tanto cabe decir en relación con las normas sobre defensa del capital. Se trata de normas que también pueden ser entendidas como garantías contractuales que los socios ofrecen a los acreedores a fin justamente de que contraten con ellos en régimen de limitación de la responsabilidad. En la terminología específica de la teoría de la agencia, representarían las cautelas o garantías (*bond costs*) que los «agentes» (los miembros de la sociedad) tienen que ofrecer a los «principales» (los proveedores de factores externos) para que se avengan a tener relaciones con ellos. De lo contrario, la divergencia de intereses existente entre unos y otros — que es la fuente de todos los costes de agencia— dificultaría enormemente los intercambios no simultáneos. Bajo esta óptica contractual, nada debería obstar, sin embargo, para que, en las concretas negociaciones con cada acreedor, se aumenten esas garantías legales (en la práctica financiera abundan *convenants* de toda suerte: atribución contractual a ciertos acreedores de derechos de control e inspección; asunción de obligaciones de no repartir dividendos durante un determinado período o cuando más de la mitad del pasivo sea exigible a corto, de mantener una determinada *ratio* recursos propios/recursos ajenos, etc.) o incluso —por heterodoxo que pueda parecer en la hora actual— para que se rebajen o se alteren (así, por ejemplo, no debería extrañar la existencia de pactos que autorizasen a la sociedad a distribuir como dividendos activos sociales retenidos por la cifra del capital, siempre y cuando el pasivo de la empresa sea un pasivo a largo plazo).

Esta comprensión contractual de la constitución financiera de la sociedad anónima o limitada se proyecta sobre múltiples aspectos, que ahora no pueden ser explorados. Para apercibirnos de la complejidad y dimensión de los problemas implicados bastará con aludir a un aspecto que conecta de lleno con el objeto de esta disertación. No me refiero sólo a la responsabilidad limitada, que cumple una función fundamental en la reducción de los costes de agencia internos, aunque eleve los costes de agencia externos, sino incluso a la propia estructura de capital de la sociedad. En este aspecto puede decirse que la relación recursos propios/recursos ajenos ha de confiarse a las fuerzas del mercado, pues ellas buscarán la composición óptima —aquella que maximiza el valor de la empresa— al ajustaría para minimizar los costes de agencia internos y externos. En muchos casos, en efecto, puede interesar a las partes que la sociedad tenga un elevado índice de endeudamiento, puesto que los costes de agencia externos que provoca son menores de los costes de agencia internos que ahorra. No puede olvidarse, en este sentido, que el endeudamiento de la sociedad puede mitigar los conflictos entre administradores y socios, puesto que reduce el flujo de tesorería discrecional de la sociedad y, por tanto, fuerza a los administradores a no dilapidar recursos en beneficio propio (por ejemplo, en gastos de representación, en capital humano general, en oficinas y mobiliario o en *jets* privados). En efecto, en la medida en que atender el servicio de la deuda obliga a la sociedad a reali-

zar fuertes *pay outs*, reduce la caja libre a disposición de los administradores y, por tanto, los disciplina para alinearse con los intereses de los socios. Si el coste de agencia de la deuda con terceros es menor que el beneficio que se logra al reducir los costes de agencia internos, es de esperar que estas sociedades estén altamente endeudadas y que se constituyan primero y sobrevivan después con escasas disponibilidades de capital. No es de extrañar por ello que las sociedades que operan en industrias maduras —con pocas probabilidades de crecimiento— y que, por esta razón, podrían tener mucha tesorería discrecional tengan un alto nivel de endeudamiento. La evidencia empírica disponible así lo demuestra. Naturalmente, en otros casos, la solución eficiente exige otra estructuración de las finanzas de la sociedad. Así por ejemplo, cuando el valor de liquidación de la empresa es muy reducido o cuando sus activos son fácilmente sustituibles cabe esperar que predominen los recursos propios sobre los ajenos. El coste de agencia externo se dispara en estos casos. En definitiva, lo que importa subrayar es que las estructuras financieras de las empresas han de verse como el resultado de ajustes contractuales muy complejos, que el derecho no debe entorpecer más que en aquellas hipótesis en que haya evidencia clara de que el mercado no funciona. Este es justamente el problema que hemos de examinar ahora en relación a la infracapitalización.

2. LA INFRACAPITALIZACION MATERIAL

4. La doctrina de la infracapitalización, como es sabido de todos, tiene que ver con la doctrina de la responsabilidad limitada y con su *pendant* que es la doctrina del capital social. El objetivo que persigue es ampliar la responsabilidad de los socios en los casos en que la dotación de capital que hayan hecho resulte insuficiente. La doctrina de la infracapitalización introduce pues una fractura en el principio de responsabilidad limitada propio de las sociedades de capital. Si se parte de la hipótesis —hoy suficientemente comprobada— de que en las empresas que normalmente se organizan bajo la forma de SA o SL la responsabilidad limitada constituye una norma eficiente (aspecto en el que ahora no podemos entrar), parece que, en principio, el establecimiento de la responsabilidad por infracapitalización es ineficiente. No obstante, de una cosa no se sigue necesariamente la otra. Es posible que la responsabilidad limitada sólo sea eficiente si la capitalización de la sociedad es adecuada. Esto es precisamente lo que tenemos que averiguar.

La doctrina suele prejuzgar el problema al considerar la responsabilidad limitada de los socios como un verdadero privilegio concedido por el ordenamiento. La justificación que se ofrece es macroeconómica: el Estado concede el privilegio —que en sí mismo no deja de considerarse odioso— a cambio de los beneficios externos que genera en términos de promoción de la industria y el comercio. Este es, en efecto, el *background* de la célebre tesis de la externalización. El problema de la responsabilidad limitada de los socios —suele decirse y yo mismo lo he dicho en un viejo trabajo al que ya me he referido— está en la externalización del riesgo empresarial sobre los acreedores de la sociedad. Y ésta es precisamente la razón por la que aquí y allá se pide una capitalización ade-

cuada de la sociedad. Si los socios quieren disponer de responsabilidad limitada, tienen que pagar el precio del privilegio; y ese precio —se agrega— no es otro que una dotación de capital suficiente y adecuada al objeto social o, dicho más exactamente, una dotación de capital que permita en el ejercicio de la empresa mantener un equilibrio razonable entre recursos propios y recursos ajenos. Se trata de un lugar bastante común en la literatura jurídica contemporánea⁴. Y yo no tendría nada que objetar contra él si se fundase en un diagnóstico exacto de la situación. La razón es bien clara: si efectivamente la infracapitalización ocasionase la externalización del riesgo empresarial, estaríamos indiscutiblemente ante un fallo de mercado que el ordenamiento debería corregir en aras a contribuir a la eficiencia general del sistema. En efecto, si el riesgo empresarial se corriese o desplazase sobre los acreedores, habría que intervenir de manera imperativa, pues en ese caso el coste privado divergería del coste social y esa divergencia es fuente de ineficiencias: se produce por encima del óptimo. Para apercibirnos de ello hemos de tener en cuenta que en ese entorno las decisiones de inversión no se tomarían en función de los costes totales de la actividad, sino sólo en función de los costes que habrían de soportar los socios y, en su caso —bajo la forma de pérdida de capital humano específico a la empresa—, los administradores. El sistema permitiría que se pusiesen en marcha proyectos, cuyo valor actual neto es negativo y, en definitiva, estaría propiciando la realización de inversiones subóptimas. De ser así, ciertamente, el legislador debería reaccionar decretando en términos muy severos la responsabilidad ilimitada de todos aquellos que promueven y se embarcan en una sociedad infracapitalizada. La responsabilidad ilimitada crearía incentivos para capitalizar adecuadamente —y quizá, excesivamente (por la aversión al riesgo de los inversores)— la sociedad. Hemos de decir, sin embargo, que este discurso, que se extiende en la literatura jurídica de nuestro tiempo como una mancha de aceite en el agua, aunque bajo ciertos aspectos no carece de fuerza, ha de rebajarse considerablemente. Enseguida tendremos ocasión de comprobar las razones que avalan esta afirmación.

