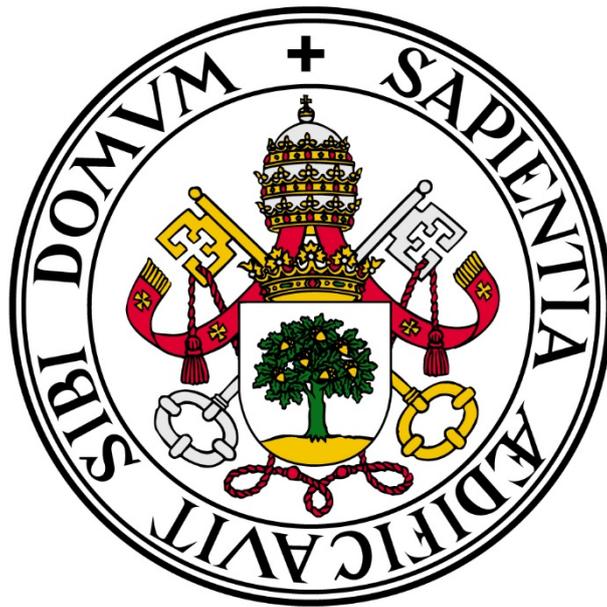


Aproximación crítica a las funciones garantistas y organizativas del capital social.

De las sociedades de capital a las
sociedades de módulos de garantía



Dra. Marina Echebarría Sáenz

Universidad de Valladolid

27 febrero 2020 (Lección de Cátedra)

Aproximación crítica a las funciones garantistas y organizativas del capital social. De las sociedades de capital a las sociedades de módulos de garantía

Marina Echebarría Sáenz

Universidad de Valladolid

Contenido

Aproximación crítica a las funciones garantistas y organizativas del capital social. De las sociedades de capital a las sociedades de módulos de garantía	4
I.- Introducción.	6
II.- Breve consideración sobre la virtud del capital social expresado en acciones y participaciones nominales como elemento organizativo.	12
III.- La defensa del principio nominalista del capital en los ordenamientos sometidos a la segunda Directiva comunitaria: crisis de la función garantista.	16
IV.- Alternativas al régimen de capitalización nominal y test de solvencia:	24
IV.1.- Alternativas al régimen de capitalización nominal en el modelo norteamericano:.....	25
IV.1.1. - La Model Business Corporation Act:	26
IV.1.2.-La Delaware Corporations Act:	28
IV.1.3.- La California Corporation Act:.....	35
IV.1.4.- Canadá, Australia, Nueva Zelanda, otros ejemplos de erradicación de los capitales nominales. (breve)	39
IV.2.- Crítica a los sistemas no nominalistas anglosajones basados en los test de solvencia	43
IV.3.- Los modelos de test de solvencia y alternativas al capital nominal en las propuestas doctrinales.	46
IV.3.1.- Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe (informe Winter).	46

IV.3.2.- El informe Rickford:.....	50
IV.3.3.- El informe del grupo Lütter:.....	55
IV.3.4.- El grupo holandés.....	56
IV.4.-Crítica a las propuestas doctrinales sobre modelos de test de solvencia y alternativas al capital nominal:	57
V.- El Derecho concursal y preconcursal como garantía frente al riesgo comercial: breve consideración	58
V.1.-El mecanismo de insolvencia inminente: (breve remisión).....	61
V.2.- LOS ACUERDOS DE REFINANCIACIÓN:.....	64
VI.- MECANISMOS PREVENTIVOS DE LA INSOLVENCIA Y REESTRUCTURACIÓN:.....	75
VI.1.- Mecanismos de alerta externos:.....	75
VI.2.- Mecanismos de alerta internos:	77
VI.3.- Modelos de aplicación de los mecanismos de alerta sobre el riesgo de insolvencia	78
VI.3.1.- El modelo italiano de alerta temprana:	79
VI.3.2.- El modelo francés de conciliation y sauvegarde:.....	80
VI.3.3.- El ejemplo británico del Squeeme of arrangement:.....	81
VI.3.4.- El modelo norteamericano de reorganization:.....	82
VI.4.-El control comunitario del riesgo de insolvencia: La Directiva 2019/1023 sobre reestructuración preventiva.....	84
VI.4.1.- Presupuestos y alcance de la Directiva 2019/1023	86
VI.4.2.- Efectos de los marcos de reestructuración.....	93
VI.4.3.-Contenidos posibles del plan de reestructuración:.....	96
VI.4.4.- Modificación de los deberes de los administradores sociales en situaciones de insolvencia inminente.	101
VII.- Recapitulación crítica sobre la crisis de la función de los capitales nominales. De las sociedades de capital a las sociedades de módulos de responsabilidad.....	107

I.- INTRODUCCIÓN.

Si hablamos de capital social, es tópico común referirse a las diversas funciones que cumple en las sociedades de capital, y en concreto a su función (I) como elemento de organización y participación social e instrumento de medida del poder de los socios y en su caso factor de cómputo y limitación a la aparición de posibles derechos especiales, (II) cifra de retención y garantía del patrimonio neto frente a socios y terceros y (III) fijación del patrimonio inicial y de los recursos propios netos de los que se dispone para comenzar la explotación.

Recordemos que en nuestro ordenamiento es inconcebible una sociedad de capital sin capital legal expresado en un nominal y sin acciones o participaciones dotadas de nominales, señaladas como elementos imprescindibles del tipo en el TRLSC (art. 1 y 4) y, además, que no es admisible el registro de sociedades de capital que no cumplan con el requisito del capital mínimo (es causa de nulidad social; art. 5 TRLSC, Art. 12 D.2017/1132), con excepción de lo dispuesto en la SRL de fundación sucesiva (art. 4, 4 bis y 5 *in fine* LSC). En nuestro ordenamiento, el principio nominalista del capital social deriva directamente de la segunda Directiva en materia de sociedades de 1976,¹ reformada por la Directiva 2006/68/CE de 6 de septiembre de 2006,² por la Directiva 2012/30 de 25 de octubre de 2012³ y por la Directiva (UE) 2017/1132 de 14 de junio de 2017,⁴ por más que éstas Directivas respondan a un acervo histórico del Derecho

1 13-12-1976 (DOCE L 26/1 de 31-1-1977). El estudio general más extenso y completo sobre esta importante Directiva sigue siendo la obra colectiva de BUTTARO/PATRONI GRIFFI (a cura di), *La seconda Direttiva CEE in materia societaria*, Milano, Giuffrè, 1984.

2 DOUE L 264/23 de 25-9-2006

³ DIRECTIVA 2012/30/UE DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO de 25 de octubre de 2012 tendente a coordinar, para hacerlas equivalentes, las garantías exigidas en los Estados miembros a las sociedades, definidas en el artículo 54, párrafo segundo, del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, 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 (DOCE L 315/74 de 14-11-2012)

⁴ DIRECTIVA (UE) 2017/1132 DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO de 14 de junio de 2017 sobre determinados aspectos del Derecho de sociedades.

societario europeo continental, asentado desde sus orígenes en el siglo XIX.⁵ Tan sólo en la Directiva 2017/1132 de sociedades, pese a que se contempla como información obligatoria el número y valor nominal de las acciones (art. 4 1 b), se contempla ya la posibilidad de que los Estados hayan autorizado acciones sin valor nominal (art. 4.1 c).

Capital mínimo y acciones nominativas han acompañado el desarrollo del Derecho de sociedades continental europeo desde sus inicios, como barrera formal para la creación de la persona jurídica y la obtención del beneficio de limitación de responsabilidad, por más que puedan señalarse excepciones puntuales, como la Ley de sociedades de 28 de enero de 1848 que, aunque instauraba el principio nominalista (“no se podrá constituir compañía mercantil cuyo capital en todo o en parte se divida en acciones, sino en virtud de una ley o real decreto”), lo limitaba en su art 5 al imponer que “toda compañía por acciones se constituirá precisamente para objetos determinados y con un capital proporcionado al fin de su establecimiento”. En las primeras etapas de nuestro Derecho societario, los límites a la obtención del beneficio de responsabilidad eran tanto formales como materiales.

En el primitivo sistema de constitución societaria por licencia, la concesión valoraba la adecuación del capital al fin social. Criterio que posteriormente fue omitido, pero quedaba implícito en la cuantía de capital mínimo para la constitución de la sociedad anónima, y que se reforzaba con requisitos especiales de capital reforzado para las sociedades especiales de los mercados regulados, significativamente compañías de crédito, de seguros, etc. Existen igualmente ejemplos como la denegación de la inscripción por manifiesta infracapitalización o imposibilidad manifiesta de realizar el fin social en el Derecho Italiano.⁶ O las declaraciones de capital ilusorio (*Ilusory capital*) en el Derecho Anglosajón.⁷ Pero frente a estas excepciones, la realidad es que las cifras de capital mínimo constituyen una barrera puramente formal de constitución y que en general no guardan relación alguna con el objetivo de asegurar la suficiencia de recursos

⁵ PETIT, C., *Historia del Derecho Mercantil*, Madrid, Marcial Pons, 2016, págs. 411 y ss. PATRONI/GRIFFI., *La seconda*.... Cit.

⁶ NICCOLINI, G. Il capitale social minimo, Milano, 1981, págs. 8 y ss. MONTARANI, A. “Capitale nominale adeguato all’oggetto sociale o mezzi proporzionali alle dimensioni? (in margine alla riforma della legge generale sulle società della California” en Riv. Soc. 1980, págs. 571 y ss.

⁷ PINTO, A./BRANSON, D., *Understanding Corporate Law*, Lexis Nexis, 4ª Ed. (edición digital). El concepto es uno de los supuestos que habilita el levantamiento del velo en el ámbito corporativo desde un leading case del juez Ballantine.

propios.⁸ Ni siquiera en las leyes especiales que imponen requisitos de capital reforzados, puede asegurarse una correspondencia mínima entre el capital social mínimo y los recursos propios adecuados a la explotación. Nada nos impide hoy en día crear una persona jurídica con un capital inferior a 3000 € en el momento inicial, en algunos Estados europeos con cifras incluso menores, pese a que resulta clara la insuficiencia de dicha cifra como patrimonio hábil para el desarrollo de una actividad mercantil ordinaria con garantías para la seguridad en el tráfico. La realidad de nuestra ley actual es la permisividad de constituciones de sociedades de capital, con beneficio de limitación de responsabilidad, en clara situación de infracapitalización material.⁹ Y es que, según estiman no pocos autores, la cifra de capital social mínimo sólo tendría una función disuasoria o diferenciadora, mediante la cual se pretendería orientar a la gran empresa hacia la S.A. y a los pequeños negocios hacia la SRL.¹⁰ Instrumento de orientación que, si juzgamos por la evolución de nuestro registro mercantil, ha surtido efecto,¹¹ pero que a mi juicio se ha visto desdibujado desde el momento en que han desaparecido las barreras históricas a la constitución de grandes proyectos empresariales en forma de SRL (limitación del capital máximo y del número de socios),¹² o si consideramos que, en función de los sectores económicos, 60.000 € distaría de ser una “barrera” sólo apta para grandes empresas.

Es cierto, no obstante, que resulta prácticamente imposible determinar una cifra de capital o escala predeterminada de capitales que asegure la adecuada capitalización material en atención a la actividad desempeñada. Pero ello no obsta a la conciencia de que buena parte de las sociedades constituidas se crean y operan con recursos inadecuados para desempeñar una actividad mercantil con garantías suficientes para el tráfico. La cifra de capital social opera en realidad como un *mecanismo de control de la*

⁸ AA.VV., BELTRÁN, E./ROJO, A., “El capital social mínimo, consideraciones de política y de técnica legislativas” RDM nº 187/188, 1988, 17 págs.

⁹ PAZ ARES, C., “Sobre la infracapitalización de las sociedades” en ADC, 1983, págs. 1587 y ss.

¹⁰ AA.VV., BELTRÁN, E./ROJO, A., “El capital social mínimo... cit.

¹¹ Mientras en los años ochenta del siglo XX la S.A. todavía era el tipo preferido de las pequeñas empresas españolas tras la modificación de las cifras de capital social por adaptación a la Directiva comunitaria y con diferenciación de la SRL, hoy constatamos que más del 90% de las sociedades inscritas en España son SRL, y que ciertamente es el tipo social predominante en la pequeña empresa.

¹² Tan sólo se mantiene como barrera diferenciadora la prohibición a la SRL para recurrir al mercado financiero emitiendo valores o títulos de deuda, pero la aparición de nuevas formas de financiación como la emisión de ICOs tenderá a desdibujar esta distinción, y no ha impedido la utilización de SRL como sociedades de cabecera de grandes grupos industriales en atención, precisamente, a su carácter cerrado.

propiedad o inversión de los socios. Es un instrumento para la tutela interna de las inversiones y derechos que éstos adquieren por su condición de socios y muy, pero muy secundariamente, una cifra de retención y garantía para terceros.

Esta permisividad obedece a la tendencia a la promoción empresarial que se instauró en la segunda mitad del siglo XX, momento en el que las cifras señaladas de capital constitutivo comenzaron a quedarse claramente desfasadas con la realidad del tráfico, y en el que comienza un creciente uso de las sociedades instrumentales.¹³ Al establecimiento de cifras de capital accesibles en las primeras Directivas de sociedades, siguieron propuestas de mejora del entorno jurídico societario para las PYMES, como la comunicación COM (2007) 394 julio 2007, la comunicación “Una política industrial integrada para la era de la globalización”,¹⁴ o la “Estrategia Europa 2020. Una estrategia para un crecimiento inteligente, sostenible e integrador”,¹⁵ que *de facto* supusieron la renuncia a actualizar y completar la armonización de los regímenes nacionales de Derecho de sociedades y que ha dado lugar a intentos fracasados como el de creación de la *societas unius personae* (SUP),¹⁶ o la “Propuesta de Reglamento del Consejo por la que se aprueba el Estatutos de la Sociedad Privada Europea” (SPE),¹⁷ aparentes últimos intentos de crear nuevos tipos sociales europeos. O más bien, el cambio hacia políticas de adopción de medidas indirectas y puntuales, siempre justificadas en las necesidades transfronterizas del tráfico y de las PYMES.

¹³ Y es que resultan inquietantes los datos del Directorio Central de Empresas (DIRCE), según los cuales el volumen de sociedades instrumentales, sin trabajadores, improductivas y diseñadas en su mayoría para eludir impuestos, alcanza una nueva cifra récord de 1,88 millones, el 56% del total, tras crecer a un ritmo de más de cien diarias.

https://www.ine.es/dyngs/INEbase/es/operacion.htm?c=Estadistica_C&cid=1254736160707&menu=resultados&idp=1254735576550

<https://www.publico.es/economia/cara-b-brotes-verdes-espana-crea-empresas-papel.html>

¹⁴ COM (2010) 614 final, 24.01.2011

¹⁵ COM (2010) 2020 final 03.03.2010

¹⁶ Propuestas de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo relativa a las sociedades unipersonales privadas de responsabilidad limitada, 9 de abril de 2014, COM (2014) 212 final 09.04.2014.

¹⁷ Propuesta de reglamento del Consejo por el que se aprueba el estatuto de la sociedad privada europea COM (2008) 396 final 25.6.2008 2008/0130 (CNS) véase VIERA GONZÁLEZ, J., “la sociedad privada europea: una alternativa a la sociedad de responsabilidad limitada” en RDM, nº 270, 2008, págs. 1331-1392.

Y es que, en realidad, el campo de discusión se acota mayormente en torno a los tipos societarios adaptados a la pequeña empresa. Mientras la SAE atendería a los intereses de las grandes sociedades, SUP y SPE pretendían atender a las necesidades de emprendimiento de la pequeña empresa. Por su parte, el campo de batalla principal por la armonización comunitaria era la SRL, porque la armonización de las condiciones de las grandes sociedades bursátiles, aun con dificultades, ha continuado.¹⁸

La política comunitaria y, por derivación, las políticas nacionales en materia de sociedades llevan con ello más de cuarenta años funcionando sobre la base de ciertos principios inamovibles. Estos serían la configuración de tipos sociales sobre la base de capitales nominales y capitales mínimos, la derivación del tráfico hacia la figura de la sociedad capitalista, en detrimento de las opciones por los patrimonios de responsabilidad limitada como solución para los pequeños emprendimientos.¹⁹ Y sobre esta base, en una línea progresiva de simplificación administrativa (electronificación,

¹⁸ Comunicación Modernización del Derecho de sociedades y mejora de la gobernanza empresarial en la UE. Un plan para avanzar (COM (2003) 284 final, 21.05.2003), Plan de acción: Derecho de sociedades europeo y gobierno corporativo (COM (2012) 740 final 12.12.2012. Libro verde, La normativa de Gobierno corporativo de la UE (COM (2011) 164 final, 05.04.2011. Directiva 2007/36 Ce Parlamento Europeo y del Consejo 11 julio 2007 sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas. Directiva 2013/34 UE del Parlamento Europeo y del Consejo 26 junio de 2013 sobre estados financieros anuales, estados financieros consolidados y otros informes afines de ciertos tipos de empresas por las que se modifica la Directiva 2006/43 CE y se derogan las Directivas 78/660 CEE y 83/349 CEE del Consejo. Directiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de mayo de 2017, por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas

¹⁹ A modo de ejemplo, y junto a las tradicionales *Amstalt* holandesas y de Luxemburgo, las recientes *Entreprise Individuelle a responsabilité limitée*. Art. L 680 2º y 3º *Code Commerce* francés

ofrecimiento de modelos simplificados),²⁰ libre elección del domicilio,²¹ flexibilización del funcionamiento y tendencia al abaratamiento o **tendencia hacia el coste cero de capital**, sustituido en su función de garantía por el refuerzo de la responsabilidad de los administradores (art. art. 225 y ss. TRLSC). La noción de capital (expresado en nominales) nunca desaparece como elemento caracterizador de los tipos, pero su suelo disminuye hasta llegar en la propuesta de SUP al límite de un euro (y sin constitución de reservas legales).

El fracaso de estas propuestas, y otros datos como la proliferación de sociedades descapitalizadas o directamente instrumentales,²² el altísimo índice de fracaso de las mismas, con repercusión de pérdidas a otros operadores del mercado, y la coherencia con otras propuestas de sentido contrario, como el refuerzo de las políticas contra el blanqueo de capitales, de contención de los paraísos fiscales o de refuerzo del control de la solvencia (D. 2019/1023), nos obliga a replantearnos:

²⁰ Ambos proyectos europeos pretendían la implantación de procedimientos de registro íntegramente on line sin comparecencia física ante figuras como el notario o el registrador bajo el argumento de la necesaria rapidez y flexibilidad, pero, también hay que decirlo, con detrimento de la riqueza de pactos estatutarios y de la seguridad jurídica.

Todos los ordenamientos europeos han terminado por implantar mecanismos de constitución electrónica y formularios electrónicos de gestión similares (o más avanzados) a los aprobados en nuestro ordenamiento, como RD 421/2015 de 29 de mayo modelo de estatutos tipo y escritura pública estandarizados de SRL. Orden Jus 1840/2015 de 9 de septiembre modelo de escritura pública de formato estandarizado y campos codificados de las sociedades de responsabilidad limitada, así como la relación de actividades que pueden formar parte del objeto social. RD 1332/2006 21 noviembre, que regula las especificaciones y condiciones para el empleo del documento único electrónico (DUE) para la constitución y puesta en marcha de sociedades de responsabilidad limitada mediante el sistema de tramitación telemática. RD 867/2015 2 de octubre, documento único electrónico para el cese de actividad y extinción de las SRL y el cese de actividad de las empresas individuales. Orden Jus 1445/2003 4 de junio por la que se aprueban los estatutos orientativos de la sociedad limitada nueva empresa. etc.