5. La infracapitalización aumenta la *ratio* de la relación de los recursos ajenos sobre los recursos propios y, en esa medida, eleva los costes de agencia de los acreedores (es decir, los costes que se derivan de las divergencias de intereses entre el principal que presta los fondos y el agente que los gestiona). De esta circunstancia nos apercibimos sin esfuerzo si tenemos en cuenta que los socios de una sociedad infracapitalizada, al arriesgar una pequeña parte de todos los activos involucrados en la empresa social, tienen unos intereses —como beneficiarios de las rentas residuales y titulares del poder de gestión— que se separan abiertamente de los de quienes tienen comprometidas mayores inversiones y no las gestionan. En concreto, la infracapitalización incrementa los costes de super-

⁴ Sirvan como botón de muestras estas palabras que extraemos de un reciente estudio de LEHMANN: «Dass eine Privilegierung von Unternehmen mit beschränkter Haftung anzuerkennen ist, erscheint heute als so unstreitig, dass in der juristischen Ausbildung eine Begründung für dieses Prinzip offenbar als überflüssig betrachtet wird. Die Verleihung dieses Privilegs der beschränkten Haftung durch eine Wirtschaftsgesellschaft an bestimmte Wirtschaftssubjekte führt nämlich im Fall deren Insolvenz zu negativen Externalitäten, also zu Kosten, die nicht den Verursachern zugewiesen werden, so dass diese —makroökonomisch betrachtet— Allokation der Kosten bei der Gesamtheit aller Wirtschaftsteilnehmer einer Rechtsfertigung bedarf...». Y esa justificación sólo se encuentra —se añade de inmediato— «Wenn eine "Korrekte Eigenkapitalausstattung" vorläge».

visión de los acreedores (en una sociedad infracapitalizada hay una tendencia de los socios a adoptar estrategias que divergen sustancialmente de las que interesan a los acreedores); exacerba el problema de los costes asociados al llamado azar o riesgo moral (los socios están incentivados a adoptar proyectos de inversión de alto riesgo, puesto que si las cosas salen bien pueden capturar muy sustanciosos beneficios y si salen mal pueden proyectar las pérdidas sobre los acreedores) y aumenta los costes de quiebra de la sociedad (con la pérdida neta de efectivos reales que supone cualquier liquidación concursal de los activos de una empresa). El aspecto que interesa destacar es el relativo al azar moral. El conflicto entre la sociedad y los acreedores, connatural a cualquier régimen de responsabilidad limitada, se agrava dramáticamente en el caso de la infracapitalización, puesto que en tales circunstancias los incentivos de la sociedad para invertir de manera subóptima crecen de modo geométrico. Más específicamente: la infracapitalización determina que si una inversión promete beneficios elevados, por encima del valor facial de la deuda, la sociedad se apropiará de la mayor parte de las ganancias y, si la inversión falla, los acreedores pecharán con la mayor parte de las consecuencias. De ello se desprende que los socios pueden beneficiarse sustancialmente de una estrategia *going for broke*, es decir, de inversiones en proyectos de alto riesgo, incluso aunque posean un valor negativo, que se caracterizan precisamente por una pequeña probabilidad de grandes beneficios y muchas probabilidades de pérdidas.

No obstante, el hecho de que todo eso sea cierto no significa —como ha llegado a ser lugar bastante común en la literatura jurídica más reciente— que la infracapitalización externalice sobre los acreedores esos costes y con ellos una parte sustancial del riesgo empresarial. En rigor, la externalización de la que tanto se habla es, en buena medida, un espejismo. Los costes que se supone soportan los acreedores son soportados en realidad por los socios, y ello por la sencilla razón de que aquéllos, al formalizar sus contratos, anticipan la conducta futura de éstos. Puede decirse por ello que los costes de supervisión, de incentivos perversos y de quiebra asociados a la infracapitalización son costes en que incurren los acreedores, pero que pagan los socios. En efecto, en el caso de que éstos logren obtener crédito de aquéllos, o bien lo conseguirán prestando sus garantías personales u otro tipo de garantías o cautelas, o bien lo conseguirán a una tasa de interés más alta, que incluye una prima de riesgo para remunerar esos costes. Hay que tener en cuenta que en ocasiones los acreedores, básicamente los acreedores financieros, sienten menos aversión al riesgo (pues pueden diversificar sus riesgos [así, por ejemplo, los bancos] o están mejor informados acerca de determinadas circunstancias [por ejemplo, una entidad que financie sociedades de capital-riesgo]) y, consiguientemente, pueden estar dispuestos —como una compañía de seguros— a «comprar riesgos». En realidad, pues, los distintos acreedores de la sociedad pedirán una compensación adecuada al riesgo que han de soportar y establecerán las cautelas que consideren oportunas. En ese ajuste contractual se logrará una solución que convenga a ambas partes y, por tanto, se logrará un acuerdo eficiente. Obsérvese que no hay externalización, puesto que todos los riesgos están internalizados, es decir, contratados o asumidos voluntariamente. Como señala Susan WOODWARD, «the voluntary nature of the contracting creditor's acknowledgement of limited liability implies that the

creditor assesses the risk of lending to a limited liability organization, and charges accordingly for bearing that risk. All contracting risk-bearing parties are consequently, on average, fairly and competitively compensated». Lo que sucederá normalmente es que los socios perderán la responsabilidad limitada (mediante avales u otras garantías) o tendrán que pagar un interés muy elevado, con lo cual su ganancia será escasa. Pero nada hay de extraño en ello. Es ley elemental de la economía de mercado que la tasa de rendimiento de las inversiones está en función del riesgo y, por tanto, si los socios arriesgan poco (por participar en una sociedad infracapitalizada) ganarán poco; mientras que los acreedores, si arriesgan mucho (por prestar a una sociedad infracapitalizada), tendrán la posibilidad de ganar mucho. De esta manera, nunca se incurre en un nivel de riesgo socialmente excesivo; y, por tanto, la valoración de los proyectos arrojará *ex ante* un valor positivo.

La lección que se obtiene de todo ello es muy clara: los socios no deben responder por infracapitalización. Dado que los costes de la infracapitalización están internalizados a través de los contratos libres que se formalizan en el mercado, si después los tribunales decretaran la responsabilidad ilimitada de los socios estarían haciendo políticas redistributivas para lo que no están autorizados: estarían transfiriendo rentas de los accionistas a los acreedores, puesto que éstos, en cierto modo, cobrarían dos veces: una en forma de prima de riesgo y otra —cuando se produce la crisis— reembolsándose con cargo al patrimonio privado de los socios. Y esto —como se ha insinuado ya— tiene poco sentido hacerlo a través del Derecho privado. Las redistribuciones —en el caso de que estén justificadas desde el punto de vista de la justicia social— no deben confiarse al Derecho privado, que es incapaz de proceder de una manera no aleatoria, sino al sistema fiscal y a las instituciones del Estado del bienestar.

6. Lo anterior no quiere decir, sin embargo, que hayamos de prescindir de manera total y absoluta de la responsabilidad por infracapitalización y de permanecer aferrados al principio de plena libertad de configuración del capital, que durante mucho tiempo fue considerado como el principio central de la constitución financiera de las sociedades anónimas y limitadas. En este aspecto conviene recordar que la doctrina más tradicional siempre ha estimado que los socios de sociedades de capital disponen de libertad total para dotar la sociedad con el capital —mucho o poco— que estimen oportuno; lo único que se les exigía es que después observasen escrupulosamente las normas sobre publicidad, correspondencia e integridad del capital. La doctrina tradicional estimaba, en efecto, que la falta de capital no se sustituye por responsabilidad, sino por publicidad, cuyo más elevado exponente —desde el punto de vista formal— es la publicidad registral. Pero este análisis —que conduce a rechazar de plano cualquier sistema de responsabilidad por infracapitalización— tampoco resulta exacto, como tuve ya ocasión de exponer en el trabajo citado al principio de la exposición, al que ahora, con el fin de economizar espacio, nuevamente he de remitirme. Algunos de los argumentos allí aludidos aflorarán, no obstante, en el curso del razonamiento.

7. ¿Cuál es pues el camino a seguir? De lo que venimos diciendo se desprende la conclusión de que ha de explorarse una vía intermedia entre la genera-

lización de la responsabilidad por infracapitalización y la renuncia a cualquier instrumento de control. Para un recto entendimiento de la cuestión hemos de tener en cuenta —de acuerdo con las enseñanzas que se derivan del Teorema de Coase— que si no existiesen costes de transacción, cualquier disciplina jurídica sería irrelevante, puesto que las partes siempre la ajustarían a sus preferencias en sus negociaciones particulares. En efecto, si la ley proclamase el principio de libertad total de configuración del capital, cada acreedor, al negociar con la sociedad, podría alterar esa regla estableciendo la responsabilidad ilimitada. Y viceversa: si la ley consagrara la responsabilidad ilimitada a partir de un coeficiente fijo de infracapitalización, los socios podrían limitarla en sus transacciones con cada acreedor. Pero lo cierto es que hay costes de transacción y, por tanto, la función facilitadora del Derecho de sociedades es de enorme relevancia. Desde esta perspectiva, el Derecho ha de establecer aquella regla que en términos generales se revele más adaptada para el modelo de empresa que tiene presente a la hora de construir la disciplina; y esa regla —estamos hablando de sociedades anónimas o limitadas— es la responsabilidad limitada. Pero al propio tiempo tiene que dejar abierta una puerta que permita imponer la sanción de la responsabilidad ilimitada en ciertos casos escandalosos de capitalización manifiestamente insuficiente. Existen para ello dos razones, que se asocian, como siempre, a la voluntad hipotética de las partes, la guía de cualquier derecho facilitador.

a) La primera razón viene dada por el hecho de que en relación a cierto tipo de acreedores —los acreedores no contractuales (extracontractuales, cuasi-contractuales y legales)— no hay posibilidad de internalizar los costes. El carácter involuntario de la relación impide el ajuste contractual. No es de extrañar por ello que el fenómeno de la infracapitalización preocupe especialmente respecto a esta clase de acreedores, y que se hayan propuesto medidas de la más variada índole, tanto generales como especiales, cuya discusión necesariamente hemos de dejar para ocasión más propicia. En el contexto de la esta exposición bastará con constatar que, en estos casos, en los cuales el mercado, por definición, falla, el Derecho debe intervenir, y que debe hacerlo —a nuestro juicio— estableciendo la necesidad de un capital adecuado al nivel de riesgo extracontractual o, en su caso, la obligatoriedad de un seguro de responsabilidad civil. Sólo así podrá asegurarse que la sociedad no se embarca en proyectos empresariales de valor negativo. La necesidad de reaccionar la prueba la experiencia que proporcionan los países más desarrollados, en los cuales se observa —y al respecto hay ya evidencia empírica disponible— una acusada tendencia a la infracapitalización por parte de las empresas deditadas a actividades peligrosas, especialmente en el campo de los *large-scale and long-terms hazards*.

b) Para descubrir la segunda razón hemos de referirnos a los pequeños acreedores (acreedores comerciales, proveedores de servicios, consumidores y, sobre todo, trabajadores). En relación a estos que se han llamado «acreedores ignorantes» se han hecho —y yo las he compartido en estudios anteriores— apreciaciones similares a las que hemos visto hacer respecto de los acreedores no contractuales. Se ha dicho, en efecto, que esta clase de acreedores —cuya importancia en la economía de una empresa no es preciso encarecer— no pueden protegerse frente a los riesgos de la infracapitalización. La razón que viene a aducirse, bajo una u otra formulación, es su incapacidad para internalizar mediante la

negociación contractual —vía precios y otros *covenants*— los costes de agencia que ya conocemos. Si dejamos a un lado los argumentos relativos al monopolio y a la desigualdad del poder de negociación, que son más aparentes que reales en un entorno competitivo, el argumento principal a que se recurre se funda en los costes de información. El argumento se formula así: la internalización de los efectos de la infracapitalización no puede llevarse a cabo por los «acreedores ignorantes» porque la inversión en información en que tendrían que incurrir para calibrar el grado de infracapitalización de la sociedad y valorar razonablemente sus riesgos es tan grande que no les compensa en relación a la escasa entidad que suelen tener sus transacciones. Pero el argumento —el tan a menudo insidioso argumento de la «asimetría de información»— no se halla, a mi juicio, al abrigo de algunos reparos sustanciales. Es cierto que los costes de información son elevados, aunque en el mercado haya especialistas —sobre todo los bancos— que pueden contribuir a rebajarlos. No es éste, sin embargo, mi reparo. Mi objeción es más simple: si los «acreedores ignorantes» efectivamente contratan con la sociedad sin informarse o informándose insuficientemente acerca de su estructura financiera es porque, con todo, esa contratación les conviene y, si es así, esa contratación es eficiente (naturalmente supongo que la contraparte no desarrolla conductas dolosas o fraudulentas). Es de observar, en este sentido, que —según enseña George STIGLER— cualquier agente invertirá en información hasta el punto en que el beneficio marginal que espera obtener de ella iguala el coste marginal que le ocasiona descubrirla o producirla y procesarla. Consiguientemente, si los «acreedores ignorantes» no se informan más es porque el coste marginal de la información supera al rendimiento esperado y, en consecuencia, les conviene contratar en esas condiciones de incertidumbre y pechar con los riesgos. Por tanto, repetimos, el argumento de la externalización carece de fuerza en estos casos.