Es cierto que nuestro ordenamiento sólo ofrece opciones limitadas, al menos en comparación con aquellos que han digitalizado totalmente los procesos de constitución y gestión societaria, como Lituania o Nueva Zelanda. Pero el proceso aún continúa en su evolución como demuestran la Directiva 2012/17/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de junio de 2012, por la que se modifican la Directiva 89/666/CEE del Consejo y las Directivas 2005/56/CE y 2009/101/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo que respecta a la interconexión de los registros centrales, mercantiles y de sociedades. DIRECTIVA (UE) 2017/1132 del Parlamento Europeo y del Consejo de 14 de junio de 2017 sobre determinados aspectos del Derecho de sociedades.

²¹ STJUE Polbud, 25 octubre 2017. Directiva 2018/0114 de 6 de noviembre de 2019 del Consejo y del Parlamento Europeo de modificación de la Directiva 2017/1132 sobre transformaciones, fusiones y escisiones transfronterizas.

²² Son muy explícitos los datos publicados por el DIRCE/INE:

https://www.ine.es/dyngs/INEbase/es/operacion.htm?c=Estadistica_C&cid=1254736160707&menu=res ultados&idp=1254735576550

o los publicados por el Colegio de Registradores sobre la capitalización de las sociedades españolas.

- Si el principio nominalista del capital cumple hoy alguna función de garantía frente a socios y terceros, aportando seguridad al tráfico jurídico.
- Si es conveniente o necesario establecer mecanismos de garantía en el tráfico que restauren dicha función.
- Si es el mecanismo organizativo más apto o es sustituible por alternativas viables más eficientes.
- Si todo proyecto empresarial con responsabilidad limitada ha de encontrar su acomodo en el Derecho de sociedades.
- Si la garantía de solvencia y seguridad en el tráfico ha de quedar encomendada exclusivamente a los procedimientos concursales y paraconcursoales o es igualmente una cuestión de Derecho societario.
- Si nuestras políticas jurídicas son verdaderamente coherentes con los objetivos de coherencia, sostenibilidad, integración y responsabilidad social.

II.- BREVE CONSIDERACIÓN SOBRE LA VIRTUD DEL CAPITAL SOCIAL EXPRESADO EN ACCIONES Y PARTICIPACIONES NOMINALES COMO ELEMENTO ORGANIZATIVO.

Sin pretender centrar el presente trabajo en la función de las acciones y participaciones nominales como elemento de organización y participación social e instrumento de medida del poder de los socios, conviene hacer un breve análisis sobre la utilidad y posible carácter prescindible de la formulación de la participación del socio en nominales que no obedecen más que a un hecho histórico, el correspondiente al momento de la suscripción.

La emisión de títulos con nominales era un resultado lógico del sistema histórico de emisión y representación de las acciones en títulos valores, destinados a circular. El único valor cierto de una acción era el de su inversión, y ésta daba un indicio aproximado sobre su valor desde el momento en que el sistema societario garantiza el sostenimiento de la cifra de capital social como cifra de retención. La exposición del nominal, además, permitía una idea sobre el potencial de voto del título en un sistema mayoritariamente centrado en el principio de proporcionalidad entre el capital invertido y el derecho de voto. Ciertamente, esto sólo eran aproximaciones, ya que tan pronto como se emite una

acción nominal, aparecen como conceptos concurrentes con el valor nominal los de valor real/valor contable, valor de mercado, valor liquidatorio, y valor real estimado como realidades que expresan de mejor forma la realidad del destino de la inversión. O si se prefiere, el valor auténtico de la acción.

El valor de la acción, como todos sabemos, se determina por factores como la ratio entre los títulos emitidos y el patrimonio neto de la sociedad, por la ratio de cotización de la acción en un mercado secundario o por el promedio de valor de dicha cotización en un período dado. O, finalmente, por ratio entre el título y la cuota correspondiente de liquidación, una vez efectuada ésta. Desde el minuto siguiente a la constitución social, lo que no representa nada, si nos referimos al valor o precio de una acción, es su valor nominal. Ninguna realidad representa mejor esta cuestión que la existencia de acciones “bajo par” o con precio inferior al de su nominal.

Si pensamos ya en la utilidad del nominal de una acción o participación para determinar la fuerza de voto, hemos de decir que esta función se halla igualmente en retroceso. En primer lugar por el hecho de que históricamente se han conocido cláusulas limitativas del derecho de voto, de ruptura del principio de proporcionalidad por medios indirectos o de admisión del voto múltiple, en múltiples variantes.²³ La ruptura del principio de proporcionalidad es un hecho admitido en las SRL y una posibilidad admitida en diversos modelos de SA, o en todos, desde el momento en que se admitieron las acciones y participaciones sin voto.

El principio de nominalidad, por otro lado, ha sufrido determinados embates derivados de la evolución sobre el histórico principio de nominatividad de los títulos valores. El primero por la exclusión de las participaciones del régimen de los títulos valores. El segundo y más decidido por la desmaterialización de los títulos y su conversión en anotaciones en cuenta. Desde el momento en que el contenido del título, sus posibles privilegios y restricciones, las cargas reales y su representación en la organización social dependen de una anotación, la conservación de un nominal en dicha anotación, sin representación alguna de utilidad, sólo es una traba a la gestión societaria.

²³ Con detalle agoto las posibilidades en ECHEBARRÍA SÁENZ, J.A. “Participaciones con voto privilegiado y principio de mayoría en la SRL”, en Estudios Homenaje a Justino Duque, Valladolid, 1998, Servicio de Publicaciones e intercambio científico de la Universidad de Valladolid, págs. 193 - 222

El principio de nominalidad es una traba formal de la que deriva una prolija regulación para defensa de su observancia, sin que de estos nominales se derive ninguna utilidad reconocible que no aporte con más facilidad una acción de cuota. Los nominales de las acciones y participaciones nos obligan a un registro estricto de series en el momento constitutivo y a la adaptación de la proporción de voto en las modificaciones de capital, dificultando el cómputo de mayorías en las juntas generales. Nos obliga a recurrir al concepto de prima de emisión, de difícil comprensión para los profanos. Plantea dificultades en las conversiones monetarias²⁴ y en las reestructuraciones de capital por fusión o escisión. Nuestras acciones y participaciones operan con un dimorfismo crónico entre sus nominales y sus valores y funcionalidades.

No es de extrañar por ello que tanto en los países de cultura anglosajona como en los diversos estudios sobre la reforma del capital a los que haremos referencia a continuación, la eliminación de los títulos con nominales (*par share values*) y el paso a las acciones o participaciones de cuota (*non par value shares*) se entienda generalizadamente como una simplificación de la gestión sin pérdida de utilidad.

El sostenimiento o remoción de los nominales en acciones y participaciones en realidad será una cuestión subordinada a la propia estructura del capital y a las funciones que se le otorguen y ya puede considerarse derogada la barrera formal que suponía la segunda Directiva (art. 2 c), art 8 y art 9) por el dictado del art. 4.1 c) de la Directiva 2007/1132, la utilidad de autorizar acciones sin nominal o acciones de cuota dependerá de su mejor adecuación a las funciones que se quieran otorgar al capital social.²⁵ La realidad, es que con sostenimiento de las cifras de capital mínimo o sin él, las acciones de cuota son susceptibles de aplicarse la práctica totalidad de las operaciones societarias actuales con escasas reformas y sin mermas de garantías.

Así, eliminada la obligatoriedad de expresión del nominal (art. 4, 5 y 113 y 114 d) TRLSC), tan sólo habría que hacer una serie de adaptaciones prácticas al texto de la ley actual: bastaría con eliminar la referencia al nominal (o contemplar la posible

²⁴ Como tuve ocasión de exponer con la conversión de los nominales al euro. ECHEBARRÍA SÁENZ, J.A “La conversión de los capitales sociales al euro en la Ley de Introducción del euro” en Revista de Derecho de Sociedades, 1999, págs. 230-249.

²⁵ LUTTER., *Legal capital in Europe...* cit.

acción/participación de cuota en los Art. 23 d, Art. 44 nº 1 y 2, Art. 46 c y d, Art. 78 y 79; Art 96.2 y 3 (eliminar referencia al nominal, por proporcionalidad en la participación en el patrimonio neto o en total del número de votos), Art 114 b), Art 260.1 nº5.

Obviamente desaparecerían operaciones como el aumento o disminución de capital por aumento o disminución de nominales (art. 295.1 y 317.2), y la idea de la prima (art 298).

Otras adaptaciones obviamente dependerían de si se suprime como tal una cifra de capital inicial suscrito o cifra de retención, o si ésta se mantiene con independencia de la expresión del voto y de la participación en beneficios y en el patrimonio social neto mediante una acción o participación de cuota, por ejemplo: los art 98 (porcentaje de acción sin voto, que se podría fijar en relación al capital suscrito o en porcentaje al total de votos), art. 168 y 172 y 179.2, 206.1 (los derechos de minoría pasarían del 5% del capital social p. ej. al 5% del derecho de voto), art. 146 b) y nº2 (porcentaje de autocartera, que pasaría de referenciarse en el capital social a referenciarse en un porcentaje del patrimonio total o a referencia sobre cifra de capital suscrito-cifra de retención, sobre el total de acciones emitidas, sobre el total de voto...) etc. En especial, para la aplicación de preceptos como el art. 273 (aplicación de resultados) sería necesario determinar si se fija un modelo de test de resistencia y la cifra o cifras de referencia, como veremos a continuación. Lo mismo ocurre en relación con el posible capital autorizado (art 297), Otras cuestiones como el mantenimiento del derecho de preferencia (art. 304-308), serán una opción de política jurídica. Y es que, además, tendremos varias opciones a considerar una vez determinemos la cuestión principal:

1. Establecer el reconocimiento de acciones/participaciones nominales y no nominales referenciándolos a fondos propios.²⁶

²⁶ Se mantendría la 2ª Directiva al tiempo que se permiten acciones o participaciones de cuota sobre el capital y recursos propios. Ambos modelos de representación de la condición de socio coexistirían. Para ello, en realidad nos bastaría con reemplazar el concepto de capital suscrito por el de capital/fondos propios. Estos constan en su cuantía por la contabilidad. El capital inicial acreditaría el cumplimiento de las condiciones y procedimiento de constitución. Contablemente esta cifra inicial figuraría bajo algún epígrafe inicial como contribución de capital inicial, o similar. De hecho, esta cifra puede fijarse como cifra de retención frente a posibles reembolsos. El sistema sería con ello coherente con los dictados de la 4ª Directiva y con la competencia de los Estados para decidir si las cantidades excedentes o prima sobre dicha cifra son repartibles, quedan adscritas a reservas etc. Las acciones de cuota en esta opción tendrían fijado su valor por el "valor razonable o *fair value*". Desaparecerían conceptos como las primas de emisión, el de acciones bajo el par de emisión (facilitándose las reestructuraciones de capital), las operaciones de reducción y aumento simultáneo de capital social, los aumentos de capital con cargo a

2. Convertir las acciones y participaciones en representaciones de Capital variable.²⁷
3. Modelo mixto: constituir un capital fundacional, sobre el que se emiten las acciones o cuotas. No se dan cuotas hasta que se llega al capital mínimo o cifra señalada por los estatutos. A partir de ahí, pierde importancia el concepto de capital suscrito, aunque esta cifra se puede transformar en una reserva de retención.
4. Abolición total del capital legal mínimo, centrarse solo en patrimonio neto y, para las distribuciones de beneficios, en los test de solvencia o márgenes de solvencia. Concreción de estas medidas en acciones de cuota sin nominales (lo que implica una plena revisión del modelo de la segunda Directiva y sus modificaciones de 2006 y 2017).

III.- LA DEFENSA DEL PRINCIPIO NOMINALISTA DEL CAPITAL EN LOS ORDENAMIENTOS SOMETIDOS A LA SEGUNDA DIRECTIVA COMUNITARIA: CRISIS DE LA FUNCIÓN GARANTISTA.

Nuestras leyes dedican un notable esfuerzo a garantizar la efectiva aportación del capital social primero (suscripción, desembolso mínimo, reglas de valoración), y a asegurar, después, su conservación (prohibición de reembolso, reglas de aumento y disminución de capital, régimen de los dividendos pasivos, normas de reparto de dividendos, régimen de las autocarteras, obligación de intervención ante reducciones del patrimonio por debajo de la cifra de capital y causa de disolución social por pérdidas).

Todo esto debería ser, en principio, suficiente para asegurar el cumplimiento de la función de garantía del capital social, si no fuera porque, como señala el profesor Velasco, el capital se ha convertido en un elemento meramente formal sin

reservas (en cierta medida), simplificaría las operaciones de *Split* y la gestión de adquisiciones. Si pensamos ya en el aumento de capital, éste continuaría siendo posible por aumento voluntario de recursos aportados por los socios o por emisión de nuevas acciones (no por capitalización de reservas a no ser que pensáramos en el aumento de una cifra de retención). La reducción de capital será igualmente factible porque es posible la reducción de los fondos propios con devolución de aportaciones. Tampoco afectaría a otras instituciones como a la existencia de aportaciones pendientes de desembolso, a las restricciones en la compra de acciones propias o a la posibilidad de fijar cantidades de referencia como mecanismo de alarma ante grandes pérdidas.

²⁷ Mecanismo conocido por la amplia experiencia de las sociedades cooperativas. la cuota participativa no estaría ya referida al capital suscrito sino acaso a alguna cifra de reserva protegida si se deseara mantener la mayor parte de las previsiones de la segunda Directiva.

correspondencia material o económica con la actividad societaria.²⁸ Es la llamada concepción abstracta o nominalista, a la que ya se refería Don José Girón Tena.²⁹ Nada prevé una relación adecuada entre el respaldo material patrimonial y la garantía o expectativa razonable al cobro de los acreedores sociales. Conflicto, que años después nuestros maestros ha dado en llamar, el problema de la infracapitalización societaria.³⁰

Teóricamente existe una preocupación universal por el principio de tutela del capital social como forma de protección de socios y acreedores.³¹ Es decir, ante la idea del capital social como cifra de retención del patrimonio neto social, que coincide con su importe, y que impide el reparto o la pérdida por importes que no cubran esa cifra mínima de retención, sin una pronta reacción. Se nos ha explicado también, que esto es una consecuencia del otorgamiento del beneficio de limitación de responsabilidad, ya que hablamos de sociedades de capital con el beneficio de limitación de responsabilidad y sometidas al tradicional principio de que sólo es socio quien hace una aportación efectiva a la sociedad y que dicha aportación no puede ser reintegrada sin el cumplimiento de determinadas cautelas y publicidades en beneficio y garantía de socios y terceros. La cuestión es, sin embargo, que resulta evidente que no existe ninguna correlación necesaria entre la cifra de patrimonio que aporta el capital social y el grado de endeudamiento que la sociedad puede generar con su actividad. Ni entre el mantenimiento de la cifra de capital social y el pasivo que se puede generar.

Una de las soluciones clásicas a esta deficiencia ha sido la confianza en la tradicional acción de recuperación, cuyo origen está en la "*action en recomblement du passif*" que ha informado las garantías personales de socios fundadores y administradores en caso de quiebra o insuficiencia patrimonial. O la solución belga del Derecho societario en los años ochenta, por la que era posible para el juez valorar (y reclamar) si en el momento de la constitución el patrimonio era manifiestamente insuficiente para garantizar el

²⁸ VELASCO SAN PEDRO, L. "Uniones de empresa y tutela del capital social" en *Jueces para la democracia*, nº 6, 1989, págs. 19-20.

²⁹ GIRÓN TENA, J., *Derecho de sociedades anónimas*, Valladolid, 1952., pág. 50.

³⁰ PAZ ARES, C., "Sobre la infracapitalización de las sociedades" en *ADC*, 1983, págs. 1587 y ss.

³¹ GORE f., "La notion de capital social" *Etudes offertés a Réne Rodière*, Paris, 1981, Págs. 91 y ss. Velasco San Pedro, Luis. "Uniones de empresa y tutela del capital social" en *Jueces para la democracia*, nº 6, 1989, págs. 19-30. PÉREZ DE LA CRUZ, *La reducción de capital en las sociedades anónimas y de responsabilidad limitada*, Bolonia, 1973, págs40 y ss.

normal ejercicio social, al menos durante dos años. Una versión limitada y restringida de este mismo principio sería la que aportan nuestros artículos 30 y 72 de la LSC. No hace falta ahondar demasiado, sin embargo, para comprobar que los operadores económicos, conscientes de la escasa garantía que representa el capital social, han implantado una dinámica de imposición de garantías accesorias y autotutela que ha vaciado la significación del capital social como elemento de referencia. Como recoge la exposición de motivos del reglamento de la SPE, “Los estudios realizados han demostrado que, hoy en día, los acreedores se fijan más en aspectos que nada tienen que ver con el capital, como el flujo de caja, y que revisten mayor importancia a efectos de solvencia. Los socios administradores de las pequeñas sociedades suelen ofrecer garantías personales a sus acreedores (por ejemplo, los bancos) y los proveedores recurren también a otros métodos”.

El problema es que esta proliferación de garantías accesorias ha contribuido a romper el principio de igualdad en la tutela de los acreedores sociales y ha contribuido a crear una casta de acreedores privilegiados, frente a una masa de acreedores ordinarios que raramente ven cumplidas sus expectativas en caso de crisis empresarial. Al parecer, sólo las sociedades que presentan riesgos especiales han merecido normas de tutela garantista e intentos de recuperación de la función original del capital social. En este contexto, agravado por la paulatina depreciación de las cifras de capital social mínimo exigidas y por la proliferación de sociedades constituidas con cifras de capital absolutamente inviables para el tráfico mercantil, la limitación de responsabilidad se ha convertido no pocas veces en un instrumento de abuso por endeudamiento.

Tras más de quince años de reformas, sin embargo, seguimos apegados al principio nominalista del capital y abordando el problema de la infracapitalización por medidas indirectas escasamente eficaces a juzgar por las estadísticas del Registro Mercantil, donde vemos, que, una vez se produce el desequilibrio patrimonial entre masa crediticia y patrimonio neto: un promedio de más del 90% de las sociedades se encaminan a la disolución y liquidación con gran fraude a las expectativas de los acreedores.³² Además,

³² Registro Mercantil Central; Anuarios concursales, <http://www.registradores.org/portal-estadistico-registral/estadisticas-mercantiles/estadistica-concursal/> (años 2006-2018)

La mayor parte de las empresas concursadas españolas son de pequeño o mediano tamaño y con pasivos que oscilan entre los 300.000 y 500.000 €. Entre las grandes empresas predominan las que acumulan

conviene recordar que, al menos en el caso español, la realidad predominante es la de la microempresa y pequeña empresa (más del 90%)³³ y que éstas, en su mayoría carecen prácticamente de activo. Si hablamos de su estructura patrimonial, la mayoría de las empresas españolas tienen poco inmovilizado en relación al capital circulante y gran fragilidad ante las variaciones del ciclo económico con disminución de las ventas. Las Pymes españolas demuestran gran dependencia y fragilidad respecto al crédito externo y la necesidad de dedicar importantes recursos del activo al apalancamiento del mismo, lo que también contribuye a una rápida caída y conduce a la liquidación ante cualquier manifestación de fragilidad en el ciclo económico.