Es cierto, sin embargo, que si seguimos la pista de esas consideraciones sobre la economía de la información, podemos encontrar una razón para que el Derecho establezca un deber de capitalización adecuada. Esa razón se vislumbra desde la perspectiva de los incentivos para invertir en información o, si se prefiere, desde la perspectiva de la distribución de los riesgos de error. Bajo esta óptica parece deseable, en efecto, que los «acreedores ignorantes» puedan confiar en que la sociedad está adecuadamente capitalizada. La protección por parte del ordenamiento de esta confianza no significaría que la sociedad necesariamente tenga que estar adecuadamente capitalizada; lo único que significaría es que en caso de no estarlo —cosa que le puede interesar por múltiples razones— tendría el deber de notificar al acreedor sus pautas inusuales de capitalización. La razón es bien clara: es más barato para la sociedad (que tiene plena información acerca de su estructura financiera) notificar a los acreedores acerca de su infracapitalización, que para los acreedores tener que investigar en todos los casos. La comunicación relevaría a la sociedad de cualquier responsabilidad, puesto que, sabedores de esa circunstancia, los acreedores podrían internalizar en el contrato los sobrerriesgos que asumen con la operación a bajo coste y de una manera exacta. Esta regla puede justificarse con un experimento muy sencillo de cálculo contractual, que es el que conduce al establecimiento de reglas jurídicas eficientes. Situados detrás del velo de la ignorancia (es decir, sin conocer

si vamos a ser socios o acreedores) estableceríamos aquella regla que minimice los costes totales de la transacción; y como la regla de la capitalización adecuada lo hace —dispensa de la carga de la información a quien más le cuesta informarse—, tendría el consenso de todos. En los casos particulares en que la regla no se adaptase a las preferencias de las partes, podría eludirse la responsabilidad por infracapitalización mediante la oportuna *dislosure* o comunicación al acreedor.

8. Llegamos así al Borrador de Anteproyecto. La Comisión General de Codificación estimó que no era oportuno regular la infracapitalización material decretando la responsabilidad ilimitada de los socios y, por esta razón, la regla está ausente del texto que comentamos. Personalmente comparto plenamente esta decisión. Probablemente resulte paradójico este juicio cuando hace un instante —con base fundamentalmente en la necesidad de reducir los costes de información de los acreedores ignorantes y los costes externos que se ocasionan a los acreedores extracontractuales— he defendido la eficiencia de un deber de capitalización adecuada. Pero hay razones que deshacen la paradoja. A este propósito hemos de tener en cuenta que la consagración en la ley de un tipo de infracapitalización material conduciría a «normalizar» un fenómeno que en el tráfico tiene escasa incidencia (el problema real —como veremos— lo plantea la infracapitalización nominal) y a normalizar, por tanto, la responsabilidad ilimitada. La cosa no tendría mayor importancia si fuese posible establecer reglas claras y precisas sobre el nivel de capital suficiente o adecuado, y esas reglas fuesen lo bastante simples como para poder ser administradas sin grave perturbación. Pero ni una ni otra cosa parecen factibles hoy por hoy. Los economistas se consideran absolutamente incapaces de establecer criterios generales —es decir, típicos— de capitalización adecuada y *ratios* de equilibrio entre recursos propios y recursos ajenos. Cambian de sector en sector y dependen de muchas variables. Incluso para algunos economistas hablar de capitalización adecuada es hablar de metafísica (recuérdese el Teorema de Modigliani-Miller: el valor de la empresa es independiente de su estructura de capital). Sería, por tanto, muy difícil lograr una regla operativa. Pero aunque se lograra —por ejemplo, a través de prognosis de riesgo realizadas *ex post* mediante análisis de regresiones— su administración —como recientemente ha recordado VONNEMANN— sería muy difícil. El coste de error (es decir, el coste de que se considerasen infracapitalizadas sociedades correctamente capitalizadas) existiría, y ese coste de error retraería muchas inversiones. No puede olvidarse, en este sentido, que la responsabilidad limitada constituye una condición indispensable para la realización de muchos proyectos empresariales que arrojan un valor actual neto positivo. Una norma legal de infracapitalización material estaría señalizando el riesgo de pérdida de la limitación de responsabilidad y los inversores —que son aversos al riesgo— tenderían a sobrevalorar la posibilidad de que los tribunales les considerasen infracapitalizados, máxime en un contexto judicial como el nuestro, en el que los jueces piensan más en términos redistributivos (proteger a la «parte débil», etc.) que en términos de eficiencia, y que, de consiguiente, al enfrentarse a los casos actúan más con una visión *ex post*, con el fin de resolver equitativamente un problema, que con una visión *ex ante* dirigida a crear normas eficientes hacia el futuro. Por todo ello, repito, estimo muy prudente la opción adoptada por la Comisión General de Codificación.

Más de ello no debe extraerse la conclusión derrotista de que haya de renunciarse absolutamente a exigir la responsabilidad por infracapitalización. Yo creo que podemos partir de la premisa de que en nuestro ordenamiento se consagra —de manera implícita— un deber de capitalización adecuada y, por tanto, la responsabilidad de los socios por infracapitalización. Pero se trata de una doctrina no normalizada, que debe quedar confinada al campo en que está de los remedios excepcionales y a la que debe recurrirse —en el marco de los expedientes judiciales del levantamiento del velo de la persona jurídica— en aquellos casos límite en que se observe que la capitalización de la sociedad es manifiestamente y sin asombro de duda desproporcionada al nivel de riesgo de la empresa programada para la explotación del objeto social⁵. En este contexto, la doctrina de la infracapitalización ha de administrarse en función de la visión contractual. No será de aplicación en favor de los acreedores financieros, sino sólo respecto de los acreedores extracontractuales y de los llamados «acreedores ignorantes» a los que no se hubiese avisado oportunamente y, además, en ningún caso podrá hacerse uso de ella para instrumentar un control previo de la capitalización de las sociedades. El control sólo podrá tener lugar —como acertadamente ha señalado la Resolución de la Dirección General de los Registros y del Notariado de 22-6-1993— *a posteriori*, cuando el acreedor se haya visto defraudado por la insuficiencia del capital social.

3. INFRACAPITALIZACIÓN NOMINAL

9. Una vez discutidos algunos de los aspectos centrales de la infracapitalización material, hemos de prestarle atención a la infracapitalización nominal, que se produce cuando la sociedad está correctamente financiada por los socios, pero la financiación se hace en buena parte a través de capital de crédito y no a través de capital de responsabilidad. El problema de esta segunda categoría de infracapitalización reside en que la insuficiencia de medios propios se suple por parte de los mismos socios mediante préstamos a la sociedad. Ésta es la infracapitalización que contempla el Borrador de Anteproyecto bajo la rúbrica de «Postergación legal de créditos». El enunciado de la rúbrica es ilustrativo, puesto que alude directamente a la sanción: los préstamos concedidos a la sociedad infracapitalizada por sus socios se subordinan en caso de crisis de la empresa a los créditos del resto de los acreedores sociales y, de esta manera, se convierten en acreedores residuales, es decir, en aportantes de medios propios. La sanción no consiste pues en la ilimitación de la responsabilidad, sino en la extensión de su importe, que abarcará ahora el de la aportación y el del préstamo.