Por otro lado, es señalada por la doctrina la insuficiencia del mecanismo de insolvencia inminente del art. 2 LC.³⁴ Nuestra ley ni aclara el concepto de inminencia ni establece con claridad cuál es la situación en la que se prevé que no será posible el pago corriente de las obligaciones como supuesto diferenciado de la insolvencia actual, pues no da indicadores de la insolvencia inminente, del mismo modo que no da incentivos o

pasivos entre uno y dos millones. Con todo, numéricamente hablando, lo más abundante son microempresas en insolvencia con pasivos inferiores a 100.000 €. Más del 60% de las empresas concursadas tienen resultados netos negativos. El conjunto estadístico de los últimos 15 años demuestra una extremada fragilidad financiera de nuestras empresas y el efecto fatal de la pérdida de acceso al crédito. Además, sólo el 6% de las empresas concursadas estaría en condiciones de reintegrar el pasivo en un plazo de cinco años. La mitad de los deudores dispone de unas reservas iguales o inferiores al 10% del activo. El 93,9% de los concursos han sido solicitados por el deudor. En 2018, sólo el 5,7% de los concursos no condujo a una liquidación.

³³ Estadísticas registrales en

http://www.registradores.org/wp-content/estadisticas/mercantil/pymes%20societarias/PYME_2012-2016_Av2017.pdf

³⁴ Cuestionan también la consecución de este objetivo preventivo por esta vía, sobre la base de la indeterminación legal y la disparidad de situaciones, FERNÁNDEZ DEL POZO, L., Posibilidad y Contenido..., cit., págs. 9-10, esp. esta últ.; ID., "Sobre la Preconcurso...", cit., pg. 26; ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, A., "La Reforma...", cit., pg. 114, argumentando también la asimetría de información entre deudor y acreedores; ID., "Comentario al art. 2...", cit., pg. 175, donde alude simplemente a una satisfacción parcial; BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO, R., "Comentario al art. 2 de la Ley concursal", en AA.VV., Comentarios a la ley concursal (estudio coord. por R. Bercovitz Rodríguez-Cano), Madrid, 2004, vol. I, pg. 41; PULGAR EZQUERRA, J., "Insolvencia...", cit., pg. 73; ID., "El Presupuesto Objetivo...", cit., págs. 74-75; ID., "Comentario al art. 2...", cit., págs. 162-165, postulando para ello la supresión de la referencia conceptual a la puntualidad al objeto de dejar fuera del concurso el tratamiento de la morosidad. Abogan también, en este mismo sentido, por la supresión de este término, MERCADAL VIDAL, F., "Comentario al art. 2 de la Ley Concursal", en AA.VV., Comentarios a la Ley concursal (estudio coord. por J. M. Sagrera Tizón, A. Sala Reixachs y A. Ferrer Barriendos), Barcelona, 2004, t. I, pg. 43, pese a su posición favorable a la introducción de esta institución concursal; GALLEGO SÁNCHEZ, E., "Comentario al art. 2...", cit., pág. 39, considerando desproporcionado utilizar el concurso y la amenaza de insolvencia para atajar la impuntualidad o morosidad en los pagos

penalizaciones suficientes para acudir a este mecanismo, a la vista de las escasas veces que se acude a esta institución.

La ley continúa apegada a dos principios garantistas:

- el sostenimiento de la cifra de capital social, con la disolución y liquidación como alternativa última.
- el recurso al procedimiento de insolvencia, como ultima ratio ante el desbalance del patrimonio neto respecto al pasivo exigible.

Ambos mecanismos están escasamente coordinados y permiten, por ejemplo, caer en insolvencia por más que la cifra de capital social permanezca indemne o, por el contrario, obligar a la actualización de valores por presuntas pérdidas que afectan al sostenimiento del capital estatutario, mediando recursos materiales suficientes (p. ej. enervación de las causa de disolución por venta de activos contabilizados a precio histórico, por recurso al crédito, por aumento del capital, por disminución del mismo, por reajuste de los nominales en operación acordeón, etc.)

No sería justo, sin embargo, efectuar una crítica a la función de garantía del capital social nominal sin admitir que el legislador lleva más de tres decenios introduciendo mecanismos de refuerzo de la función de garantía del capital social mínimo y proporcional al patrimonio (art. 4 LSC) en beneficio de socios y terceros. Son múltiples los remedios utilizados hasta el momento:

- Defensa del capital social Mínimo (art. 5 LSC)
- Principio de desembolso efectivo y valoración del capital (art. 22 c), 23 d), art. 30, art. 37.2, art 59 y 62 y ss. LSC y art. 312 LSC)
- Control de las ventajas de fundadores (art. 27 LSC)
- Nulidad de la sociedad sin capital social mínimo (art. 56 g) LSC)
- Regulación de las adquisiciones onerosas (art. 72 LSC)
- Regulación de las adquisiciones de acciones propias o de la sociedad dominante (reducción oculta del capital por restitución de aportaciones) (art. 134-158 y 509 LSC)
- Regulación de las participaciones recíprocas (ídem, vaciamiento de la garantía real del capital).

- Restitución de dividendos (art. 278 LSC)
- Cautelas ante la reducción de capital social: art. 321 (prohibición de reembolso en situación de pérdidas) art. 322 (prohibición de reducción por pérdidas mediando reservas), art 325 y 326 (constitución de la reserva legal), art. 331 (responsabilidad solidaria de los socios), art 333, 334 y 356.3 y 357 (Derecho de oposición de los acreedores), todos ellos de la LSC.
- Disolución por pérdidas (art. 363 LSC)
- Pasivo sobrevenido (art. 399 LSC)

Se podrían citar otras disposiciones orientadas de manera directa o indirecta al mismo fin, pero lo cierto es que en el modelo occidental de sociedades de capital la cifra de capital mínimo o capital estatutario es defendida por la ley frente a su libre disposición, reembolso o vaciamiento y que el desequilibrio patrimonial que no garantice el mantenimiento de las cifras de capital mínimo o estatutario obligan a la rápida reacción de los administradores para restaurar la posición o para instar a la reducción, aumento o disolución de la sociedad.

Sin embargo, resulta necesario recordar que en muchos Estados no europeos las sociedades funcionan sin una cifra de capital mínimo, sustituyéndolo por un principio de capitalización adecuada a los fines del negocio.³⁵ No existe, sin embargo, ejemplo de un derecho corporativo moderno que no tome cautelas en la determinación de los bienes y derechos susceptibles de aportación o medidas de protección frente a sobre-valoración de las aportaciones sociales, sea en el momento fundacional, sea en el aumento de capital social.³⁶

³⁵ Así, la *Model Business Corporation Act*, abandonó el concepto de capital legal en 1980, y la California Corporation Code en 1978 abandonó igualmente el modelo de capital social.
<https://leginfo.legislature.ca.gov/faces/codesTOCSelected.xhtml?tocCode=CORP>

³⁶ Por ejemplo, en un modelo sin capital social la *California Corporation Code* Sec. 409 a) establece:
 a) Shares may be issued:
 (1) For such consideration as is determined from time to time by the board, or by the shareholders if the articles so provide, consisting of any or all of the following: money paid; labor done; services actually rendered to the corporation or for its benefit or in its formation or reorganization; debts or securities canceled; and tangible or intangible property actually received either by the issuing corporation or by a wholly owned subsidiary; but neither promissory notes of the purchaser (unless adequately secured by collateral other than the shares acquired or unless permitted by Section 408) nor future services shall constitute payment or part payment for shares of the corporation.

Mucho más diversas son, sin embargo, las previsiones sobre el control del reparto de beneficios: Mientras el modelo europeo se basa en la existencia de beneficios constatados mediante un balance, preferentemente auditado, los países de cultura anglosajona prefieren un test de procedencia, según el cual, primero se calculan las ganancias reales u los beneficios retenidos, para, en ocasiones, exigir que dichos recursos excedan de la cifra de capital suscrito, pero no necesariamente, ya que también se puede admitir un reparto en un contexto de capital negativo. En estos modelos (US GAAP, Nueva Zelanda) se parte de una hoja balance modelo sobre la que es posible efectuar un test de solvencia, conforme al cual no es posible el reparto de dividendos si la compañía no está en posición de pagar sus débitos normales en el curso del negocio o los previstos y provisionados como ciertos, pero sí, si existe solvencia suficiente para ello y previsión de ingresos suficiente, aunque la cifra de capital sea negativa.³⁷ Estos modelos, habitualmente, además, se contemporizan con mecanismos contractuales de autoprotección en los que los acreedores principales se aseguran frente a distribuciones indebidas o rupturas de los mecanismos de garantía.

Los mecanismos de mantenimiento de la cifra de capital social, en todo caso, son mayormente estandarizados en el conjunto del Derecho occidental. Como ya se ha visto, las leyes poseen una profusa regulación contra las autocarteras, la adquisición de acciones propias, la financiación directa o indirecta de dichas autocarteras o las participaciones recíprocas en los grupos de sociedades. Los mecanismos de reducción de capital son igualmente intervenidos y garantizados mediante la determinación de la finalidad de los mismos, la fijación del punto de partida con cautelas contables y el

d) A corporation may issue the whole or any part of its shares as partly paid and subject to call for the remainder of the consideration to be paid therefor. On the certificate issued to represent any such partly paid shares or, for uncertificated securities, on the initial transaction statement for such partly paid shares, the total amount of the consideration to be paid therefor and the amount paid thereon shall be stated. Upon the declaration of any dividend on fully paid shares, the corporation shall declare a dividend upon partly paid shares of the same class, but only upon the basis of the percentage of the consideration actually paid thereon.

³⁷ California Corporation Code 501: Neither a corporation nor any of its subsidiaries shall make any distribution to the corporation's shareholders (Section 166) if the corporation or the subsidiary making the distribution is, or as a result thereof would be, likely to be unable to meet its liabilities (except those whose payment is otherwise adequately provided for) as they mature.

otorgamiento de derecho de oposición y mecanismos de garantía y co-responsabilización de los socios reembolsados.

No es fácil hacer un juicio objetivo sobre la efectividad de esta profusa normativa. En principio, se puede afirmar que cumple adecuadamente con el objetivo de garantizar la conservación del capital legal y de evitar mecanismos indirectos de retorno de las aportaciones sociales y de vaciado del patrimonio ofrecido como cifra de garantía. En este sentido, las normas que defienden el principio nominalista del capital son una batería eficiente de disposiciones y demuestran un elevado grado de técnica.

En general, podemos afirmar, sin embargo, que en el derecho corporativo europeo el concepto de capital suscrito, con cuantía mínima y división en acciones o participaciones con nominales es un pilar estructural. Principio que se mantiene en los aumentos y disminuciones de capital, en las operaciones financieras y que ha dado lugar a complejos mecanismos de compensación como el sistema de limitación de la autocartera, las reservas legales o las primas de emisión.

Los mecanismos basados en la segunda Directiva, en definitiva, aportan una protección suficiente... para una cifra de retención que no tiene significado alguno como mecanismo de protección de los acreedores, y escasamente de los socios. Las cifras de capital social impuestas por la segunda Directiva han quedado claramente obsoletas, y han sido aún más devaluadas en el caso de las sociedades limitadas y figuras afines.³⁸ El capital social, como cifra de retención y/o garantía en realidad, juega más un papel como justificación de la propiedad-inversión de los socios que como elemento de garantía patrimonial. En la mayoría de las sociedades comunitarias, el capital suscrito representa menos del 59% de los recursos propios, al menos hasta que se llega a una situación de crisis.³⁹

La cuestión es, pues, si garantizar el sostenimiento de la cifra de capital legal mínima o estatutario supone necesariamente una garantía de solvencia para los socios y terceros interesados. Y la respuesta, acudiendo nuevamente a las estadísticas del registro, es que mayormente no. La realidad nos dice que la mayor parte de los procedimientos de

³⁸ Véase el comparativo del estudio KPMG, *Feasibility...* pág. 163 y s.

³⁹ KPMG, *Feasibility...* pág. 164.

insolvencia se abren sin que haya concurrido la causa de disolución por pérdidas, en contextos en los que, o bien la cifra de pasivo que genera la insolvencia del pago corriente no impide que se tenga un patrimonio superior a la cifra de capital social, o bien las pérdidas son tan bruscas que la bajada del patrimonio neto por debajo de la cifra de capital social, se manifiesta antes como insolvencia que como causa de disolución que pueda ser enervada. Y es que, así como el juego normativo para la defensa del capital social está basado ante todo en la garantía de los socios y de su derecho de propiedad en la sociedad, la garantía de los terceros es un objetivo secundario de esta normativa, pues se entiende que para la defensa de sus intereses están las garantías del procedimiento concursal o las garantías contractuales que se les ofrezcan ante una operación puntual (como en el caso de la reducción de capital).

IV.- ALTERNATIVAS AL RÉGIMEN DE CAPITALIZACIÓN NOMINAL Y TEST DE SOLVENCIA:

La defensa de la función de garantía del capital social no se agota, sin embargo, con la estricta defensa de sus nominales y capital mínimo, o con la garantía del procedimiento concursal o preconcursal en sus diversos grados y manifestaciones. El derecho societario conoce igualmente otros recursos para la defensa del patrimonio neto de las sociedades y el mantenimiento de una mínima función de garantía del mismo frente al riesgo de una gestión insensata o el riesgo de descapitalización de la sociedad por los socios en perjuicio de los acreedores terceros. Me refiero a la implantación de test de solvencia, destinados a garantizar una gestión responsable en el reparto de dividendos o en la realización de retornos a los socios, mecanismo íntimamente vinculado a los sistemas de alerta temprana del riesgo de insolvencia y con el objetivo común de promover una respuesta racional al riesgo de crisis económica. En este sentido el artículo 15.1.a) de la Segunda Directiva, y el 56 de la Directiva 2017/1132 establecen como normas generales sobre distribución que “aparte de los casos de reducción del capital suscrito, 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 de la sociedad no permitieran distribuir.” En el

mismo sentido se manifiesta el art. 271 nº 1 y 3 del TRLSC. Nuestro sistema legal, pues, toma como cifra de referencia el capital suscrito incrementado en las reservas legales, y no una cifra del patrimonio neto una vez cubiertas las obligaciones, como veremos que ocurre en otros sistemas no centrados en la defensa de capitales nominales.

IV.1.- Alternativas al régimen de capitalización nominal en el modelo norteamericano:

Frente al modelo europeo el modelo anglosajón norteamericano configurado a finales del siglo XIX concibió la estructura del capital como un mecanismo para la obtención de los recursos financieros necesarios para el proyecto empresarial y como un mecanismo para hacer interesante la inversión al ofrecer una protección a los accionistas/inversores. Inicialmente cada Estado de los EEUU desarrolló sus propias reglas hasta la intervención federal, pero con todo existen más de cincuenta Derechos estatutarios aparte del modelo federal. En el sistema norteamericano una sociedad puede constituirse con arreglo al Derecho estatutario de cualquier Estado, sin importar dónde desarrolla su actividad, y se rige por el Derecho de su constitución, lo que ha conllevado un importante fenómeno de *fórum shopping (race to the Bottom)* en busca del estatuto más favorable. El ganador indiscutible de esta competición ha sido el estatuto de Delaware⁴⁰ que acumula cerca de la mitad de las sociedades públicas registradas de los EEUU.

Los esfuerzos armonizadores arrancan en los años 20 con la edición por la *National Conference of Commissioners of Uniform States Laws* de la primera *Uniform Business corporation act* en 1928, propuesta que tuvo escaso éxito y fue finalmente derogada. La American Bar Association lo intentó igualmente con una propuesta en 1940, la *Model Business Corporation Act (MBCA)* que no se publicó hasta 1950. Era un modelo de estatuto para su adopción por los Estados miembros que ha sido revisado en diversas ocasiones hasta 1980 y enteramente revisado en 1984 (*revised Model Business Act o RMBCA*) y finalmente revisada de nuevo en 2016.⁴¹ A diferencia del fallido intento de la

⁴⁰William W. Boyer; Edward C. Ratledge (9 December 2015). Growing Business in Delaware: The Politics of Job Creation in a Small State". (Recurso electrónico). University of Delaware Press. pág.183.

<https://www.irs.gov/statistics/soi-tax-stats-s-corporation-statistics>

<https://www.mentalfloss.com/article/76951/why-are-so-many-us-companies-incorporated-delaware>

⁴¹ BOOT. "A crhonology of the evolution of the MBCA" en *The Business Lawyer*, 2000, vol. 56, págs. 63 y ss. HAMILTON. "Reflections of a reporter (of RMBCA)" *Texas Law Review*, 1985, vol. 63, págs. 1455-1470. American Bar Association. Model Business Corporation Act (2016 Revision). Official Text with Official Comment and Statutory Cross-references. ABA 15-12-2018.

Uniform Business Act, la RMBCA generó, total o parcialmente, un apreciable número de leyes estatales (30 Estados) y es citada con frecuencia como referencia y usada como criterio por la jurisprudencia.⁴² Aparte del estatuto de Delaware, tan sólo las leyes de Nueva York y California destacan como modelo propio.

IV.1.1. - La Model Business Corporation Act:

En la MBCA la escritura de constitución debe definir el número, tipo y clases de acciones que se emiten por libre diseño de los contratantes, con el límite de indicar cuáles tendrán derecho irrestricto de voto y derecho a la cuota de liquidación. Desde 1980 desaparece el concepto de capital suscrito (*stated capital*) y acciones nominales (*par value*). Ambos conceptos en la doctrina americana se consideran complejos y no adecuados para su inicial propósito de proteger a los acreedores, aunque en realidad no se prohíbe la utilización de ambos instrumentos (§ 2.02 b) (2) IV). Las aportaciones son definidas en los estatutos o por los administradores con escasos límites, pues se admiten aportaciones de servicios, promesas de pago o p. ej. el rendimiento de un futuro concierto de Barba Streissand.⁴³ Los administradores han de valorar la adecuación de la aportación y las acciones que reciben en consideración a dichos aportes, adecuándose a los estándares de conducta del § 8.30 MBCA. El accionista inversor tiene obligación de pagar su aportación, y una vez la realiza, no está sujeto a ninguna obligación ulterior frente a terceros o frente a la sociedad. Una vez constituido el aporte de recursos propios, cualquier tipo de retorno, dividendo, redención de deuda o adquisición, se somete a la regla del § 1.40 (6), según el cual, se deben sobrepasar dos test: un test de insolvencia (*insolvency equity test*) y un test de balance (*balance sheet test*), a los que se pueden añadir otro tipo de controles o condicionamientos en los estatutos.⁴⁴ 39 Estados siguen este modelo. La cantidad distribuible, bajo el concepto que sea, se deja a la discreción del consejo de administración protegido bajo el *judgement business rule* y las limitaciones estatutarias.

El **Equity Insolvency Test**: prohíbe cualquier tipo de distribución en estado de insolvencia o riesgo de insolvencia, entendida como la situación que pueda provocar que la sociedad

⁴² BOOTH, "A Crhronology... pág. 63 y ss. American Bar Association. Model Business... cit.

⁴³ KPMG *Feasibility*.... Pág. 156.

⁴⁴ Model Business Corporation Act Annotated, 2018, § 6, págs. 64 y ss.

no pueda pagar los débitos propios del curso normal de sus negocios. El test de insolvencia es un mecanismo de garantía de los acreedores y de su interés en que la sociedad tenga recursos suficientes para el pago de sus créditos, antes de permitirse cualquier tipo de reparto directo o indirecto a los socios. La única cuestión, es cómo ha de entenderse el concepto de solvencia del § 6.40 c) (1).⁴⁵ De entrada implica el estricto deber de tener una contabilidad al día y auditada, sin que el informe exprese preocupaciones sobre el devenir del negocio. Implica, igualmente, que hay solvencia y liquidez suficiente y si no se aprecia liquidez, los administradores han de expresar cómo los ingresos ordinarios van a generar un *cash flow* suficiente para afrontar las obligaciones contraídas en un período de tiempo razonable. O alternativamente, justificar la previsión de ingresos extraordinarios o de refinanciaciones del débito, circunstancias contingentes o cualquier otro dato pertinente para un análisis del *cash flow* de la sociedad basado en su patrimonio neto, sus presupuestos y los débitos ya registrados y previstos en el corto y medio plazo (“en un periodo de tiempo suficiente”).

El Test de Balance o ***Balance Sheet Test*** (§ 6.40 c) (2), por el contrario, está pensado como un mecanismo de garantía de los socios, pues opera tras el reparto de cualquier tipo de distribución e implica que el balance ha de justificar la existencia de recursos suficientes para satisfacer los derechos de preferencia y cuotas de liquidación de los accionistas si la sociedad se disolviera en el momento de la distribución. Ello implica, no obstante, que, si una sociedad no tiene accionistas con derecho a esa preferencia o cuota de liquidación, puede efectuar distribuciones sin respeto a esta norma.

Ambos tests, por supuesto, implican la aplicación de normas de contabilidad estandarizadas y normas de valoración comúnmente aceptadas, en las que se parte del precio histórico de adquisición y se justifica cualquier posterior re-evaluación o devaluación “razonable según las circunstancias”. Aunque las normas federales USA no imponen un modelo de contabilidad concreto, comúnmente se siguen las reglas US GAAP. La noción de “razonable según las circunstancias” posee un amplísimo tratamiento doctrinal y jurisprudencial como referencia.⁴⁶ Es de nota, que ninguno de

⁴⁵ *Model Business Corporation Act Annotated*, 2002, § 6, págs.198 y ss.

⁴⁶ AMERICAN BAR ASSOCIATION. *Model Business Corporation Act* (2016).

los documentos y conceptos implicados puede tener una dilación superior a los 120 días desde la adopción del acuerdo u obligaría a renovar el test (§ 6.40 (e) (3)).

Por supuesto, y como norma de cierre, si los directivos violan cualquier norma estándar de conducta, estatutaria o legal, (§ 8.30), todos los responsables de la aprobación del acuerdo devienen personalmente responsables por la cantidad que exceda del límite admisible. Para liberarse de esta responsabilidad se exige que el directivo haya obrado de buena fe, basado en una creencia razonable, en el mejor interés de la corporación y con el nivel de diligencia profesional que observaría en posición y circunstancias similares (§ 8.30. c) (e)). Todo ello implica que el directivo ha de actuar previa comprobación de los informes de sus contables, asesores legales y auxiliares internos y externos, y aquí cobran importancia las opiniones de sujetos externos como las bancas y grupos de inversión, empresas auditoras, etc. La responsabilidad se extiende a los accionistas que recibieron los retornos conscientes de la ilegalidad de la distribución, responsabilidad que se ejecuta en favor de la sociedad, dentro o fuera del procedimiento de insolvencia, único supuesto en el que la legitimación podría ejercitarse directamente por los acreedores.⁴⁷

IV.1.2.-La Delaware Corporations Act:

El estatuto de Delaware⁴⁸ es probablemente el mayor éxito normativo del Derecho corporativo Norteamericano. En el mismo, el capital se divide en capital y superávit (surplus: todo activo que excede del capital nominal designado) y se representa mediante acciones, pero el capital, y por ende las acciones emitidas, no tienen por qué corresponderse con el monto total de las aportaciones recibidas. Por el contrario, el Consejo de Administración puede resolver que sólo una parte del capital aportado se califique como tal (*common stock/par value/nominal value*). El capital puede representarse mediante *par shares* o *no par shares*, es decir, acciones con o sin nominal y pagadas o no a la par de sus nominales, y si se usan acciones con nominal, se tendrá que determinar una correspondencia entre las acciones emitidas y el capital mínimo designado como tal, pero es más frecuente el uso de acciones no nominales o acciones de cuota que representan un porcentaje del total de los recursos de la sociedad. De

⁴⁷ KPMG. *Feasibility...* págs. 159-160.

⁴⁸ <https://delcode.delaware.gov/title8/c001/>

hecho, se podría designar una cifra cero como capital social, haciendo que el total del patrimonio neto (activo menos débitos) sea considerado como superávit o surplus. No se prescribe, pues, un capital mínimo, pudiendo emitirse acciones no a la par o sin nominal alguno. Sólo si emiten acciones con nominal resulta necesario, por su propia naturaleza, determinar una cuantía mínima de capital en correspondencia con las acciones emitidas.

En este contexto, en el que la administración designa qué constituye capital y qué es patrimonio propio excedente, es posible encontrar situaciones que nos resultan difíciles de comprender bajo la mentalidad europea continental, como la posibilidad de que, no existiendo una cifra de capital designado, la totalidad del patrimonio neto tenga la consideración de surplus y no sea posible por ello realizar un test de balance que determine la existencia de un surplus sobre la cifra de capital (todo el patrimonio lo es), o que por ello sea posible un reparto de dividendos sin acreditar la existencia de beneficios (*nimble dividends*)⁴⁹ o incluso con pérdidas acreditadas. El único límite, estaría en la no afección a la *Federal Bankruptcy Act*, si se considerara que fue un reparto de dividendos o retorno de aportaciones realizado en fraude de ley o fraude de acreedores. De hecho, sólo unos pocos estados USA admitirían esta práctica, que está prohibida en la mayoría.⁵⁰

Quizás lo más interesante del ejemplo que aporta el estatuto de Delaware es la convicción que expresa sobre la irrelevancia de las cifras de capital para la viabilidad societaria y para la garantía de terceros. El único factor que parece incidir en la elección de emitir acciones con nominal o acciones de cuota sin nominales, parece ser la afección fiscal, al tomarse como base de cotización unos nominales bajos o un valor contable atribuido. Bancos, compañías financieras y todo tipo de corporaciones recurren habitualmente a las *no par value shares* sobre las que lo relevante es la aplicación de los conceptos de *net equity* y *market capitalisation*.

⁴⁹ Nimble dividend is a dividend paid out of current earnings when there is a deficit in the account from which dividends may be paid. Definición en, *Understanding Corporate Law...* cit.

⁵⁰ U.S Courts Administration. Bankruptcy (Basics)
<https://www.uscourts.gov/services-forms/bankruptcy>

Sobre la viabilidad de la empresa en sí, el sistema financiero norteamericano entiende que lo relevante es el *cash flow* de la empresa y su acceso al crédito. De hecho, algunos estudios acreditan que la mayoría de las empresas acogidas al estatuto de Delaware (83%) capitalizan menos del 5% de sus recursos.⁵¹ Así, la mayoría de las corporaciones, para distribuir beneficios, una vez realizada su contabilidad, según normas contables comúnmente aceptadas, consideran posible el reparto si tienen una *equity ratio* (similar a nuestra cuota de liquidación) del 43 al 86% sobre el valor de la aportación original.⁵²

Si pensamos en otro tipo de operaciones, como el aumento de capital, en Delaware, el aumento y su cobertura/aportación material, supone una modificación de la escritura de constitución (*certificate of incorporation*) que debe ser aprobada por el consejo de administración y posteriormente por la junta de accionistas. Ello no obstante, la normativa bursátil puede condicionar la forma o la propia realización de aumentos de capital en determinadas circunstancias, atendiendo precisamente a la solvencia de la sociedad. Por supuesto, tanto en la constitución como en cualquier posible aumento, existen normas de valoración y garantía aplicables a las aportaciones en dinero o *in natura* bajo la responsabilidad de los administradores. En Delaware, por cierto, no existe, salvo excepción recogida expresamente en los estatutos, un derecho de suscripción preferente en favor de los accionistas pre-existentes. Con todo, en un contexto dominado por las acciones de cuota, representativas de un valor patrimonial neto, los aumentos de capital sólo tienen sentido como fórmula de financiación por ampliación del proyecto empresarial, por lo que son operaciones relativamente infrecuentes, y en buen número de casos, canalizadas mediante la emisión de acciones en el mercado de valores.

En lo que ahora nos concierne más, valorar el mecanismo como garantía de socios y terceros, cualquier emisión de acciones implica un estudio del consejo de administración, la modificación del certificado de incorporación, la aprobación por la

⁵¹ KPMG Feasibility Study... pág.163.

⁵²The ratio, expressed as a percentage, is calculated by dividing total shareholders' equity by total assets of the firm, and it represents the number of assets on which shareholders have a residual claim. The figures used to calculate the ratio are taken from the company balance sheet. Shareholder Equity ratio = Total Shareholder Equity / Total Assets

<https://www.investopedia.com/terms/s/shareholderequityratio.asp>

O si se prefiere la **Equity ratio** es un índice financiero que indica la proporción de recursos usada para financiar las aportaciones de la compañía y su balance positivo o negativo.

mayoría de los accionistas, no siendo preceptiva la participación de un experto independiente en la valoración de las aportaciones *in natura*, pues la valoración se sujeta a la responsabilidad de los administradores, que, obviamente, han de poder justificar su valoración en criterios o evidencias independientes en el mercado. Finalmente, socios y acreedores en caso de insolvencia corporativa tienen acción para reclamar las aportaciones no desembolsadas o impagadas (con el obvio inconveniente de tener que aportar prueba).

A modo de síntesis, en el modelo de Delaware, existen **dos tests de solvencia** previos a cualquier forma de retorno o distribución de valor entre los socios: el *surplus test* o *capital impairment test*, y el *net profit test*, aunque vuelvo a recordar que en realidad no se prohíbe el reparto de dividendos sin acreditar beneficios o incluso en situación de insolvencia, si bien si los administradores probablemente violarían sus deberes fiduciarios al hacerlo.

El ***surplus test***: es el que permite a los administradores el reparto de aquellas cantidades que exceden del capital social, entendiendo como excedente las cifras de patrimonio neto, una vez deducidos los débitos y responsabilidades contraídas o ya previstas. Si se han emitido acciones nominativas, haríamos referencia a las cantidades que superan la cifra de capital social. Si se emiten acciones no nominativas, haríamos referencia a las cantidades que excedan de la parte del patrimonio designada por los administradores como capital de retención. Si no existe cifra designada como capital, el montante total del patrimonio neto, sería un “surplus”. En todo caso, nunca sería procedente un reparto si tras el pago el patrimonio neto quedara por debajo de una cifra de capital designado.

El ***net profit test***: permite el pago de dividendos, incluso no existiendo *surplus*, si existen beneficios netos en el ejercicio fiscal, aunque no debería producirse reparto alguno si no se alcanzara la cifra de capital social representado. Por otro lado, el test tiene normas especiales para compañías con bienes sujetos a amortización o depreciación; así, por ejemplo, con las patentes, o en las minas, pozos petrolíferos y similares, donde es necesario tomar en cuenta la amortización y progresivo empobrecimiento del activo a la hora de efectuar el cálculo. Una vez más, el método de valoración se remitirá a las normas contables generalmente admitidas (US GAAP) y todos los valores han de referirse a precios de mercado actualizados, incluso cuando el sistema federal de

contabilidad impone el precio histórico de adquisición o coste. En la práctica, ello implica para los administradores la necesidad de recurrir a expertos externos que validen cada re-apreciación, o bien conduce a aplicar una variante centrada en el análisis del *cash flow* frente a las responsabilidades a largo plazo, ignorando los datos del balance e incluso permitiendo la valoración de *cash flow* proyectados futuros considerados de producción fiable. La actuación de los administradores, finalmente, se someterá al *business judgement rule* y a la comprobación de que no se ha vulnerado ninguna previsión de los estatutos. De otro modo, cada administrador será individual y solidariamente responsable del pago de dividendos ilícitos por actuación contraria a la ley, los estatutos o por negligencia, ante la propia sociedad y ante sus acreedores. Un administrador puede ser no responsable, incluso habiendo votado a favor de la medida, si se demuestra que actuó en buena fe, fiado de la información presentada por el oficial responsable, un experto independiente, comisión de contabilidad o cualquier otra fuente fiable de información. Los directivos que sean declarados responsables, en compensación, podrán subrogarse en la acción contra el socio beneficiado por el reparto indebido a fin de repercutir (en parte) el coste de la responsabilidad. El análisis práctico de la aplicación de la ley de Delaware, sin embargo, indica que la mayoría de las compañías raramente utilizan el *surplus test* y prefieren confiar la determinación del reparto de dividendos al test de caja o *cashflow* como sistema más sencillo y fiable para evitar responsabilidades.⁵³

El sistema como se puede ver es muy flexible y, en realidad, la toma de decisión por los administradores es la única parte compleja y trascendente. El hecho de que prácticamente toda la responsabilidad gravite sobre los administradores, implica que estos dedican mucho esfuerzo y cuidados a la toma de decisión, con el fin de evitar potenciales responsabilidades. El sistema, pese a todo, no parece ofrecer una gran protección a los acreedores, a los que, si se produjera una decisión no razonada/razonable, se les encomienda a un proceso con las cargas de prueba y costas correspondientes. Posibilidad que, normalmente, queda disminuida por los requerimientos de otras leyes federales, como las de contabilidad, las de admisión a

⁵³ Véase MACEY, J. R. *Macey on Corporations Laws*. Vol. 1, Wolters Kluwer. 2020. (Recurso electrónico) Chapter 12 KPMG. *Feasibility...* págs.167 y ss.

cotización, y mayormente, mediante garantías contractuales pactadas con la sociedad. Por otro lado, es cierto que, aunque no haya medidas de imposición de cifras de capital, el estatuto contempla medidas de mantenimiento de la integridad del capital en los casos de retornos de aportación, disminución del capital social, normativa de transferencias fraudulentas y *garantías pactadas con los acreedores*.

Un somero análisis de estas garantías nos indica que la ley no prohíbe la formalización de contratos de crédito más allá de que se viole alguna disposición estatutaria, y que dichos acuerdos suelen establecer *ratios financieras específicas* como condición de sostenimiento del crédito o de ejecución de posibles garantías. Las ratios financieras establecidas suelen basarse en tipo de negocio del prestamista y toman como base una contabilidad auditada y conforme a los estándares del GAAP. La mayoría implica el mantenimiento actualizado de una hoja de cálculo con los datos contables y su presentación cuatrimestral. Los datos considerados relevantes suelen ser:

- *Leverage ratio*⁵⁴ o indicativo de débito total: El índice Leverage es una medida financiera que muestra cuanto de los recursos propios y/o capital proviene de débitos como préstamos y se usa para indicar la capacidad de la compañía para cumplir sus obligaciones financieras.
- Ratio de liquidez o niveles de *cash flow*:
- Ratio de beneficio o productividad (EBIDTA: *Earnings Before Interest Taxes Depreciation and Amortization*): EBIDTA muestra el “beneficio de tu empresa antes de restar los intereses que tienes que pagar por la deuda contraída, los impuestos propios de tu negocio, las depreciaciones por deterioro de este, y la amortización de las inversiones realizadas. El propósito del EBITDA es obtener una imagen fiel de lo que la empresa está ganando o perdiendo en el núcleo del negocio. Es una ratio que te permite saber de una manera rápida y sencilla si tu negocio es rentable o no, ya que representa el beneficio bruto de explotación calculado antes de la deducibilidad de los gastos financieros.”⁵⁵

⁵⁴ A leverage ratio is any one of several financial measurements that look at how much capital comes in the form of debt (loans) or assesses the ability of a company to meet its financial obligations.

⁵⁵ Banco Santander, <https://www.bancosantander.es/es/diccionario-financiero/ebitda>. Pasos para calcular el EBITDA:

Al igual que en el resto del mundo, a los acreedores les interesa comprobar que la empresa con la que contratan es rentable y tiene capacidad para generar liquidez suficiente para el pago de sus créditos. En la cultura económica norteamericana tiene gran importancia acreditar el mantenimiento de liquidez suficiente y el control o limitación de los riesgos. No parece que se considere tan determinante la existencia de activos suficientes en caso de liquidación, como el demostrar una prospectiva de viabilidad. El problema de las garantías contractuales, sin embargo, es el de la diferencia de poder de contratación de los acreedores, y en concreto, la escasa capacidad para obtener garantías de los acreedores débiles, que sólo se benefician de las escasas disposiciones estatutarias de garantía establecidas.

Por otro lado, en lo referente a otro posible mecanismo de descapitalización, la adquisición o financiación de autocarteras, en el modelo de Delaware esta operación se somete primeramente a las restricciones estatutarias. Como regla de base, los límites a la financiación de recompras de acciones propias son los mismos que para el reparto de beneficios o el retorno de aportaciones; cumplir con el *surplus test*. No hay un test explícito de solvencia aplicable al caso, pero su aplicación deriva con claridad del *case law*, y es lugar común que los directivos violan sus deberes fiduciarios con los acreedores si recompran acciones cuando la sociedad es o corre riesgo de ser insolvente. Una sociedad de Delaware puede recomprar su propio stock siempre y cuando no esté (o por la compra vaya a estar), con un patrimonio bajo el par del capital. Es posible igualmente comprar acciones dentro o fuera del capital designado (*preferred or no preferred/common shares*) reduciendo el capital social. Si son adquiridas fuera del *surplus*, la sociedad puede retirarlas o retenerlas como acciones de tesorería.

No hay una restricción clara sobre cómo calcular el *surplus*, de hecho la Corte Suprema del Estado ha permitido re-evaluaciones de activos para mostrar un *surplus*, siempre que dichas valoraciones se hayan hecho en buena fe, sobre la base de datos aceptables y usando métodos que representen razonablemente el valor real, o si se prefiere,

-
1. Lo primero que hay que hacer es tomar en la cuenta de resultados el Resultado de Explotación, al que también se denomina EBIT (Earnings Before Interests, Taxes).
 2. A esta cifra hay que sumar las cantidades destinadas a dotar provisiones.
 3. Por último, se agrega también el montante correspondiente a amortizaciones productivas.

justificando que no estamos ante un fraude real o potencial.⁵⁶ No existe una cuota máxima de autocartera que la compañía pueda adquirir. La cosa cambia, sin embargo, si la sociedad cotiza en bolsa, donde por mandato de las *NYSE Rules*, se impone el uso del formulario cuatrimestral 10-Q, el informe anual del formulario 10-K y una tabla mensual, documentos todos ellos en los que se ha de explicitar la autocartera presente o prevista y el número máximo de adquisiciones o inversión prevista en estas operaciones. Si se violara las previsiones publicadas o se efectuase una adquisición ilícita, nuevamente los directivos son individual y solidariamente responsables por violación negligente de los Estatutos, ante la sociedad inicialmente y ante los acreedores también en caso de insolvencia. Sólo la prueba de la actuación de buena fe, basada en informaciones fiables aportadas por los expertos contables o expertos independientes, puede justificar la exención de dicha responsabilidad.

Quizás, por su interés haya que referirse igualmente a las normas sobre pérdidas de la mitad del capital suscrito, momento en que no existe disposición alguna que obligue a convocar a la junta de socios, o a tomar disposición preventiva alguna.

Por completar el cuadro, Delaware no posee disposiciones específicas sobre prevención de la insolvencia o de reestructuración de la deuda. En el Código Estatal, insolvencia es el cese en el pago de los créditos ordinarios, el incumplimiento del pago puntual o la situación de insolvencia según queda definida en la ley federal de quiebras. Los directivos no son objeto de disposición específica en relación a la insolvencia o su previsión, pero el deber de cuidado y lealtad respecto a los intereses de los accionistas ha permitido construir en los tribunales la necesidad de actuar en interés de los socios y de los acreedores cuando se incurre en riesgo de insolvencia.