10. Con el fin de valorar la disciplina proyectada conviene recordar algunos momentos de la interesantísima discusión que tuvo lugar en el seno de la

⁵ En nuestra experiencia más reciente nos ofrece un caso paradigmático la sentencia de la Audiencia Provincial de Albacete de 15-7-1991, que hace responder a los socios de una deuda social contraída por una sociedad a todas luces infracapitalizada (el supuesto se refiere a unos proveedores que suministraron mercancías a la sociedad por un valor muy superior a las 500.000 ptas. de su capital social). Aunque técnicamente está muy deficientemente elaborada, la resolución tiene el interés de poner el acento en los problemas de la información (aparición de solvencia, etc.).

Comisión General de Codificación, en la que quedó patente el enfrentamiento de dos modelos de regulación: un modelo —de inspiración preferentemente concursal— basado en la subordinación automática de cualquier crédito otorgado por los *insiders* (socios, administradores, etc.) y un modelo —de corte más societario— fundado en la subordinación sólo de los créditos concedidos por los socios a sociedades infracapitalizadas. A la postre habría de prevalecer el modelo societario, y personalmente estimo que éste es un acierto del Borrador que estamos examinando: el derecho de quiebras no debe interferir en el derecho extraconcursal. No obstante, en la disciplina final quedaron ciertas piezas y adherencias del modelo original que, a mi juicio, merecen ser revisadas, pero que no empañan el juicio positivo que merece la regulación contemplada en su conjunto. Pero vayamos por partes y así tendremos ocasión de justificar esta valoración global que ahora anticipo y de reconocer más analíticamente los pequeños destrozos que han de ser reparados.

11. La técnica de la subordinación automática de todos los créditos de los *insiders* tiene indudables ventajas desde el punto de vista de la administración del sistema. El juez no tiene que indagar si la dotación de capital era adecuada y, por consiguiente, se facilita su trabajo y se logra mayor certidumbre en el proceso de adjudicación. La propia certidumbre invita menos a pleitear y, por tanto, se reducen también los costes de litigiosidad. Algunas legislaciones como la portuguesa o la griega se inscriben en esta dirección. Pero al lado de esas ventajas, que tampoco deben sobrevalorarse (pues el automatismo de la regla habría de estimular, a buen seguro, una abundante ingeniería inversa), el modelo de subordinación automática tiene también costes indudables, que se asocian básicamente al incremento que experimenta el coste del crédito de los *insiders*, que es una fuente de financiación de extraordinaria importancia dentro de las pequeñas empresas y de los grupos de sociedades. La regla trata, no obstante, de justificarse en nombre de los acreedores externos, que presuntamente serían los beneficiados. Pero la regla, incluso desde esa perspectiva, es muy dudosa. Los socios pueden dar crédito a su sociedad en términos mucho más ventajosos que los financiadores externos, y ello porque el coste de agencia de su deuda es muy inferior. Los costes de información y de supervisión en que deben incurrir son mucho menores, porque ellos conocen mejor la empresa y, además, pueden alinear a sus intereses como acreedores las estrategias de su *management*. El hecho de que la sociedad pueda recibir estos créditos reduce el riesgo de los acreedores externos, puesto que aleja la incidencia de la quiebra. Como es natural, la medida de la subordinación automática frenaría además los créditos de salvamento. Por todo ello, repito, creo que debe descartarse —como ha hecho en líneas generales la Comisión General de Codificación— el modelo de la subordinación automática, y, en concreto, que debe revisarse —suprimirse— el artículo 312 del Borrador, que dispone la postergación automática de los créditos concedidos a la sociedad por otras sociedades del grupo. Esta es una de esas adherencias que quedan del modelo originario en el que se inspiró la Ponencia.

12. No se me oculta ciertamente que buena parte de la crítica que he dirigido contra el modelo de subordinación automática podría también dirigirse contra el modelo de subordinación condicionada a la infracapitalización, puesto

que en definitiva, aunque sea en medida menor, también aquí se incrementa el coste del crédito interno. Hay, sin embargo, algunas razones que justifican esta opción y que, en buena medida, se asocian —como sucedía en la infracapitalización material— a la necesidad de rebajar los costes de información de los acreedores extracontractuales. Enseguida me explico. La subordinación de créditos constituye una medida de intervención en el orden contractual natural del mercado, y por esa razón ha de estar justificada por la existencia de un fallo de mercado. Si los mercados funcionasen correctamente, esto es indiscutible, cualquier mecanismo de subordinación resultaría ineficiente, pues impediría ajustes contractuales que a todos convienen. El problema de la infracapitalización nominal —como el de la infracapitalización material— no afecta a los acreedores profesionales, puesto que éstos pueden defenderse mediante la oportuna indagación y valoración profesional del riesgo que asumen. El problema está en relación a los pequeños acreedores. Y aunque se plantea en términos distintos que en la infracapitalización material, la lógica que lo preside es la misma. Los préstamos a la sociedad por parte de los socios determinan que ésta tenga disponibilidades financieras y que ofrezca una imagen externa de estabilidad y consistencia que no se corresponde realmente con su estructura de capital. En tales circunstancias, si falta una disciplina de la subordinación, los pequeños acreedores han de invertir recursos en informarse. En cambio, si el ordenamiento protege su confianza en la imagen exterior, les dispensa de la carga de la indagación. Esto sólo puede hacerse decretando la responsabilidad de los socios prestamistas, es decir, postergando en caso de crisis el rango de sus créditos. En realidad, una vez más, es eficiente que el Derecho establezca un deber de capitalización adecuada, a fin de que los acreedores ignorantes reduzcan sus cargas informativas. No en vano un autorizado sector de la doctrina alemana ha vinculado la doctrina de la infracapitalización nominal a la doctrina de la protección de la confianza⁶. Naturalmente, la solución es sensata porque el coste de la sociedad de informar a sus acreedores acerca de su estructura financiera y de la existencia de préstamos de sus socios que en caso de quiebra concurrirán con los suyos es muy inferior a aquél en que necesitan incurrir los acreedores para producir esa información. Ahora bien: si la sociedad quiere obtener préstamos más baratos de sus socios, para lo cual tiene que garantizarles que no serán degradados de rango en la quiebra, tiene una salida muy fácil: advertir a todos los acreedores posteriores acerca de la existencia de esos créditos. Dicho de otra manera: la subordinación —como acertadamente ha puesto de relieve JACKSON— no debe considerarse como un fenómeno normativo específico de la quiebra, sino como una norma de Derecho dispositivo —como una cláusula contractual implícita que integra todos los contratos con los acreedores sociales—. Las consideraciones anteriores no valen exactamente para los acreedores extracontractuales, pero desde su punto de vista, la subordinación de los créditos se justifica, asimismo, por el hecho de la infracapitalización. Dado que las sociedades infracapitalizadas normalmente funcionan merced a la financiación

⁶ «Seine dogmatische Grundlage —dirá LUTTER— [ist] der objektiven Enttäuschung velanlassten Vertrauens in allgemeinen Geschäftsverkehr. Der Gesellschafter, der durch seine Finanzmittelzufuhr den Eindruck eine durchaus lebensfähigen Unternehmens hervorrufen hat, muss für sein weiteres Verhalten daraus die Konsequenzen ziehen.»

interna, no resulta descabellado pensar que el riesgo de daños extracontractuales está vinculado a esta financiación. Lo procedente es pues que, en caso de crisis, esos créditos se computen como capital y no concurren con los que ostenten los deudores extracontractuales.