IV.1.3.- La California Corporation Act:

California fue la pionera (1977) en eliminar el concepto de capital social mínimo y/o capital legal suscrito representado en acciones nominales. Bajo sus disposiciones no se requiere que exista un capital suscrito en acciones nominativas, aunque si se permiten como pacto estatutario. Son los estatutos lo que determina la consideración que han de tener las aportaciones y su representación en acciones, con una extrema libertad que,

⁵⁶*Macey on corporation... cit.*

sin embargo, ha sido condicionada por la jurisprudencia al exigir que la sociedad deba estar adecuadamente capitalizada y determinar que una sociedad infracapitalizada sin recursos materiales suficientes para afrontar sus débitos, sea calificada como sociedad con capital ilusorio o falsario.⁵⁷ En la ley californiana no existen las primas de emisión, las normas contables dividen el capital/recursos propios en dos apartados: contribuciones al capital y beneficios retenidos. No existe el *stated capital*. El capital inicial recaudado mediante las aportaciones de los socios se representa mediante el total de las acciones emitidas. No existe la diferencia entre capital y *surplus* como en el modelo anterior. Así, un reparto de beneficios sólo puede realizarse fuera de los beneficios retenidos, con la consecuencia de que el precio de compra de las acciones no puede ser distribuido. El consejo de administración puede declarar la distribución de los excesos de beneficios retenidos si se supera el test de insolvencia de capital y la ratio del *insolvency equity* supera el 20% después de la distribución.

Como se ha indicado, las acciones no tienen por qué tener nominales (aunque pueden ser pactados). Los Estatutos definen las series y clases de acciones emitidas dentro de los límites y categorías pactadas en la escritura de constitución. La práctica habitual en las corporaciones californianas es la de no distribuir cantidad alguna por debajo del *common stock* inicialmente aportado. Las aportaciones deben ser desembolsadas y existen normas de garantía al respecto, tanto en el momento fundacional como en el aumento de capital.⁵⁸ La decisión de emisión corresponde a los administradores, salvo disposición estatutaria, y han de ser recogidas en los estatutos. Si se emiten clases de acciones no previstas inicialmente, la modificación de estatutos debe ser validada por el Secretario de Estado de California. Si la sociedad es cotizada, se requerirá a mayores el cumplimiento del manual del NYSE e implicará la aprobación de los accionistas en la mayoría de los casos. La verificación de las aportaciones corresponde a los administradores, tanto si consisten en aportaciones como trabajo, servicios, créditos, propiedad tangible o inmaterial. Sólo no se admiten promesas de pago o prestaciones futuras (a no ser que estén garantizadas). Las admisiones y valoraciones de las aportaciones *in natura* en el momento fundacional han de ser votadas por la mayoría

⁵⁷ PINTO, A./BRANSON, D., *Understanding corporate law*, Lexis Nexis, 4ª edición digital, § 3.03

⁵⁸ KPMG Feasibility... págs. 187-189. ARMINGER., ++

de los accionistas, salvo disposición estatutaria en favor de los administradores. Los aumentos de capital, por el contrario, son responsabilidad de los administradores, y sólo se efectuará votación de los socios si dicho trámite se recoge estatutariamente. No existe derecho de suscripción preferente, salvo disposición estatutaria. California es una de las grandes emisoras de acciones, teniendo sociedades que han emitido más de mil millones de acciones, utilizando como recurso mayoritario el procedimiento del capital autorizado, recogido como plan de inversiones o desarrollo en los *article of association*.⁵⁹

La protección de los acreedores reside mayormente en que no es posible reducir el capital, devolver aportaciones o incrementar el capital sin que la operación esté amparada por los límites señalados en la escritura de constitución (los *article of incorporation*), aunque es práctica habitual contemplar supuestos de aumento por capital autorizado con el efecto de no necesitar la posterior consulta al accionariado. Tampoco parece que se requiera el informe de un experto independiente para la valoración, pues son los administradores quienes determinan el valor del *stock* aportado, aunque, esta confianza, una vez más, se ve constreñida por los deberes fiduciarios y la prohibición de actuación en interés propio. Las manipulaciones en los precios de emisión en favor de propios o de terceros puede juzgarse por el Tribunal y los directivos responsables pueden ser declarados responsables de los daños. El derecho de suscripción preferente como tal no existe más allá del reconocimiento estatutario del derecho a mantener la proporción de voto de control, cuando así es establecido expresamente en la escritura de constitución.

La determinación de si es posible el reparto de beneficios en California se sujetaba hasta el 2012⁶⁰ al cumplimiento de **tres tests** centrados en la capacidad de la sociedad para el pago de sus deudas:

1. No es posible distribuir dividendos o retornos si la sociedad, previamente o como consecuencia del reparto, no es capaz de afrontar sus responsabilidades (***equity insolvency test***). No es posible efectuar distribución alguna si el monto total de los

⁵⁹KPMG *Feasibility*.... Págs. 185 y ss.

⁶⁰ La reforma realizada en 2011 simplifica el § 500 b) del California Corporation Code, eliminando del liquidity test la necesidad de observar una ratio de solvencia/liquidez del 125%

beneficios retenidos (*retained earnings*)⁶¹ en el momento de la adopción del acuerdo, iguala o excede la cifra de la propuesta de distribución. En principio no se puede distribuir una cantidad que exceda de los retained earnings. Si se pretendiera, se debería justificar que tras el reparto al menos quedaba una equity ratio del 20%. Adicionalmente;

2. Se exige una comparación del total de activos con el total del pasivo (***quantitative solvency test***). Inmediatamente después de la distribución, el total de recursos no debe ser inferior a uno y un cuarto (125%) del total de sus débitos/responsabilidades. La ratio de capital/*Equity Ratio* debe superar al menos el 20%. A los efectos de este test, sin embargo, no podrán computarse como activo conceptos como clientela, gastos de desarrollo, inversiones postpuestas o similares, ni como pasivo, impuestos o créditos aplazados.
3. Hasta el año 2012, se exigía una comparación del total de recursos disponibles con el total de las responsabilidades adquiridas (***liquidity test***). Significa que tras la distribución los bienes al menos iguallen a las responsabilidades o deudas corrientes. Si la media de ganancias antes de impuestos y gastos fuera menos que la tasa media de interés en los dos años fiscales precedentes, los bienes existentes deberían ser al menos una vez y un cuarto (125%) superiores a las deudas registradas después de la distribución. Si existen distintas clases de acciones, distinguiendo entre preferentes y Juniors, se debería sobrepasar el test de cuota de liquidación, según el cual, no se puede distribuir beneficios, si tras el reparto, el exceso de bienes sobre la deuda registrada fuera inferior al derecho de liquidación de las acciones preferentes o senior. Tras la reforma del 2012, el *liquidity test* se cumple con la acreditación de que tras la distribución existen recursos en cantidad suficiente para cubrir los *preferred rights* (dividendos pendientes, derechos especiales y cuota de liquidación de los socios que tengan derecho a la misma) Adicionalmente, los estatutos, por supuesto, pueden imponer otro tipo de cautelas.

⁶¹ Retained earnings: the profits that a company has earned to date, less any dividends or other distributions paid to investors.

the amount of net income left over for the business after it has paid out dividends to its shareholders (Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/r/retainedearnings.asp>)

Los tests deben de cumplirse en el momento en el que se declare el dividendo (\$ 166 CCC) y tienen como requisito previo el que se actúe sobre la base de una contabilidad actualizada y sin variaciones esenciales en el momento de la adopción del acuerdo. Por cierto, a diferencia de la mayoría de Estados USA, California dispone de una normativa contable imperativa, que impone el uso de estándares de contabilidad y el uso de estados financieros consolidados de todo el grupo societario en la valoración de los repartos. Estas normas son mayormente armonizadas con el US GAAP pero se establecen diferencias precisamente en la contabilización de los beneficios, el test de liquidez y el de solvencia, que ahora no es cosa de detallar.⁶² En su conjunto, el sistema de California es más rígido que el de otros Estados, pero la situación se compensa con la facilidad existente para el reparto de *cash flow* y la posibilidad de acudir al aumento de capital sin necesidad de consulta de los socios usando el flexible mecanismo del capital autorizado.⁶³

IV.1.4.- Canadá, Australia, Nueva Zelanda, otros ejemplos de erradicación de los capitales nominales. (breve)

La Canadá Business Corporation federal (CBCA)⁶⁴ que sirve de marco a los 14 estatutos corporativos provinciales, optó igualmente por erradicar las acciones con valores nominales y el requisito de capital mínimo. Estatutariamente se puede prever un capital límite autorizado, pero la práctica habitual es la no concreción de un *stated capital*, mientras que las referencias de los estatutos constitutivos suelen referirse a cifras de capital autorizado. El precio de las acciones emitidas se fija en atención a todas las consideraciones que le otorguen valor, lo que supone que es el valor real (*fair value*) de los bienes y servicios que representan. En la fijación de este *fair value* la utilización de expertos es una constante. En síntesis, lo que se encuentra en los *article of incorporation* canadienses son las clases y número máximo de acciones que se pueden emitir, sus derechos, privilegios y restricciones (derecho a la elección de los directivos o no, número de votos otorgado, restricciones a la transmisibilidad, participación en beneficios, etc.). Como el capital autorizado puede ser ilimitado y no hay límites temporales que sujeten

⁶² KPMG Feasibility... Págs. 192 y ss.

⁶³ KPMG Feasibility... Pág. 193.

⁶⁴ <https://laws-lois.justice.gc.ca/eng/acts/c-44/>

Véase también el Glosario de términos societarios del Gobierno Federal: <https://corporationscanada.ic.gc.ca/eic/site/cd-dgc.nsf/eng/cs05171.html>

su posible emisión, no se reconoce un derecho de suscripción preferente o condicionantes similares. El sistema implica que no hay *par value shares*, y por tanto tampoco *premiums* o *surplus*. Cada compañía ha de mantener una cuenta de capital separada para cada clase y serie de acciones y tiene que adjuntar el correspondiente valor con todas las aportaciones de valor que recibe por esa emisión. El *stated capital*, las aportaciones recibidas por la emisión de las acciones, se representa mediante *shareholders equity* o *share capital* y como curiosidad para nuestro sistema, no hay una difusión pública del *stated capital*. La cifra, sin embargo, será relevante en el ámbito corporativo interno, pues no se podrá efectuar ningún reparto de beneficios o retornos de capital más que sobre los *retained earnings* o, dicho de otro modo, el precio de compra de las acciones mediante las aportaciones no puede ser distribuido, con lo que se consigue un efecto equiparable al de los nominales en la segunda Directiva comunitaria. De manera parecida a lo que acontece en Europa, también las cifras de *share capital* o *stated capital* Canadienses, suelen ser bajas en relación con el conjunto del patrimonio societario (10/15%).⁶⁵ Al igual que en California, se puede fijar una cifra ilimitada de capital autorizado y disponer los administradores de las emisiones según criterio de oportunidad o según previsión, aunque existen importantes condicionantes y restricciones si pensamos en el mercado de valores.

En lo que ahora nos concierne directamente, la protección de las funciones de solvencia y garantía, cada emisión de capital ha de ser cubierta por las provisiones del capital autorizado, supervisada por los administradores y con un valor de aportación de respaldo en el que se no se admiten promesas de pago u obligaciones futuras. Son igualmente los administradores lo que tienen el derecho de declarar el reparto de dividendos en dinero, en especie o en acciones, pero para ello deberán acreditar que se supera un test de solvencia. El test de solvencia canadiense es único y sencillo. No se pueden distribuir dividendos si hay base para creer:

- Que la compañía tras el reparto, sería incapaz de pagar sus responsabilidades según su vencimiento, o

⁶⁵ KPMG, *Feasibility...* pág. 203.

- Que la compañía, tras el pago del dividendo, tiene un valor de realización o liquidación inferior al total de sus responsabilidades y su *stated capital* (en este caso, el valor de la aportación de cada acción).

Los administradores, una vez más, serán solidaria y personalmente responsables del retorno del dividendo pagado indebidamente, por lo que, pese a la inconcreción del test de solvencia canadiense, este suele ser observado con rigor, verificado por informes profesionales externos y sujeto a reglas de contabilidad generalmente admitidas. Tengamos en cuenta que la decisión del reparto no requiere de la aprobación de la junta de socios, aunque sus pretensiones suelen ser tenidas en cuenta, mientras que los intereses de los acreedores no son representados directamente en el procedimiento. Su única protección deriva del compromiso firmado por cada administrador que aprueba el reparto de dividendos sobre la capacidad de la compañía para satisfacer el test de solvencia y la viabilidad de la sociedad. Pero, una vez más, de manera paradójica para nuestra mentalidad, esos certificados no suelen ser hechos públicos.

Las normas de reparto se complementan con reglas de mantenimiento del capital: prohibición de adquisición o de financiación de la compra de acciones propias (excepto las permitidas por ley) y el hecho de que el test de solvencia se ha de aplicar igualmente a estos casos tras la adquisición, posible amortización o retención de la autocartera. Idéntica regla rige para las reducciones de capital previstas en la ley y que deberán ser votadas por los accionistas con mayoría de 2/3, pero en ningún caso debería dejar las cifras de capital de retención y acciones en situación de no superar el test de solvencia. Incluso ante figuras como las acciones rescatables, el rescate de las acciones por cuotas o por lotes ha de cumplir con el test de solvencia o la operación quedará suspendida. Sin embargo, la pérdida de la mitad del capital suscrito, o el supuesto de graves pérdidas no se contempla como causa de convocatoria a los socios. Una vez más se encomienda la solución a la pericia de los administradores y aquí han cobrado gran importancia, los pactos de garantía contractual establecidos por las compañías financieras. Esto redundará en que si la compañía cae en pérdidas graves, normalmente los pequeños acreedores se encuentran en una situación insegura, mientras que los prestadores y bonistas habrán

asegurado un dinero de rescate.⁶⁶ Los pactos de prevención de la insolvencia, reestructuración o refinanciación beneficiarán a los acreedores débiles no privilegiados indirectamente, sólo si se consigue la viabilidad de la empresa. Si se llegara a la insolvencia (el deudor es incapaz del pago puntual de sus responsabilidades o el valor de sus activos es menor que la suma de sus responsabilidades), las responsabilidades de los directivos sobre el test de mantenimiento del capital serán frente a la compañía, no frente accionistas o acreedores. El procedimiento de insolvencia implica un juicio sobre la conducta de los administradores, que pueden ser sustituidos por sistemas de administración controlada por períodos largos de hasta dos años.

Como crítica general, el sistema canadiense adolece de ciertas inconcreciones y se le acusa de que su esfuerzo por evitar la insolvencia es bajo y que la monitorización de la misma es de orden formal y centrada en la recuperación de la liquidez.⁶⁷

Australia abandonó igualmente el sistema de Capital nominal desde su ley de 2001 en atención a “la confusión que producía el sistema e acciones nominales a los inversores inexpertos” al representar “una denominación monetaria arbitraria y sin indicación del valor de la acción en ningún momento”.⁶⁸ No existe, pues, cifra nominal de capital o acciones dotadas de nominal. En lo tocante a los sistemas de garantía, cualquier forma de distribución o retorno patrimonial a socios o terceros se somete a la condición de que se cubran con beneficios y no pongan a la sociedad en riesgo de insolvencia (no ser capaz de pagar sus débitos), concepto que se pone en conexión con las reglas contables, pero para el que no se usa ningún test de solvencia en particular.

Nueva Zelanda, por el contrario, aunque su *Companies Act* de 1993⁶⁹ tampoco permite el capital nominal o las acciones con nominal, sí que establece para cualquier tipo de retorno o reparto de beneficios la realización de un test de solvencia (*Balance solvency*

⁶⁶ Los mecanismos habituales aquí suelen ser los de retorno del préstamo, cancelación de las líneas de crédito la atribución de créditos privilegiados en caso de insolvencia, el control temporal sobre las operaciones societarias durante el período de riesgo de insolvencia, la introducción de figuras como el supervisor o la ejecución separada y anticipada de garantías.

⁶⁷ KPMG *Feasibility*... págs. 215-216.

⁶⁸ Company Law Review Bill 1997 intro, que condujo a la Corporation Act 2011, (modificada en 2017). <https://www.legislation.gov.au/Details/C2018C00031>

KPMG *Feasibility*... págs.217-235.

⁶⁹ <http://www.legislation.govt.nz/act/public/1993/0105/latest/DLM319570.html>

test) nuevamente basado en la idea de que tras el reparto los activos patrimoniales superen a las responsabilidades contabilizadas o provisionadas.⁷⁰

IV.2.- Crítica a los sistemas no nominalistas anglosajones basados en los test de solvencia

Como se puede observar, buena parte de los países de la órbita cultural anglosajona y de los Estados que han recibido su influjo cultural han abandonado el concepto de capital legal mínimo, la nominalidad de las acciones y participaciones sustituyendo la función del capital social como cifra de retención por test de control de la solvencia aplicables a la distribución de beneficios, realización de retornos, reducciones de capital, asistencias financieras o compras de autocartera.

Los instrumentos utilizados se basan en dos elementos, un test de balance, similar a los utilizados en el sistema continental, salvo en un detalle crucial, el test de balance no siempre se realiza tomando como referencia una cifra de capital social inicial, pues en ocasiones se referencia a cifras del patrimonio neto. Y por otro lado, en un test de liquidez y solvencia, mayormente centrados en los flujos de caja.

La garantía del conjunto del sistema recae en la responsabilidad de los administradores, a los que se otorgan amplísimas facultades de decisión, pero bajo el condicionante de su responsabilidad personal o fiduciaria, además de someterles a potenciales acciones penales.

Pero lo cierto es que estos modelos corporativos prosperan sin un capital social mínimo o con cifras de retención no significativas. Practican una enorme flexibilidad para el aumento de capital y aplican un test de balance al reparto o retorno de aportaciones y diversas previsiones para el mantenimiento del capital aportado, frente a posibles maniobras negligentes o fraudulentas. Al igual que en el sistema continental europeo, la relevancia de las cifras de capital barajadas en la capitalización de recursos propios de la sociedad o en la fijación de cifras de retención son bajas en relación al patrimonio social. De hecho, para las compañías financieras, agencias de rating y auditoras son

70 New Zealand Companies Act (1993). § 4 Meaning of solvency test: (1) For the purposes of this Act, a company satisfies the solvency test if: (a) the company is able to pay its debts as they become due in the normal course of business; and (b) the value of the company's assets is greater than the value of its liabilities, including contingent liabilities. Con más amplitud, KPMG. *Feasibility...* págs. 236-255.

irrelevantes, pues ellas se centran en conceptos alternativos como la “*net equity*”,⁷¹ o la “*market capitalisation*”⁷² como factores que aseguran la pervivencia de la empresa, la solvencia frente a los acreedores y el interés de los potenciales inversores. Para los factores del control de gestión (política de dividendos, mantenimiento del capital, control de los retornos indirectos), como demuestra la experiencia de Delaware, importan más las predicciones de *cash flow* que los argumentos de capitalización.

A fuer de críticos, deberíamos señalar que, aunque el sistema garantiza de una forma suficiente el valor de las aportaciones como cifra de retención, tanto el test de balance como el *equity insolvency test* están pensados para evitar las descapitalizaciones generadas por los directores corporativos, pero no necesariamente para evitar los riesgos de insolvencia, para encarrilar hacia la reestructuración empresarial ante las pérdidas o situación de riesgo o para dar una solución efectiva a los acreedores ordinarios que no han conseguido pactar garantías contractuales específicas. Quizás por ello, con la excepción de Australia, la mayor parte de los Estados referidos entienden que, para medir los niveles de solvencia, es preferible usar los *solvency test* basados en los flujos de caja y niveles de liquidez, es decir, en la habilidad de la sociedad para pagar sus débitos en atención a los *cash flow* proyectados o previsibles. Los test de balance, que como hemos visto difieren de Estado a Estado, no impiden en buen número de casos que se lleguen a distribuir las aportaciones recibidas en garantía de las acciones, pues basta con que el patrimonio social permita el pago de las responsabilidades contraídas. En casos extremos como el de Delaware se puede llegar legalmente a un balance patrimonial negativo. Todo el sistema, por otro lado, depende en su ejecución del sistema contable que se utilice y aunque entre los diversos Estados USA y los restantes países mencionados hay una cierta armonización basada en el US GAAP y en las Normas Internacionales de Contabilidad, las diferencias de interpretación sobre conceptos como

⁷¹ Patrimonio neto propiamente. *Net equity* es el valor real de Mercado de los activos de una empresa deducidas sus obligaciones. O si se prefiere, el valor que quedaría a los accionistas si sus responsabilidades y deudas fueran pagadas. Su cálculo, por lo general se hace según la fórmula [valor del patrimonio neto = (valor de la empresa + cash y conceptos equiparables + inversiones a corto y largo plazo) – deudas a corto plazo + deudas a largo plazo + intereses de minoría]

⁷² O valor monetario de mercado: es la cantidad que resulta de multiplicar la totalidad de acciones de la sociedad por su valor de mercado (10 millones de acciones de 100 euros de valor dan una capitalización de mercado de 1000 millones de euros). El concepto se usa para fijar el tamaño de la empresa en contraposición a otros como el valor de su patrimonio o de su volumen de ventas...

recursos propios, beneficios, cuota de liquidación, etc. pueden ser muy apreciables. Con todo, la práctica totalidad suele basar los sistemas de control en unas cuentas anuales hechas conforme a estándares aceptables y auditadas en su mayoría.

En este panorama destaca, sin embargo, por su vocación garantista el modelo de California previo a la reforma de 2011,⁷³ el único que además de proponer test de solvencia, obligaba a mantener un test de márgenes de solvencia (§ 500 b) CCC)⁷⁴, añadiendo una garantía suplementaria de gran importancia a cualquier decisión que implique una descapitalización. Dicho modelo, sin embargo, fue modificado en el año 2011 por un sistema de margen de solvencia de inferior garantía para los terceros.

⁷³El 1 de septiembre de 2011 se produjo una reforma de la sección 500 (Assembly Bill nº 571, aplicable a las sociedades californianas y a las pseudo compañías californianas, o sociedades constituidas conforme a su estatuto pero no residentes (sec 2115). La reforma vino motivada por las restricciones al reparto de dividendos del modelo y por la “excesiva responsabilización” que implicaba el modelo para los administradores, al obligarles a un ejercicio contable de precisión previo a la toma de decisiones en este campo. El modelo actual tan sólo obliga a un test de balance en el que los beneficios de la empresa superen el monto del reparto propuesto y los atrasos de los dividendos preferenciales y que, inmediatamente después de la distribución el valor patrimonial de la empresa iguale o exceda la suma del total del pasivo y de los derechos preferenciales (dividendos acumulados, derecho a cuota de liquidación). <https://www.corporatesecuritieslawblog.com/2011/09/california-corporations-code-amended-to-simplify-restrictions-on-distributions-and-permit-waivers-of-application-of-section-500-to-preferences-of-preferred-stock/>

⁷⁴ Hay **dos tipos de pruebas** de relación de balance en la Sección 500 (b). “El primer tipo es la relación entre los activos totales de la corporación y sus pasivos totales, después de dar efecto a la distribución. Para satisfacer esta primera prueba, los activos totales de la corporación, después de hacer efectiva la distribución, deben ser iguales al menos al 125% de sus pasivos totales. Sin embargo, al hacer esta determinación, ciertos activos se excluyen del lado del activo en el balance general y deben deducirse antes de calcular esta relación. Estos consisten en gastos de investigación y desarrollo capitalizados y cargos diferidos. Ciertos artículos también están excluidos de los pasivos. Estas partidas son “impuestos diferidos, ingresos diferidos y otros créditos diferidos”.

El segundo tipo requiere que los activos actuales de la corporación, después de dar efecto a la distribución, sean al menos iguales a sus pasivos actuales. Esta segunda prueba es aplicable a una corporación solo si clasifica sus activos como corrientes o fijos según los PCGA. En los casos en que el promedio de las ganancias de una corporación antes de impuestos sobre la renta y antes de los gastos por intereses para los dos años fiscales anteriores es menor que el promedio del gasto por intereses de la corporación para esos mismos años fiscales, los activos corrientes de la corporación, después de dar efecto a la distribución, debe ser igual al menos al 125% de sus pasivos corrientes. Para los propósitos de esta prueba, los activos corrientes pueden incluir montos netos que la junta ha determinado de buena fe que se espera razonablemente que se reciban de los clientes durante el período de 12 meses, utilizado para calcular los pasivos corrientes de conformidad con las relaciones contractuales existentes que obligan a esos clientes a realizar pagos fijos o periódicos durante la vigencia del contrato o, en el caso de los servicios públicos, de conformidad con las conexiones de servicio con los clientes, luego de que en cada caso se hagan efectivos los costos futuros que no se incluyen en los pasivos corrientes pero que la corporación espera incurrir razonablemente en la ejecución de esos contratos o la prestación de servicios a clientes de servicios públicos”

IV.3.- Los modelos de test de solvencia y alternativas al capital nominal en las propuestas doctrinales.

La doctrina y, en especial la doctrina europea, ha sido igualmente crítica con la configuración de las estructuras de capital derivadas de la segunda Directiva y en especial con su papel como cifra de retención o garantía de solvencia.

IV.3.1.- Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe (informe Winter).

Ya en el año 2002, el informe Winter,⁷⁵ en el análisis de la normativa comunitaria sobre el reparto de beneficios y funciones del capital, señalaba la insuficiencia del sistema que, de facto, permite el reparto de beneficios en años ruinosos y en situaciones cercanas a la insolvencia (por ejemplo, capital legal más reservas igual a 100, activo 300, pasivo acumulado 290 + 30 deuda a medio/largo plazo). Como señalaba el informe, lo racional era hacer un test de solvencia doble: uno relativo al balance y al activo neto, y otro de liquidez o test de activo/pasivo a corto plazo. Sistema de doble test que se proponía igualmente para el control de las reducciones de capital.

La propuesta era coherente con el objetivo normativo de garantizar el sostenimiento de un patrimonio neto mínimo. De facto, requería regular la emisión de un certificado de solvencia por el consejo de administración, acreditando la superación de ambos tests, sin necesidad de intervención de auditoría, y con el respaldo de un sistema de sanciones o responsabilización de los administradores que incumplieran su deber de control. La propuesta se complementaba con el régimen de insolvencia y allí con la extensión de los deberes a los directores “en la sombra”.⁷⁶

La propuesta era compleja y en ella se recogían otras medidas complementarias de configuración del sistema como la admisión de aportaciones de trabajo o servicio,⁷⁷ la

⁷⁵ Informe Winter 4-11-2002, Report of the High Level Group of Company Law Experts on a *Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*.
https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=315322

⁷⁶ El informe no llega a sugerir que se les haga personalmente responsables de la devolución según el modelo americano limitándose a señalar el supuesto de responsabilidad y la necesidad de sanción. Sanción que se propugna igualmente para los directivos en la sombra (pág. 88).

⁷⁷ El informe revisa las reglas de valoración de las aportaciones no dinerarias para encomendarla a la decisión de los socios y administradores que deberían certificar la adecuación de los valores emitidos a la aportación realizada en atención a su valor de mercado, aunque sugería mecanismos de protección de las minorías... *Report of the High Level Group...* pág.82 y ss., 89.

admisión de emisión de acciones sin nominales o la transmisión de acciones y participaciones según su “*fair value*”.⁷⁸

Para ello, obviamente, el *High Level Group* proponía la modificación de la segunda Directiva y del régimen vigente en mantenimiento del capital, distribución de beneficios (art. 15), compra de acciones propias (art. 19), asistencia financiera para la compra de acciones propias (art. 23), amortización y rescate de acciones (art. 39) y reducciones de capital (art. 32). El objetivo de la propuesta era la creación de una cifra de retención del patrimonio neto.⁷⁹ Y generaba obviamente otros efectos indirectos, como la posible eliminación de la reserva legal de respaldo en la compra de acciones propias, la eliminación del derecho de oposición de los acreedores a la reducción del capital, etc. etc. Sin embargo, el informe Winter continuaba defendiendo el requerimiento de un capital social mínimo.⁸⁰

El test de balance y el test de liquidez deberían concurrir simultáneamente para permitir cualquier tipo de reparto o retornos con el fin de cumplir con el objetivo de asegurar ciertos márgenes de solvencia.⁸¹

El **test de balance** sólo permitiría una distribución de beneficios si, tras el reparto, el valor de los activos cubre o excede las responsabilidades contraídas. Se requiere, pues, un valor patrimonial sobre las deudas contraídas, lo que incluye las provisiones establecidas en las cuentas anuales o en los estatutos. El test propuesto se alejaba con ello del modelo de la segunda Directiva en el que el valor patrimonial se refería al capital suscrito. En cuanto a su valoración y ejecución, el informe no vinculaba el test a contabilidades armonizadas a los IFRS o a la cuarta Directiva, permitiendo el uso de diversos modelos de contabilidad siempre que fueran coherentes con el sistema general de contabilidad usado en la compañía. En la propuesta tampoco se pedía una valoración

⁷⁸ Para prevenir la dilución del capital las acciones se deberían transmitir según su valor real o precio de mercado. En las sociedades cotizadas el precio sería el del mercado secundario o el del promedio de su valor en el período inmediatamente anterior a la transmisión. En las sociedades no cotizadas se sugería el valor derivado de la última contabilidad auditada como precio mínimo posible. Presunciones que podían ser desvirtuadas por evidencias sobre precios basadas en circunstancias constatables. No habiendo auditoría, serían los administradores los encargados de certificar la adecuación del precio de las acciones que la junta de socios debería ratificar. Report of the High Level Group... pág. 89.

⁷⁹ Report of the High Level Group... pág. 87.

⁸⁰ Report of the High Level Group... pág. 82

⁸¹ Report of the High Level Group... págs. 87 y ss.

de las obligaciones de provisión previstas; por ejemplo, no se daba instrucción sobre cómo catalogar obligaciones a largo plazo como los pagos de las pensiones futuras, al menos no más allá de las previsiones que las normas nacionales de contabilidad obliguen a provisionar o contabilizar.

El **test de liquidez**, por su parte, era una propuesta de test de liquidez a corto plazo. Conforme al mismo, el reparto o retorno de fondos es posible si la compañía tiene patrimonio líquido suficiente para pagar las obligaciones que vencen en el periodo contable del reparto o en los doce meses siguientes. No es, pues, propiamente un test de *cash flow*, pues se vincula con más propiedad a la hoja de balance; compara patrimonio actual con obligaciones actuales con el inconveniente de que no detalla en qué consiste el patrimonio líquido. Ambos conceptos derivan necesariamente de la contabilidad, sobre la que no se impone un método concreto.

El concepto de patrimonio líquido (*current assets/liquid assets*) en todo caso se crea en referencia a la contabilidad y deja fuera de consideración otros aspectos contingentes externos a la misma como las perspectivas de patrimonio, previsiones de *cash flow*, etc.

Algo parecido ocurre con las “obligaciones del período”. La propuesta no las concretaba, aunque de su enunciado se deduce que deben ser obligaciones/responsabilidades contabilizadas. Quedarían nuevamente fuera del concepto ítems como las contingencias o previsiones prospectivas de futuro.

El “período consecuente a la distribución”, por el contrario, sí se concretaba señalando la adecuación de un período de doce meses. A pesar de estas inconcreciones, el test de liquidez no sería discrecional para los administradores, para los que se habría configurado un test objetivo del que se derivaría una ratio, “*current ratio*” determinante de la posibilidad del reparto.

Quizás menos conocido y más interesante que la propuesta de test de liquidez que formula el informe Winters es la indicación de que un estudio posterior considerara el refuerzo de los dos tests propuesto con el **requerimiento de un margen de solvencia**. El propósito de establecer un margen de solvencia es integrar las reservas legales y estatutarias en un régimen sin capital social. La función de las reservas, según estimaba el estudio, era más efectiva en un régimen sin capital legal que en el establecido por la

segunda Directiva, al reforzar el test de balance con un margen de solvencia adicional.⁸² Mientras el primero aseguraría que el patrimonio excedía de las responsabilidades contraídas, el segundo garantizaría que se superaba las responsabilidades con cierto margen. La propuesta en este caso era una indicación de futuro por lo que no entró en detalles sobre la forma del margen de solvencia, aunque consta la toma como referencia de los márgenes de solvencia conocidos en otros sistemas jurídicos (California § 500 b 1º).⁸³

Finalmente, se propone integrar la propuesta en el marco de responsabilidad concursal y más en concreto en relación con las responsabilidades de los directivos en los supuestos de insolvencia o amenaza de insolvencia. Aquí la propuesta era clara al indicar la necesaria responsabilidad de los administradores que continuaban con la explotación siendo conscientes de su incapacidad o inminente incapacidad para afrontar sus débitos. Por primera vez, se señala la insuficiencia en la protección de los acreedores sin atribuir a las sociedades y a sus directivos responsabilidad ante sus opciones cuando la insolvencia aún no es inminente, aún es posible adoptar medidas para rescatar la compañía o proponer una liquidación no lesiva. Para el alto grupo, la obligación de solicitar insolvencia en casos de insolvencia o inminencia de la misma, implica una actuación que llega tarde. Sobre esta base justifica la necesaria responsabilidad de los directivos por mala praxis (*wrongful trading*) previa a la insolvencia. No se concreta, sin embargo, cuál sería ese punto crítico de comienzo de la responsabilidad, aunque la referencia al régimen británico, único régimen comunitario que lo contemplaba en la época, era inevitable. Para la ley británica de sociedades la responsabilidad por mala praxis o negligencia grave de los directivos (*wrongful trading*) en los deberes pre-concursales se vincula en la jurisprudencia británica a la insolvencia del *cash flow*.⁸⁴ Es

⁸² Report of the High Level Group... pág. 88.

⁸³ La distribución sólo era posible si “inmediatamente después de surtir efecto el reparto, la suma de recursos/patrimonio de la sociedad (clientela exclusiva, inversiones capitalizadas en investigación y desarrollo y cargos diferidos) son al menos 1 ¼ veces superior a sus obligaciones/deudas (sin incluir impuestos diferidos, ingresos diferidos y créditos diferidos). El margen de solvencia californiano depende de cuestiones como cuantos acreedores se han visto expuestos a riesgo de impagos en el año fiscal precedente. Si la media de los beneficios de la compañía antes de impuestos o ingresos y antes de los costes de intereses para los dos años fiscales precedentes fuera menor que la media de los costes de intereses de la sociedad para esos dos años fiscales, una distribución podría hacerse sólo si los recursos presentes fueran al menos iguales a 1 ¼ veces sus responsabilidades o deudas actuales (§500 b 2º).

⁸⁴ KPMG *Feasibility...* pág. 275, siguiendo a BACHNER, T., “Wrongful Trading: A New European Model for Creditor Protection?” En, *European business organization review*, vol. 5, nº2, 2004, págs. 293-319. 300 y

decir, cuando se percibe que una compañía no puede pagar sus deudas a su vencimiento o en el futuro razonable, es decir, en el supuesto de insolvencia inminente y no antes, como parece sugerir el alto grupo.

Por establecer una síntesis, la aportación más relevante del informe del alto grupo es la propuesta de abolición del concepto de capital legal como cifra de retención mínima, al entender que dicha cifra no tiene un impacto real en la financiación de la compañía y usualmente sólo representa una fracción insignificante del patrimonio en las sociedades europeas. Ello implica lógicamente un cambio en la configuración de las acciones nominales e implica un cambio radical de los estatutos societarios en la zona UE. Aunque era apreciable una simplificación de la gestión societaria, el informe, finalmente, recomendó dejar en manos de los Estados miembros su adopción, y obviamente, la propuesta no tuvo éxito.

Posteriormente, se realizó por la Comisión Europea un plan de acción para la gobernanza societaria y las sociedades en 2003, que consideró los estudios como medida a medio plazo. Por otro lado, la introducción de las reglas NIC de contabilidad en 2002, cambiaron las reglas de mantenimiento del capital social al reformar las reglas de valor real. Pero a mi parecer, la mayor pérdida derivada de la inatención al informe Winter es la inaplicación de las medidas propuestas con afección a los intereses de los acreedores y socios. La crítica al hecho de que la segunda Directiva sólo protege una cifra formal de capital suscrito y no una cifra de patrimonio significativa para la garantía del mercado, estaba muy bien fundada y argumentada.

IV.3.2.- El informe Rickford:

El grupo interdisciplinario sobre sostenimiento del capital dirigido por el profesor Jonathan Rickford,⁸⁵ propuso igualmente un test de doble instancia para el control del reparto de beneficios, retornos de capital, compras de acciones propias, amortización de acciones etc. Nuevamente se propuso un test de balance acompañado de un test de

ss. Idem LUTTER, M., *Legal capital in Europe*, De Gruyter, European Company and financial law review, special volume, págs. 159 y ss.

⁸⁵ Interdisciplinary Group on Capital Maintenance, https://www.biiicl.org/files/916_capital_maintenance_report_-_final.pdf
véase Rickford *Reforming Capital*, 15 *European Business Law Review*, 2004, págs. 919 y ss.

solvencia que era el realmente determinante para efectuar cualquier reparto o devolución. El **test de balance** se proponía como una información complementaria, pero si la propuesta de reparto no estuviera cubierta por patrimonio suficiente de acuerdo al test el órgano de dirección aún podría proponer realizar el reparto, si a pesar de ello lo considerara justificado. Una vez más, el órgano de dirección debería emitir y publicar un **certificado de solvencia** en que se acreditara que, tras el examen patrimonial, se cumplen de manera satisfactoria los requerimientos para el reparto. Nuevamente, no se exigía un informe de auditoría de respaldo, pero si éste existiera, debía ser utilizado en la justificación de los requisitos de solvencia y la consulta al auditor será preceptiva en caso de cuestionarse el criterio de los administradores. También se proponía vincular el sistema de control a acciones de responsabilidad y sanciones a los administradores incluyendo en el elenco de las mismas la destitución y posible responsabilidad individual. De hecho, el informe hacía énfasis de la importancia de establecer “*fiduciary duties*” a los administradores en relación a la gestión de los riesgos de insolvencia. Deberes fiduciarios que no existían en la mayoría de los Estados de la UE y cuya implantación se proponía. Al igual que en el informe Winter, la propuesta se apoyaba en el complemento del sistema concursal y adoptaba como propia la propuesta de introducir el *wrongful trading* como criterio de imputación de responsabilidad de los administradores por la gestión irresponsable ante los signos de crisis y próxima insolvencia. De forma autónoma, sin embargo, el grupo Rickford proponía el mantenimiento de las normas de la segunda Directiva en materia de acciones, capital mínimo, valoración de aportaciones no dinerarias y protección de la minoría.