13. Dentro del modelo de regulación que propugnamos, el problema fundamental consiste en determinar el umbral de capitalización a partir del cual se activa o se desactiva la subordinación. De lo que se trata, en definitiva, es de discernir cuándo la sociedad está o no adecuadamente capitalizada. El tema —según hemos insinuado— es de una extrema complejidad. No obstante, siendo el efecto de la calificación la simple postergación —y no la responsabilidad ilimitada— no hay razones de peso que impidan al legislador tipificar una cláusula general. El Borrador del Anteproyecto se ha inspirado en este punto —a mi juicio, con acierto— en el Derecho alemán, y ha establecido en el artículo 311 que el préstamo quedará subordinado sólo si ha sido contraído «por necesidades de financiación que un ordenado empresario habría cubierto mediante aportaciones de capital». Con ello, en realidad, el legislador se remite a las experiencias del tráfico. A fin de facilitar la tarea, el precepto ofrece una segunda guía al intérprete al prevenir que se considerará que aquella circunstancia concurre cuando «los créditos hubieran sido concedidos sin determinación de vencimiento o en condiciones que manifiestamente la sociedad no habría podido obtener en el mercado». Pero esta segunda indicación no está al abrigo de algunas objeciones. A este respecto ha de observarse, por un lado, que el hecho de que los créditos hubieran sido concedidos sin vencimiento tiene una conexión muy remota con el fenómeno de la infracapitalización y, por esa razón —por no entroncar en la lógica de la disciplina— esta cláusula debería desaparecer en futuras revisiones del trabajo de la Comisión. Por otro lado, la segunda cláusula debe rectificarse levemente. A nuestro juicio —y así lo ha puesto de manifiesto un reciente trabajo de ROTH—, la infracapitalización se conecta directamente al hecho de no encontrar financiación en el mercado del crédito, no al hecho de no encontrarla en las mismas condiciones. En el crédito de los socios hay que descontar siempre los menores costes de agencia típicamente asociados a la personalidad y posición societaria del prestamista.

14. Una vez esbozados aquellos aspectos en torno a los cuales se dibuja la filosofía de la disciplina, hemos de examinar muy rápidamente su articulación. Varias son las observaciones que han de hacerse al respecto.

a) La primera hace referencia al momento en que se activa la postergación. El Borrador de Anteproyecto, en su artículo 313.1, señala que «los créditos postergados no podrán ser satisfechos hasta la íntegra satisfacción de los demás créditos existentes en el momento en que haya sido admitida a trámite la solicitud de suspensión de pagos, declarada la quiebra o acordada la intervención de la liquidación de la sociedad». Es lógico que la subordinación se refiera a las situaciones de crisis, pero a mi juicio debiera incluir también las liquidaciones voluntarias. Se facilitaría así la liquidación fuera de la quiebra al privar a los socios acreedores de cualquier esperanza de beneficiarse del reparto extraconcursal.

b) Con el fin de eludir la subordinación, los socios pueden sentir la tentación de recuperar sus créditos prematuramente. El artículo 314 del Borrador, consciente de este riesgo, establece la obligación de devolver a la masa concur-

sal el importe de los préstamos amortizados durante el año anterior a la fecha de retroacción de la quiebra (¿no sería más acertado referir el cómputo a la fecha del auto de declaración?) o a la fecha de la declaración de la suspensión de pagos o al acuerdo de intervención de liquidación de la sociedad. En este punto se echa de menos también la previsión de una acción de impugnación que sería precisa para el caso de que se contemplase la activación de la disciplina en la liquidación voluntaria.

c) La tercera observación versa sobre las operaciones análogas. La disciplina de la infracapitalización nominal que recoge el Borrador de Anteproyecto está construida sobre la figura fenomenológicamente más típica o recurrente del préstamo concedido por los socios a la sociedad. No obstante, si aspira a sobrevivir frente a la presión de la «ingeniería inversa», ha de extenderse a todos aquellos supuestos de financiación de la sociedad por parte de los socios que, aun revistiendo una distinta forma jurídica, se revelan económicamente equivalentes. Así lo hace el Borrador de Anteproyecto, y con buen criterio. En este aspecto hemos de destacar dos puntos de la máxima importancia. El primero es el relativo a las garantías prestadas por los socios para afianzar créditos de terceros a la sociedad. El problema que presentan estas prácticas es exactamente el mismo que presentan los préstamos. Si la sociedad está infracapitalizada, el préstamo se concede en atención a la garantía; y si esto es así, lo que procede es que el socio solicite personalmente el crédito y más tarde aporte esos fondos al capital de la sociedad. De no observar esta conducta, deberá incurrir en responsabilidad. Esta es la filosofía que inspira el artículo 311.2 del Borrador de Anteproyecto. El segundo punto que queríamos subrayar se refiere a la cláusula residual del artículo 316. «Las disposiciones de este capítulo —dice el precepto— serán de aplicación a los derechos derivados de cualquier otra operación de financiación a la sociedad por las personas a que se refiere el artículo 311, cuando por sus condiciones y finalidad resulte económicamente equiparable a los créditos contemplados en dicho precepto». No es posible ahora detenerse en el estudio de la variadísima fenomenología (*leasing*, ventas aplazadas, etc.) que está llamada a cubrir la norma, a la que ya he hecho referencia en mi estudio de 1983. En este momento he de limitarme a precisar que la norma está redactada en términos suficientemente generales como para permitir la cobertura de las combinaciones más relevantes. Queda la duda acerca de si la norma cubre también la llamada financiación *in natura*, en la que los socios retienen derechos reales sobre los activos cedidos a la sociedad que pueden hacer valer, mediante la oportuna *sepa-ratio ex ture domino*, en la quiebra. No estaría de más que se reflexionase sobre este punto y se valorase, en su caso, la oportunidad o conveniencia de introducir una norma *ad hoc*. La importancia de la materia así lo requiere. El tema ha sido ya objeto de atención por parte de nuestra jurisprudencia que, aun cuando ha utilizado una argumentación escasamente atendible, en varias ocasiones ha impedido a los socios separar del patrimonio social ciertos recursos que le habían vendido con reserva de dominio o le habían alquilado o dejado en comodato. Me refiero a las Sentencias del Tribunal Supremo de 20-6-1983 y, más recientemente, de 15-4-1992.

d) Finalmente hemos de aludir a los destinatarios de la disciplina. Hasta el momento hemos presupuesto que eran los propios socios de la sociedad. Pero

hay que parar la atención un instante sobre este extremo y determinar si son todos los socios y si son sólo los socios los sujetos afectados. Bajo el primer aspecto, la solución del Borrador de Anteproyecto parece impecable: sólo están sujetos a postergación los créditos de los socios que ostenten, como mínimo, una participación del 10 por 100 en el capital social. La responsabilidad por infracapitalización sólo tiene sentido respecto de los socios que tengan «interés empresarial» en la sociedad y, por tanto, la medida del 10 por 100 parece razonable. Esta es justamente la solución que se ha propuesto en Alemania por un autorizado sector de la doctrina; y el testimonio es especialmente ilustrativo porque se trata de una propuesta de *lege lata*, a introducir mediante la oportuna reducción teleológica de una ley que se refiere indistintamente a todos los socios. Menos afortunada me parece la solución del Borrador de Anteproyecto al extender la disciplina a los préstamos de los administradores de la sociedad. Este es otro residuo del modelo concursal que se fija en los *insiders* y no en los *residual claimants*, y que, en consecuencia, también debería ser reconsiderado.

15. Dicho lo anterior, me apresuro a agregar que, en términos generales y con independencia de las concretas observaciones críticas que he adelantado, creo que las innovaciones introducidas por el Borrador de Anteproyecto pueden contribuir al progreso de nuestro Derecho de sociedades y, en definitiva, a incrementar la eficiencia de nuestras pequeñas sociedades de capitales. Y digo pequeñas porque el problema de la infracapitalización, según enseña la experiencia y permite predecir la ciencia de las finanzas, es un problema de las sociedades cerradas (empresas familiares, grupos de sociedades, etc.). En las sociedades abiertas —con separación o especialización de funciones entre los proveedores de capital (accionistas) y los proveedores de capacidad gerencial (administradores)— las propias fuerzas del mercado de capitales protegen contra el problema de la infracapitalización. No es éste el momento de detallar las razones que abonan esta afirmación, que dejo para otros estudios. Aquí, y en línea con esta observación, me limitaré a hacer una breve reflexión sistemática, con la que termino. El Borrador de Anteproyecto contempla la regulación de la infracapitalización en la Disposición adicional duodécima, que prevé su definitiva ubicación en un nuevo capítulo XI de la Ley de Sociedades Anónimas. En la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada la cuestión se regularía por remisión. El artículo 128 del Borrador de Anteproyecto establece, en efecto, que «será de aplicación a la sociedad de responsabilidad limitada lo establecido en el capítulo XI de la Ley de Sociedades Anónimas». Puesto que el modelo sobre el que está proyectada la Ley de Sociedades Anónimas es la sociedad abierta y el modelo que sirve de base a la Ley de Limitadas es la sociedad cerrada, me pregunto si no sería más oportuno desde el punto de vista sistemático proceder del modo simétricamente inverso.

NOTA BIBLIOGRÁFICA

1. Nuestro primer estudio sobre la materia, al que nos referimos al principio del trabajo, es C. PAZ-ARES, «Sobre la infracapitalización de las sociedades», *ADC*, 1983, págs. 1587 y ss. En nuestra doctrina puede consultarse también el estudio de J. MASSAGUER FUENTES, «El capital nominal de la sociedad anónima», *RGD*, 1990, págs. 5547 y ss.

2. Los trabajos pioneros, de los que arranca la concepción contractual de la empresa, se deben a A. A. ALCHIAN y H. DEMSETZ, «Production, Information Costs and Economic Organization», *Am. Econ. Rev.*, 62, 1972, págs. 777 y ss.; y a M. C. JENSEN y W. H. MECKLING, «Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure», / *Fin. Econ.*, 3, 1976, págs. 305 y ss.; *vid.*, también, para una primera aproximación, E. F. FAMA y M. C. JENSEN, «Separation of Ownership and Control», *J. L. & Econ.*, 26, 1983, págs. 301 y ss.; S. S. CHEUNG, «The Contractual Nature of the Firm», *J. L. & Econ.*, 26, 1983, págs. 1 y ss. El trabajo que abre la brecha es el célebre estudio de R. H. COASE, «The Nature of the Firm», *Económica*, 4, 1937, págs. 386 y ss. Una buena parte de estos trabajos se reproducen en el *reading* de R. A. POSNER y K. E. SCOTT (eds.), *Economics of Corporation Law and Securities Regulation*, Boston-Toronto, 1980, págs. 3 y ss.; para una magnífica síntesis de la evolución en la materia, *vid.* O. HART, «An Economist's Perspective on the Theory of the Firm», *Colum. L. Rev.*, 89, 1989, págs. 1757 y ss. Los juristas que más han contribuido a retraducir al discurso jurídico de la sociedad anónima la teoría de la empresa son, sin duda alguna, F. H. EASTERBROOK y D. R. FISCHER, «The Corporate Contract», *Colum. L. Rev.*, 89, 1989, págs. 1416 y ss. y, en general, en su excelente libro sobre *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge-Mass. London, 1991, del que aquel artículo es su primer capítulo. Para una visión panorámica son de interés los ensayos de H. N. BUTLER, «The Contractual Theory of the Corporation», *Geo. Masón U. L. Rev.*, 11, 1989, págs. 99 y ss. y -desde una perspectiva crítica- W. W. BRATTON, «The Nexus of Contract Corporation: A Critical Appraisal», *Cornell L. Rev.*, 74, 1989, págs. 407 y ss. En la literatura continental, *vid.* Ch. KIRCHNER, «Ökonomische Analyse des Unternehmensrechts: Ein Forschungsansatz», *Jahrbuch für Neue Politische Ökonomie*, 2, 1983, págs. 137 y ss., y, entre nosotros, B. ARRUÑADA, *Control y regulación de la sociedad anónima*, Madrid, 1990, *passim*, y *Economía de la empresa: un enfoque contractual*, Barcelona, 1990, *passim*, esp. págs. 19 y ss. y 65 y págs. ss.

3. La teoría de la infracapitalización —material o nominal— que se esboza en este estudio es muy tributaria de las orientaciones que ofrece la literatura norteamericana más reciente. En la bibliografía utilizada destacan los siguientes estudios: R. A. POSNER, «The Rights of Affiliated Corporations», *U. Chi. L. Rev.*, 43, 1976, págs. 499 y ss. (reproducido en POSNER, y SCOTT, *op. cit.*, págs. 26 y ss.), y F. G. EASTERBROOK y D. FISCHER, «Limited Liability and the Corporation», *U. Chi. L. Rev.*, 52, 1985, págs. 89 y ss. (reproducido en la obra de los mismos autores, *Economic Structure of Corporate Law*, *cit.* págs. 40 y ss.); R. E. MEINERS, J. S. MOFSKY y R. D. TOLLISON, «Piercing the Veil of Limited Liability», *Delaware J. Corp. Law*, 4, 1979, págs. 351 y ss.; P. HALPERN, M. TREBILCOCK y S. TURNBULL «An Economic Analysis of Limited Liability in Corporation Law», *U. Taranto L. Jour*, 30, 1980, págs. 117 y ss.; L. E. RIBSTEIN, «Limited Liability and the Theories of the Corporation», *Marylan L. Rev.*, 50, 1991, págs. 80 y ss. Entre los economistas, *vid.* S. E. WOODWARD, «Limited Liability and the Theory of the Firm», *Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft/JITE*, 141, 1985, págs. 601 y ss.; J. L. CARR y G. F. MATHEWSON, «Unlimited Liability as a Barrier to Entry», *Journal of Political Economy*, 96, 1988, págs. 766 y ss.; A. WINTON, «Limitation of Liability and the Structure of the Firm» *Journal of Finance*, 48, 1993, págs. 487 y ss. En la literatura europea sobresalen las contribuciones de G. H. ROTH «Zur economic analysis der beschränkten Haftung», *ZGR*, 1986, págs. 371 y ss.; R. PARDOLESI, «Veil Piercing e analisi económica del diritto: l'esperienza statunitense», en AA.W. *Responsabilità limitata e gruppi di società*, Milano 1987, págs. 135 y ss.