Las modificaciones a la segunda Directiva se centraban, pues, en el sistema de mantenimiento del capital, distribución de beneficios (art. 15), adquisición de acciones propias (art. 32),⁸⁶ asistencia financiera (art. 23),⁸⁷ amortización de acciones (art. 39) y reducciones de capital. Y esencialmente, en la abolición del art. 15, que centra el mecanismo de reparto en el test de balance sobre el capital suscrito. La propuesta implicaba otros efectos secundarios como la eliminación de la reserva legal en caso de

⁸⁶ Se proponía la autorización para compras de autocartera con el límite del 10% pero con abolición de la reserva legal obligatoria.

⁸⁷ Materia que fue modificada tras la emisión del informe Rickford en el sentido de su propuesta.

amortización de acciones o la eliminación del derecho de oposición de los acreedores en la reducción de capital.⁸⁸

Las propuestas Rickford se formulan de manera indicativa y así, el requisito de capital mínimo podría ser abolido, lo mismo que las normas sobre publicidad del capital suscrito, la prohibición de emisión de acciones sin nominales o la prohibición de aportación de trabajo y servicios, lo mismo que las normas de valoración de las aportaciones no dinerarias

Entrando ya a los tests propuestos: El *test de solvencia* requiere que la compañía asegure su liquidez a corto plazo y además, una acreditación o aseguramiento de la viabilidad de la empresa a largo plazo. Para el grupo Rickford sólo hay una garantía efectiva para terceros cuando concurren estas dos circunstancias. En contraste, el ***test de balance centrado en el patrimonio neto***,⁸⁹ no es un requisito substantivo porque, de ser aplicado y si la cantidad que se propone distribuir no está cubierta por el patrimonio neto, pero si por el test de solvencia, aún debería ser posible realizar el reparto si existiera una justificación suficiente. La mera aplicación mecánica de un test de balance, aun centrada en el patrimonio neto, no es suficiente para comprender la cualidad del patrimonio y de las responsabilidades sociales, su volatilidad y su capacidad de realización. Podrá ser útil como medida de publicidad y disciplina sobre la dirección corporativa pero no necesariamente un criterio de control.

La acreditación del ***test de liquidez a corto plazo (short-term liquidity test)*** se basa en el control del *cash flow*. Una distribución sólo debería efectuarse si los directivos certifican que, a la vista de sus recursos, para el año siguiente al reparto, existen medios suficientes para el pago de las deudas que venzan en ese ejercicio. Entre los débitos que deben ser considerados estarían los pagos de las deudas reclamadas, las responsabilidades contingentes (responsabilidades establecidas o que derivan de relaciones legales en las que existe ya fijada una posible obligación de pago, pero que

⁸⁸ Informe Rickford, pags. 983 a 986.

⁸⁹ Básicamente, tomando como referencia las cuentas anuales la distribución de beneficios sería posible si, tras el reparto, los activos patrimoniales cubren los débitos contabilizados. El exceso neto patrimonial sobre las deudas incluidas las provisiones, podría ser distribuido. Este test de balance no toma como referencia la cifra de capital suscrito un margen del 10 o 20% sobre el capital suscrito como en otras propuestas o regímenes ya vistos.

puede derivar o no en una obligación de pago efectiva. Por ejemplo, el reclamo de una garantía) y las responsabilidades prospectivas (responsabilidades acumuladas o que sustancialmente pueden darse por ciertas. Por ejemplo, eventual responsabilidad por impago de una letra de cambio).

Esto caracteriza la propuesta Rickford, ya que, para realizar el test de solvencia, será necesario tomar en cuenta factores contabilizados en la cuentas anuales junto a factores no contabilizados. Así, por ejemplo, para valorar los fondos líquidos disponibles, se computarán no sólo los existentes al tiempo de la propuesta de reparto sino también los que resulten previsibles por inversiones, realización de activos, u otros datos que puedan darse por ciertos en el “curso ordinario del negocio”, porque, aunque no se da definición alguna al respecto, las circunstancias extraordinarias no deberían ser contabilizadas a estos efectos.

La propuesta otorga en el fondo una amplia discrecionalidad en la apreciación del test de liquidez a corto plazo. No es propiamente un test objetivo que nos ofrezca una ratio de balance desde el momento en que permite la valoración por los directivos de su conocimiento de la empresa y sus circunstancias, de la prospectiva y de su apreciación sobre su capacidad para afrontar los pagos a su vencimiento. Se ha señalado que este sistema no da una instrucción clara sobre cómo tratar las obligaciones a largo plazo, dada la limitación del análisis a un período de 12 meses, dándose el hecho de que algunas obligaciones a largo plazo son claramente provisionables y ciertas en su vencimiento.

El segundo test propuesto, el ***aseguramiento indefinido de la viabilidad de la empresa***, requeriría que se asegurase la viabilidad indefinida de la empresa. Un objetivo ambicioso para el que una vez más se acude al control del *cash flow*. En este caso se requeriría a los miembros del órgano de dirección que certificaran que, a su juicio, en el futuro previsible, teniendo en cuenta las expectativas de la compañía en el curso ordinario de los negocios, es razonable esperar que pueda afrontar sus responsabilidades.⁹⁰ Creo que no es necesario resaltar la proliferación de términos como razonable y previsible, siempre sujetos a valoración y contingencia... Lo que se le pide aquí a los

⁹⁰ Informe Rickford, pág. 979.

administradores es que sobre la previsión del test a corto plazo se añadan las responsabilidades previsibles en el curso ordinario del negocio (no de las circunstancias extraordinarias) en función de las expectativas razonables de ingresos del negocio en el curso ordinario del mismo.

A mi juicio la propuesta adolece de inconcreciones preocupantes, la primera, siempre, la de terminar qué es el futuro previsible, la segunda el alcance de la referencia a “indefinido”, finalmente la siempre cuestionable palabra “razonable”. Todos estos conceptos pueden llenarse de contenido, cosa que la propuesta no hace plenamente, por lo que se introduce un apreciable grado de discrecionalidad administrativa. El sistema no conduce a una ratio vinculada al balance para la determinación de la viabilidad de la empresa. Tan relevante como esos datos serán la apreciación subjetiva de los directivos sobre la viabilidad y por ello una apreciación sustantiva de factores extra-balance sobre los créditos e ingresos contingentes y prospectivos. El caso más claro de ello es la consideración que se pueda dar a los créditos a largo plazo como provisiones de pago de pensiones, afectaciones al patrimonio por planes urbanísticos, requerimientos de seguridad, evolución del mercado, etc.

Como era de esperar, dado el margen de discrecionalidad, un gran poder implica una gran responsabilidad. Los miembros del órgano de administración han de certificar y publicar el resultado de los tests y su juicio, dando explicación sobre la liquidez y viabilidad de la empresa, aunque ello no implica una garantía de absoluta de solvencia futura, ni siquiera en el caso de ser consultado un auditor. Esta declaración, empero, va respaldada por un sistema de sanciones y responsabilidades: la responsabilidad de los directivos por el correcto cumplimiento de la ley, la de los receptores de los pagos indebidos que tenían base de conocimiento para creer que el reparto era irregular. La responsabilidad personal de los administradores finalmente por la no observancia del deber de cuidado, lealtad, competencia y diligencia profesional. A los directivos se les exige el cumplimiento de los estándares normales de diligencia en los negocios, lo que hoy nos remitiría a la exigencia de un deber de lealtad y diligencia profesional, pero con el límite de una *business judgement rule*. Las circunstancias imprevisibles y extraordinarias no darían lugar a responsabilidad. Responsabilidad, en todo caso, que sería compatible con la penal en caso de aplicación fraudulenta o desleal de la ley y con

la posible extensión de responsabilidad a los directivos en el ámbito del concurso, si concurrieran las circunstancias.

Por redondear las aportaciones del grupo Rickford, la propuesta implica la abolición de la cifra de capital mínimo, considerado irrelevante en el tráfico, y la abolición de las acciones nominativas, lo que consideran que simplificaría mucho la gestión societaria, pero obligaría a una reforma masiva de los estatutos vigentes.

IV.3.3.- El informe del grupo Lütter:

El informe sobre el capital legal en Europa del grupo Lütter⁹¹ se desmarca de los trabajos precedentes al defender que la abolición del capital legal no es una opción recomendable en tanto la efectividad de los posibles regímenes alternativos no sea comprobada. Comprobación que sigue sin realizarse (el grupo tampoco deja claro cómo se efectuaría la misma) y sin que la referencia al ordenamiento norteamericano o similares sea válida ya que su sistema de acciones, responsabilidad de los administradores, régimen concursal y similares difiere de manera sustantiva. El grupo Lütter defendió pues el sostenimiento del actual régimen de la segunda Directiva con la excepción de la propuesta de modificación de su artículo 15 sobre la determinación del beneficio distribuable, operación que se pone ya en conexión con las contabilidades adaptadas a los estándares internacionales de contabilidad, que condicionan el cómputo de beneficios. En concreto, el grupo aprecia el riesgo de declaración de beneficios no realizados y valora diversos métodos de cómputo extra e intra-balance (o considerándolos restrictivos, ineficientes etc.). Pero siempre los consideran preferibles a la opción de abolir el sistema de capital legal, al entender que un test de solvencia podría ser suficiente para asegurar la necesaria protección de los acreedores. Por ello, propone una doble medida, la realización de un balance acorde a los principios contables internacionales, auditado y certificado por los administradores al que se añadiría un test de solvencia, elaborado sobre la base de la información contable y un presupuesto financiero o presupuesto de capital a largo plazo, que demuestre que la sociedad dispone de fondos suficientes para afrontar sus responsabilidades a su vencimiento para el plazo de dos años. Aquí también se defiende la responsabilidad de

⁹¹ LUTTER, M., *Legal capital in Europe*, De Gruyter, European Company and financial law review, special volume. 2006.

los administradores en la elaboración y ejecución del test y en los datos sobre la solvencia que se hacen públicos a los terceros.

IV.3.4.- El grupo holandés.

El llamado grupo holandés dirigido por Schutte-Veenstra⁹² vuelve a la propuesta de un doble test de determinación de los beneficios distribuibles (los dividendos interinos) y de las cautelas igualmente aplicables a la reducción de capital. La propuesta es muy similar a las de los informes Winters y Rickford: un test de balance y un test de liquidez, siendo la superación de ambos necesaria y publicada en un documento firmado por los administradores. La propuesta no se vincula a un endurecimiento de las responsabilidades de los administradores ni al complemento de informes de auditoría sin perjuicio de su uso si estos existen. Sin embargo, también se proponen modificaciones normativas y en concreto la derogación del capital mínimo, del régimen de valoración de las aportaciones no dinerarias, de la reserva sobre el capital suscrito y la emisión de acciones con nominales. De facto, pues, la derogación de los art. 15, 19 y 32 de la segunda Directiva.

Respecto a la propuesta de test en sí, el **test de balance** se orienta hacia la situación financiera a largo plazo, y el **test de liquidez** a asegurar la solvencia a corto plazo, en la idea de que la combinación de ambos ofrecerá una perspectiva razonable de que tras el reparto la compañía continuará siendo capaz de pagar sus deudas al vencimiento. Ambos tests son por ello acumulativos. En cuanto a su realización, el test de balance haría posible una distribución si tras la misma el capital no es negativo. Es decir, si tras la distribución de los pagos el patrimonio social al menos iguala a las responsabilidades, incluidas las provisiones. Sólo es posible una distribución si hay pues un surplus en el patrimonio neto, con independencia del criterio del capital suscrito. Análisis que se realiza sobre la base de las cuentas anuales oficiales y estados consolidados. El test de liquidez por su parte no se define. En su lugar se apela a la consulta con las organizaciones internacionales de contabilidad, por lo que ni siquiera se opta por vincularlo al *cash flow* o a una ratio de contabilidad, no se define qué ingresos y gastos se incluyen en el test, el tratamiento de los pagos en función del patrimonio líquido o

⁹² BOSCHMA/LENNARTS/SCHUTTE-VEENSTRA., Alternative systems for capital protection. Final report 2005. Deventer Kluwer 2005

no líquido, el tratamiento de las circunstancias excepcionales o el grado de discreción de los directivos. Tan sólo se define, curiosamente, que se aplique a un período de 12 meses siguientes a la distribución, que los administradores sean responsables de la realización del test y de su publicidad (sin mayor concreción sobre el alcance de su responsabilidad en el reembolso).

En síntesis, las aportaciones del grupo holandés son escasas en cuanto a los mecanismos de defensa de la solvencia y quizás es más representativa su defensa de la abolición del capital mínimo y de las acciones con nominales en un proceso gradual de coexistencia. En relación a las garantías de accionistas y acreedores, su aportación se centra en defender un nivel incrementado de garantía por la implantación de tests de solvencia, cuyo impacto es impredecible, al no concretarse la propuesta.

IV.4.-Crítica a las propuestas doctrinales sobre modelos de test de solvencia y alternativas al capital nominal:

Como se puede ver estamos lejos de un consenso doctrinal sobre las líneas de acción respecto a la implementación de garantías de solvencia y el mantenimiento o reforma de los capitales mínimos y sistemas de nominatividad. Existe un consenso en torno a la necesidad de incrementar el control de distribución de beneficios con algún test de solvencia añadido y un acuerdo suficiente en abolir el concepto de capital legal (3/4) e introducir acciones de cuota sin nominales (3/4), y sólo el informe Winter defiende la introducción de márgenes de solvencia. Todos los informes adolecen de alguna inconcreción sobre cómo ejecutar la reforma de la segunda Directiva. Por otro lado, la coincidencia en introducir test de solvencia es puramente formal: el Alto Grupo defiende la introducción de ratios de balance, los grupos Rickford y Lutter utilizan proyecciones de *cash flow* y el grupo holandés no específica. Ninguno de los cuatro especifica en detalle el diseño de los tests... La mayoría continúa apegado al balance como elemento de referencia (salvo Rickford) y tres modelos sugieren la utilización del modelo vigente de contabilidad basado en la cuarta Directiva y Estándares Internacionales de Contabilidad.

Pero, desde una perspectiva general, creo que hay otra crítica pertinente. Todos los informes parten de un supuesto básico cual es el del control de reparto de beneficios, y por derivación, tratan la afección de las modificaciones del sistema nominalista y de la

introducción de criterios accesorios de solvencia en las operaciones de modificación de capital, autocartera, asistencia financiera, amortización y rescate de acciones, etc. Y sólo tratan de la afección a la protección de socios y acreedores como efecto secundario de dichas operaciones. Lo curioso es que no sea este efecto el eje vertebrador de los estudios y la cuestión principal a dirimir. Lo que es cuestionable en el sistema de capital legal mínimo articulado en nominales configurado en la segunda Directiva, es su aptitud para garantizar un margen de solvencia y garantía de viabilidad a socios y acreedores ante la gestión de los administradores y las circunstancias inciertas del mercado. Y es que, al parecer, sobre estas cuestiones, el Derecho de sociedades tiende a inhibirse en favor del Derecho concursal, institución a la que hemos fiado el control de la solvencia y de la gestión ante el riesgo de insolvencia.

V.- EL DERECHO CONCURSAL Y PRECONCURSAL COMO GARANTÍA FRENTE AL RIESGO COMERCIAL: BREVE CONSIDERACIÓN

En un sistema que ha demostrado el desapego entre el sostenimiento de la cifra de capital social y su función de garantía es necesario señalar que, al parecer, la función de alarma y de garantía frente al incremento del pasivo y el desbalance del capital social con el patrimonio se ha encomendado a la institución concursal, y más en concreto al mecanismo de la insolvencia inminente contemplado en el art. 2 de la LC.

La experiencia nos dicta que mecanismos de alerta internos como el art. 327 (reducción de capital por patrimonio neto inferior a 2/3 capital social) o el art. 363.1 e) TRLSC (causa de disolución por patrimonio neto por debajo 50% Capital social) no suelen manifestarse antes que la insolvencia inminente (art. 3 LC), precisamente por la escasa capitalización de las sociedades en relación al volumen de sus pasivos, y ello sin contar con las moratorias que se concedieron en el cómputo de las pérdidas con motivo de la crisis económica del 2008, mediante los RDL 10/2008, RDL 5/2010, RDL 3/2013, RDL 4/2014...⁹³ Y es que, como bien explica sintéticamente el profesor Quijano, las causas

⁹³ La excepción se inició en 2008 para evitar el efecto de la burbuja inmobiliaria y fue prorrogada hasta el año 2015. Real Decreto-Ley 4/2014, de 7 de marzo, por el que se adoptan medidas urgentes en materia de refinanciación y reestructuración de deuda empresarial. Disposición final séptima de Modificación del Real Decreto-ley 10/2008, de 12 de diciembre, por el que se adoptan medidas financieras para la mejora de la liquidez de las pequeñas y medianas empresas, y otras medidas económicas complementarias. La disposición adicional única del RD-Ley 10/2008, de 12 de diciembre, por el que se adoptan medidas financieras para la mejora de la liquidez de las pequeñas y medianas empresas y otras medidas

de disolución o reducción de capital por pérdidas y los supuestos de preconcursalidad o insolvencia (inminente y actual), pueden coincidir y superponerse, pero también pueden presentarse por separado, siendo posible las pérdidas cualificadas (causa de disolución) sin insolvencia actual, las pérdidas cualificadas con insolvencia inminente o las pérdidas cualificadas sin insolvencia, del mismo modo que puede concurrir la insolvencia sin causa de disolución.⁹⁴ Esta situación, nos coloca ante un contexto paradójico, porque nuestros administradores son receptores de dos deberes inconexos entre sí, el de reducir el capital o disolver/enervar la causa de disolución ex art. 327 y 363 TRLSC, y el de solicitar el concurso en situación de insolvencia actual o inminente (art. 5 LC), pero no contempla propiamente ninguna obligación específica en los casos en los que la sociedad atraviese una situación de dificultad que no se haya concretado ya como causa de disolución o como insolvencia, por más que estas dificultades previsiblemente nos lleven a una u otra situación.⁹⁵

No es este el momento de hacer una reconsideración general sobre las funciones de la insolvencia o sobre sus presupuestos objetivos, bastando tan sólo con evaluar, si puede señalarse a nuestro sistema concursal como un factor que supla la falta de garantía que ofrecen los sistemas de capitalización societaria basados en nominales sin adecuación alguna a la realidad negocial. Y la respuesta es simple; parece que no.

No lo parece si consideramos que la inmensa mayoría de los procedimientos concursales termina en liquidación (más del 90%). Que de media sólo se recupera un 42% del pasivo en los concursos y que la mayoría de dicho porcentaje lo constituyen los créditos privilegiados que derivan de garantías contractuales establecidas por los contratantes

económicas complementarias, expresaba: “1. A los solos efectos de la determinación de las pérdidas para la reducción obligatoria de capital regulada en el artículo 327 del texto refundido de la ley de Sociedades de Capital, aprobado por el RD Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y para la disolución prevista en el artículo 363.1.e) del citado texto refundido, así como respecto del cumplimiento del presupuesto objetivo del concurso contemplado en el artículo 2 de la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal, no se computarán las pérdidas por deterioro reconocidas en las cuentas anuales, derivadas del Inmovilizado Material, las Inversiones Inmobiliarias y las Existencias o de préstamos y partidas a cobrar. Véase igualmente **Resolución ICAC 5 de marzo de 2019**. Igualmente, AZOFRA, F./GARCÍA LLANEZA, R. “La reforma temporal de la causa de disolución por pérdidas graves” Boletín Uría Menéndez asociados (recurso electrónico).