4. Sobre la problemática específica de los acreedores extracontractuales, *vid.* Ch. D. STONE, «The Place of Enterprise Liability in the Control of Corporate Conduct», *Yale L. Jour*, 90, 1980, págs. 1 y ss., D. W. LEEBRON «Limited Liability, Tort Victims and Creditors», *Colum. L. Rev.*, 91, 1991 págs. 1565 y ss.; H. HANSMANN y R. KRAAKMAN, «Toward Unlimited Shareholder Liability for Corporate Torts», *Yale L. Jour*, 100, 1991, págs. 1879 y ss.; L. LIPOWSKI POSEY, «Limited Liability and Incentives when Firms Can Inflict Damages Greater than Net Worth», *Int. Rev. Law & Econ*, 13, 1993, págs. 325 y ss.;

zards», *Journal of Political Economy*, 98, 1990, págs. 574 y ss.

5. En la doctrina iusmercantilista europea, la literatura sobre la infracapitalización material es enorme: *vid.* en la época más reciente, G. B. PÓRTALE, «Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzata», *Riv. Soc.*, 1991 (hay edición separada en Giuffré, Milano 1991); y, en Alemania, G. H. ROTH, «Unterkapitalisierung und persönliche Haftung» *ZGR*, 1993, págs. 170 y ss.; para una buena exposición del estado de la cuestión *vid.* W. VONNEMANN, «Haftung von GmbH-Gesellchaftern wegen materieller Unterkapitalisierung», *GmbH-Rdsch*, 1992, págs. 77 y ss.

6. Las fuentes relativas a las referencias puntuales consignadas en el texto son las siguientes: la cita de Lehmann corresponde a M. LEHMANN, «Das Privileg der beschränkten Haftung und der Durchgriff im Gesellschafts- und Konzernrecht. Eine juristische und Okonomische Analyse», *ZGR*, 1986, págs. 350-351; el que Stigler bautizaría como el Teorema de Coase se desarrolla en R. H. COASE, «El problema del coste social», trad. esp. en I. A. CREDILLA (ed.), *Economía del medio ambiente*, Madrid 1974, págs. 99 y ss.; la referencia a Stigler procede de G. J. STIGLER, *La economía de la información*, en D. M. LAMBERTON (ed.), *Economía de la información y del conocimiento*, trad. esp., México, 1977, págs. 59 y ss. El llamado Teorema de Modigliani-Miller se desarrolla en F. MODIGLIANI-MILLER, «The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment», *Am. Econ. Rev.*, 48, 1958, págs. 261 y ss., esp. págs. 268 y ss. La cita de Woodward se encuentra en su ya citado trabajo JITE, 141, 1985, pág. 602; la cita de Vonnemann puede comprobarse en su también citado trabajo en *GmbH-Rdsch*, 1992, págs. 79-80; la cita de Lutter se encuentra en M. LUTTER y P. HOMMELHOFF, «Nachrangiges Haftkapital und Unterkapitalisierung in der GmbH», *ZGR*, 1979, págs. 38-39; la referencia de Jackson puede consultarse en Th. H. JACKSON, «Translating Assets and Liabilities to the Bankruptcy Forum», / *Legal Stud*, 14, 1985, págs. 73 y ss., esp. págs. 87-88. La cita de Roth se localiza en su ya citado trabajo, *ZGR*, 1993, págs. 170 y ss.

7. Desde el punto de vista de la legislación comparada, se citan como modelos legislativos del sistema de la subordinación automática la Ley portuguesa y la Ley griega. En relación a la primera, *vid.* artículos 243-245 del *Código das Sociedades Comerciais*; en cuanto a la segunda, tomo las indicaciones de N. ROKAS, «Die Regelung von Gesellschaft-terdarlehen an die Gesellschaft nach dem griechischen Gesetz betreffend die GmbH», *ZHR*, 1966, págs. 297 y ss. La regulación alemana de la subordinación se encuentra en los §§ 32a y 32f *GmbH-Gesetz* (sobre los cuales *vid.* por totJ.js, P. Ulmer en P. ULMER [ed.], *GmbHG-Hachemburg Kommentar*, 8.^a ed., 4. Lieferung [§§ 32-a-34], Berlin-New York, 1991, §§ 32a y 32f, págs. 1 y ss). Para una visión panorámica del Derecho comparado, puede consultarse el agudo trabajo de P. ABBADESSA, «Il problema dei prestiti dei soci nelle società di capitali: una proposta di soluzione», *Giur. Comm.*, 1988,1, págs. 497 y ss.

8. Las resoluciones citadas pueden consultarse en los lugares que a continuación se indican: la RDGRN 22-6-1993 fue publicada en el *BOE* 184 (3-7-1993), pág. 23597; la SAP Albacete 15-7-1991 se halla extractada en la *RGD*, 1992, págs. 10691-10692; la STS 20-6-1983 en Rep. Aranzadi 3635/1983; y la STS 15-4-1992, en *AC*, 1992, págs. 2784-2787.

9. Una vez finalizado este trabajo, tengo noticia de que el texto del Proyecto de Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada aprobada por el Consejo de Ministros (en su sesión del día 22-12-1993) se suprime la Disposición adicional duodécima y, con ella, la disciplina sobre la infracapitalización nominal («Postergación legal de créditos»). A la vista de la discusión interministerial que la precedió, parece que la razón fundamental que motivó la decisión del Consejo de Ministros no fue una razón material, sino más bien formal: la posible incertidumbre e inseguridad jurídica que podría provocar la cláusula general propuesta por la Comisión General de Codificación. Teniendo en cuenta esta circunstancia, puede entenderse —y esto es algo que importa mucho subrayar— que

la decisión de no formular una disciplina expresa de la infracapitalización nominal no veda la posibilidad de construir doctrinal y jurisprudencialmente la disciplina. *De lege lata*, la responsabilidad por infracapitalización, tanto nominal como material, ha de considerarse implícita en nuestro sistema, como de hecho se encuentra en otros que carecen de disciplina especial. Es más: no le falta base positiva en otros preceptos legales y, específicamente, en el terreno de la legislación fiscal. A tal efecto resulta particularmente ilustrativo el artículo 16.9 de la Ley sobre el Impuesto de Sociedades (introducido por la Ley 18/ 1991, de 6 de junio), a tenor del cual se considerarán fiscalmente como dividendos los intereses pagados a los socios no residentes por préstamos realizados a la sociedad cuando sus recursos ajenos multiplicados por coeficiente que se fijará reglamentariamente excedan de los recursos propios (el coeficiente establecido por la Disposición adicional segunda del Real Decreto 1841/1991, de 30 de diciembre, es 2). Ello quiere decir que en esos casos los préstamos se califican de capital debido precisamente a la infracapitalización o —como es usual decir entre los tributaristas— a la «subcapitalización» (sobre la materia, *vid* V. GONZÁLEZ POVEDA, *Tributación de no residentes*, 2.^a ed., Madrid, 1992, págs. 227 y ss.; A. GOTA LOSADA, *Tratado del Impuesto de Sociedades*, 11. *El hecho imponible, rendimientos presuntos y precios de transferencia*, Madrid, 1992, págs. 302 y ss.).