⁹⁴ QUIJANO GONZÁLEZ, J., “Capital social y pérdidas cualificadas: deberes y responsabilidades de los administradores” en Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal n.º 31/2019 (smarteca, 10 págs.) págs. 1-8.

⁹⁵ EMPARANZA SOBEJANO, A., “Los nuevos deberes de los administradores frente a los acreedores en sociedades con dificultades económicas” en Aranzadi Unión Europea, n.º 8/9 2019, pág. 11.1 y ss.

más fuertes (entidades de crédito) o con mayor amparo legal (deudas tributarias y de la SS, deudas salariales).

Como muestra, en el Anuario de estadísticas concursales de 2018:⁹⁶ Sobre 3593 declaraciones de concurso, sólo se realizaron 189 convenios (8%). La vida media de las empresas concursadas es de 12 años, un 5% tiene una vida inferior a los dos años. El 66,2% de las sociedades registra pérdidas netas. El 55,6% de las concursadas no genera recursos positivos: es decir, reflejan nulas posibilidades de reducir la deuda. Por otra parte, un 13,2% con los recursos que generan tardarían 25 años o más en cancelar sus deudas. El 50% de la muestra acumula un pasivo exigible total cercano al valor total del activo, con una ratio de apalancamiento del 95%. En un 41,6% de las sociedades la destrucción patrimonial ha sido completa (fondos propios negativos). Las liquidaciones directas (sin antes haberse producido una fase de convenio o incluso un convenio) ascendieron a 1.883 casos, lo que representa un 81,3% del total de fases sucesivas. El 68,9% de las sociedades que iniciaron concurso en 2018 no podría atender la totalidad de sus deudas en menos de 25 años, cifra mejor a las registradas en 2017 (71,3%), 2016 (74,7%), 2015 (78,7%), 2014 (78,0%), 2013 (77,12%), 2012 (73,2%) y 2011 (72%), acercándose a la obtenida en 2010 (66,6%). El índice medio de recuperación de créditos en España en los últimos 5 años es cercano al 42%. Y, el índice de recuperación de créditos para los acreedores ordinarios alcanza una media del 45%... cuando se llega al convenio, lo que como podemos comprobar, sólo ocurre en un 8% de los casos. En las liquidaciones, no existe un dato certero, pero los anuarios realizan menciones con referencias al 2,5% de crédito recuperado.

Nuestras estadísticas concursales, desde el 2006 al 2018, muestran la apertura de concurso a sociedades que llegan en un estado de debilidad y descapitalización manifiesta, la proliferación de pequeñas sociedades sin apenas recursos para afrontar sus débitos ordinarios. La apertura del procedimiento concursal en nuestro país, de ordinario, supone graves pérdidas para los acreedores ordinarios, aquellos que sostenían la actividad comercial ordinaria, para los trabajadores y para los propios socios como inversores, titulares de un crédito postergado. Nuestros índices de recuperación

⁹⁶ Registradores de España. *Estadística Concursal. El concurso de acreedores en cifras. Anuario 2018.*

del crédito son muy bajos. Aún más bajos son los índices de formalización de convenios (8%) y la práctica irrelevancia del mecanismo alternativo del acuerdo extrajudicial de pagos. El concurso, como ultima ratio, defrauda mayormente las expectativas de recuperar la normalidad mediante el salvamento de la empresa o de ofrecer un mecanismo de garantía y seguridad en el tráfico jurídico. Garantía, que finalmente sólo estará al alcance de algunas clases de acreedores.

Ha sido solo en los últimos decenios cuando se ha intentado explorar las vías de los acuerdos de refinanciación y las distintas situaciones preconcursales, como fórmula de satisfacción al principio de continuidad de la empresa y vía para reintegración a los acreedores ordinarios del tráfico de una parte sustantiva de su crédito. Resulta obligado referirse brevemente al mecanismo de la insolvencia inminente, para explorar a continuación el confuso panorama de los distintos mecanismos de reestructuración de la deuda como factor de garantía para socios y terceros, o si se prefiere, como factor de defensa de la suficiencia de recursos que aseguren la viabilidad de la sociedad.

V.1.-El mecanismo de insolvencia inminente: (breve remisión)

En nuestro ordenamiento la insolvencia inminente es un mecanismo que cabe tildar de impreciso y que las estadísticas nos demuestran que es de escasa efectividad o al menos de escaso uso. La insolvencia inminente (art. 2.3 LC), es decir, que el deudor *“prevea que no podrá cumplir regular y puntualmente sus obligaciones”*⁹⁷, se concibe como una institución preventiva o garantista en un contexto en el que las cifras de retención ya escasamente cumplen con dicha función. Nos encontramos ante un estado patrimonial en el que podemos hacer un pronóstico o valorar la previsibilidad del incumplimiento de las obligaciones corrientes. O, en términos de la doctrina germana, fuente original del precepto, los requisitos del supuesto para la insolvencia inminente implica una valoración modificada del endeudamiento tradicional; la elaboración de un balance distinto del balance comercial ordinario en el que se valoren los activos y pasivos conforme a un escenario de liquidación o no continuidad, a fin de compensar el efecto del aplazamiento de los créditos en un momento ideal.⁹⁸ Un estado financiero en el que

⁹⁷ Procedencia: drohende Zahlungsunfähigkeit -§ 18 Insolvenz Ordnung, 5 de octubre de 1994.

⁹⁸ Véase GROSS Kommentar zum AktGKTS, y allí HÜFFER/KOCH, sobre el § 92 Rn 17. GÖTZ en KTS 2003, I, pág. 39. SPINDLER, G. “Trading in the vicinity of Insolvency: considerations under the proposal of Directive and the INSO. A german perspective” en AA.VV., BERMEJO GUTIÉRREZ, N./MARTÍNEZ FLOREZ,

no ha habido incumplimientos significativos, porque si no ya estaríamos en estado de insolvencia actual.

En segundo lugar, una prognosis, un juicio de previsibilidad negativo, pero no identificable con la insolvencia actual o situación de liquidación. Es decir, que exista una posibilidad de futuro, que en el caso germano exige una previsión a dos años vista de que el cash flow será suficiente para cubrir los débitos y pagar a los acreedores, sin que ello implique que la compañía sea rentable.⁹⁹ Prognosis en las que debe incluir todos los factores previstos de evolución futura, positivos o negativos. Nos referimos pues a un juicio sobre el devenir futuro, sobre el que la ley española no ha establecido ningún indicador preciso y que queda encomendado a la auto-evaluación de los administradores sociales, según su leal saber y entender.

Y a un juicio de futuro, cuyo horizonte temporal tampoco ha sido definido: Inminente es un concepto claramente indeterminado y susceptible de valoraciones contrapuestas y períodos indefinidos. Quizás por ello, la insolvencia inminente, al menos estadísticamente hablando, es un precepto fallido. Las estadísticas del registro mercantil, una vez más, nos indican que se recurre a esta institución raramente y además, con escaso éxito si no va acompañada de una propuesta de refinanciación o de convenio.¹⁰⁰ Como señala acertadamente el profesor Rubio Vicente, la insolvencia inminente fracasa por la indeterminación del supuesto, por otorgar la legitimación en exclusiva al deudor y por la ausencia de premio o sanción ante el incumplimiento del deber señalado al deudor.¹⁰¹ Y es que el procedimiento de insolvencia inminente es ya un proceso judicial de insolvencia, sin ventaja procesal alguna, y normalmente identificado con una situación en la que el valor del activo ya es inferior al conjunto de la masa pasiva una vez amortizado el efecto del aplazamiento en el vencimiento de la deuda.

A.,/RECALDE CASTELLS, A. Reestructuraciones de las sociedades de capital en crisis. Civitas, Thomson Reuters, Cizur Menor, 2019, págs. 121-136. Pág. 123.

⁹⁹ A diferencia del caso español, el Derecho germano ya contempla la posibilidad de Squeeme of arrangements en los que es posible proponer la disolución y liquidación ordenada.

¹⁰⁰ Aquí hemos copiado la posibilidad del Derecho germano una vez más. Véase

¹⁰¹ RUBIO VICENTE, P., RUBIO VICENTE, P., "Prevención de la insolvencia y propuestas de reforma" en RDCP, nº 4, 2066, págs. 187-210. Notas 19-20.

La pregunta lógica que se han formulado los expertos en los últimos decenios, es si lo razonable no era instalar un control preventivo, verificar las situaciones de riesgo de crisis mediante indicadores objetivos, técnicos y fiables, instalar controles judiciales preventivos o controles encomendados a expertos independientes y promover la actuación cuando aún sea posible la reestructuración de la empresa. O, en su caso, hacer que, por lo menos, la insolvencia inminente quede definida, con cierta previsión, como ventana de entrada al procedimiento concursal.¹⁰²

La insolvencia inminente en su estado actual, expresa la tensión creciente que existe por la delimitación de los procedimientos concursales y preconcursales, judiciales y pre-judiciales y por la definición de itinerarios procesales privados o judicializados, que se correspondan con los distintos estadios de viabilidad de la empresa, entendiendo que el concurso es ya la última ratio o la expresión de una situación de difícil solución.

Por eso es importante señalar la diferencia de supuestos de hecho. La dinámica del concurso exige ya el sometimiento a una dinámica de valoración centrada en los valores liquidatorios, mientras que la función preventiva de la insolvencia ha de producirse en un momento en el que la viabilidad aún sea posible y con referencia a un valor de continuidad (*going on concern*) en el que acreedores no privilegiados y socios, aún conservan una cuota de valor o una expectativa razonable de mantenimiento de una parte sustantiva de su valor de propiedad. En el momento del “riesgo de insolvencia” al que se refiere la D. 2019/1023, socios y acreedores comparten un interés común en la continuidad de la empresa y en el sostenimiento de sus valores crediticios. Llegada la insolvencia inminente o actual, el ordenamiento jurídico prima el interés de los acreedores, bien que de forma desigual por el fenómeno del privilegio, y deja como clase subordinada a los socios, titulares del riesgo y responsables últimos de la insolvencia. Se crea una lógica de intereses completamente diferente y regida por normas de orden público económico.

¹⁰² En idéntico sentido, DE FERRA, G., “Il Rischio...”, cit., pg. 200. Así parece entenderlo también, si bien desde la óptica exclusiva de la solicitud del deudor, BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO, R., “Comentario al art. 2...”, cit., pg. 41; OLIVENCIA RUÍZ, M., “La Declaración...”, cit., pg. 61, postulando para fundamentar y objetivar de forma más sólida la previsión la aportación de un dictamen pericial de experto economista.

Interesa en ese sentido establecer mecanismos de detección o alerta temprana que señalen la diferencia entre la situación y la lógica concursal y la situación y lógica económica pre-concursal. Indicadores de cuándo es aún posible la reestructuración, y una atribución de responsabilidades ante la alerta temprana, así como un régimen tutelar que, lejos de precipitar al concurso, de una oportunidad de salvamento.

Existen, como ya hemos visto, múltiples indicadores del posible estado de insolvencia actual o inminente, y no sólo indicadores internos tan imprecisos como el previsto en el art. 2.3 LC, sino igualmente indicadores externos más objetivos, fiables y en todo caso, capaces de aportar mayor seguridad al tráfico jurídico y económico si operan en un escenario previo a la insolvencia.

V.2.- LOS ACUERDOS DE REFINANCIACIÓN:

Como es bien sabido, nuestra regulación concursal ha sido objeto de una remodelación constante desde que se produjera la crisis del año 2008 (tras la ley 38/2001, RDL 3/2009, ley 14/2013, RDL 4/2014, Ley 9/2015), reformas de distinto calado pero que en buena medida se han orientado hacia el problema de la reestructuración empresarial, o con más precisión en nuestro caso, hacia los **acuerdos de refinanciación**. Los pactos de refinanciación, bilaterales o multilaterales, se conectan habitualmente con un plan de viabilidad (pero no necesariamente), previa constatación de una crisis inminente o ya manifestada, que en principio no debería ser la insolvencia inminente prevista en el art. 2.3 LC, ya que en ese supuesto el deudor debería iniciar el procedimiento concursal conforme al art. 5 LC.

Nuestros acuerdos de refinanciación, como su nombre indica son mayormente una reestructuración financiera, o al menos, este es el principal aspecto objeto de atención por la ley concursal. Para nuestra ley, acuerdo de refinanciación es un concepto que ampara tanto posibles acuerdos de reestructuración (art. 2.1.1. D. 2019/1023), como simples pactos de aplazamiento, liquidez o quita, pero sin que nuestra norma nos ofrezca un tratamiento sistemático del tema. Dejo aparte los acuerdos extrajudiciales de pagos (art. 231 a 242 bis LC), ya que el presupuesto de los mismos es necesariamente la insolvencia y por tanto, entraríamos en la lógica concursal en cuanto a la valoración

de los activos, las prioridades crediticias y los límites procedimentales.¹⁰³ Al igual que en el régimen general del concurso, llegada la insolvencia, la ordenación de las garantías es imperativa y sujeta al interés colectivo de la masa.

Como señala la mejor doctrina, es posible distinguir hasta cuatro tipos de acuerdos de refinanciación, de los cuales sólo hay contemplación expresa de tres en nuestra ley, y que, a su vez, pueden ser homologados o no homologados judicialmente:¹⁰⁴

- Estarían, en primer lugar, los acuerdos colectivos de refinanciación (art. 71 bis nº 1 LC) que gozan de protección *ex lege* frente a las acciones de reintegración del art. 71 LC.

- En segundo lugar, los acuerdos singulares de refinanciación amparados por el art. 71 bis nº2 LC, igualmente beneficiados por el blindaje frente a la reintegración, aunque no disfrutaran de la moratoria preconcursal.

- En tercer lugar, estarían los acuerdos de refinanciación atípicos, acuerdos colectivos o singulares entre deudor y acreedores que, al no reunir los requisitos del art. 71 bis nº1 LC, no gozan de protección frente a las acciones de reintegración, ni de moratoria preconcursal.

- Estos acuerdos serán homologados si reúnen los requisitos de la Disp. Ad. 4ª de la LC, que sólo contempla a los acreedores pasivos financieros o titulares de endeudamiento financiero,¹⁰⁵ con independencia de su sometimiento a supervisión financiera, lo que tiene la virtud de excluir a los acreedores laborales, a los deudores por operaciones comerciales y a los acreedores de Derecho público... Sólo estos acreedores privilegiados computarán para obtener la mayoría de la homologación judicial, y en la obtención de

¹⁰³ Por otro lado, los acuerdos extrajudiciales de pago son muy escasos, en el período 2017/2018 tan sólo 17 solicitudes sobre 1393 expedientes. Las conclusiones del anuario de estadísticas concursales 2017/2018, indican que este mecanismo sólo ha resultado accesible a empresas de tamaño medio con alta capitalización material, y que mayormente no evitan y tan sólo retrasan la apertura del concurso ordinario. Anuario 2018, conclusiones a la sección. Págs. 98 y ss.

¹⁰⁴ GOMEZ ASENSIO, C. *Los acuerdos de reestructuración en la Directiva (UE) 2019/1023 sobre marcos de reestructuración preventiva*, Thomson-Reuters Aranzadi, 2019, págs. 25 y ss.

¹⁰⁵ Anteriormente sólo se contemplaba a las entidades de crédito como beneficiarias de la medida, La inclusión de los “activos financieros” nos deja en la duda sobre el alcance de la medida en referencia a mecanismos de financiación como los ICOs que no son gestionados necesariamente por compañías financieras registradas en un supervisor.

los efectos de arrastre (*cramdown*) a los restantes acreedores de la misma o de otra categoría.

La conclusión de un acuerdo de refinanciación goza en todo caso del beneficio de suspensión de las ejecuciones, el mantenimiento del deudor en la gestión y facultades de dirección patrimonial y de un régimen diferenciado para los nuevos ingresos (el llamado *fresh money*).

Aunque nuestra experiencia en el uso de los mecanismos de refinanciación es breve, las estadísticas del Registro Mercantil, una vez más, indican que se han convertido en un recurso de utilización escasa, en retroceso de hecho, y sólo al alcance de las medianas y grandes empresas, con un grado de capitalización material apreciable.¹⁰⁶ La homologación judicial parece pues una rara joya de nuestro ordenamiento, quizás por la continua reforma de sus requisitos.¹⁰⁷

Abordando primeramente los requisitos de los **acuerdos colectivos de refinanciación**, el Art. 71 bis nº1 LC nos indica que el objeto del acuerdo es la ampliación del crédito o la modificación/extinción de obligaciones en el marco de un plan de viabilidad de la empresa que permita la continuidad de la actividad empresarial a corto y medio plazo. Dejando de lado la dificultad de determinar qué es una “ampliación significativa del crédito”¹⁰⁸, pongamos la existencia de un fondo de liquidez suficiente para operar y pagar las operaciones corrientes, la modificación o extinción de obligaciones nos remite a la tradicional quita y/o espera. Plan que requiere el apoyo de al menos 3/5 del pasivo del deudor en la fecha de acuerdo, 60% del total sin distinción ni clasificación de los acreedores (que aún no han sido clasificados), aun con posible exclusión de las personas especialmente relacionadas con el deudor del art. 93.2 LC, en el estricto caso de los

¹⁰⁶ REFOR CGE. “Principales variables concursales desde el servicio de estudios REFOR CGE” en RDCP nº 30, 2019, págs. 365-369.

¹⁰⁷ Tras su introducción por el RDL 3/2009 27 de marzo medidas urgentes en materia tributaria financiera y concursal, (D.A: 4ª) modificado por Ley 38/2011 de 10 de octubre de reforma de la ley 22/2003, concursal, sustituido por art. 71 bis por la Ley 14/2013 de 27 de septiembre de apoyo a los emprendedores y su internacionalización, versión actual por RDL 4/2014 de 7 de marzo y Ley 17/2014 de 30 de septiembre de medidas urgentes en materia de refinanciación y reestructuración de la deuda empresarial, retocada tras versión de la ley 9/2015 de 25 de mayo e medidas urgentes en materia concursal...

¹⁰⁸ Por todos GOMEZ ASENSIO. *Los acuerdos...* pág. 30.

préstamos concedidos por sociedades del grupo.¹⁰⁹ Añadamos el requisito de una certificación (potestativa)¹¹⁰ del auditor de cuentas/experto independiente sobre la suficiencia del pasivo exigido para adoptar el acuerdo (sin valoración alguna de la viabilidad)¹¹¹ (art. 71.4 LC) y, finalmente, se exige la formalización en escritura pública¹¹² del acuerdo y de todos los documentos justificativos como requisito de adveración y prueba de los requisitos materiales. Llegados a este punto, no se entiende la finalidad concurrente de la posible certificación del experto independiente designado por el registrador sobre el cómputo del pasivo, que realiza igualmente el notario. El resultado sería un acuerdo que goza de blindaje frente a la acción rescisoria concursal (salvo acción de impugnación ex art.71.3 bis por incumplimiento de los requisitos arriba detallados).

Sea como fuere, el escaso número de acuerdos homologados, a la vista de los requisitos, nos indica con claridad la dificultad, ante todo, de diseñar un plan de viabilidad creíble y de conseguir un respaldo de al menos el 60% del pasivo, después, pues los restantes requisitos son más bien formales.

Si nos trasladamos al ámbito de los **convenios singulares** del art. 71 bis LC, introducidos en la reforma de la ley 17/2014, en este caso el alcance de la protección frente a la reintegración se referirá únicamente a los actos singulares del deudor anteriores a la declaración de concurso que reúnan los requisitos del precepto, sin valoración de la viabilidad del acuerdo o mayoría alguna del pasivo, lo que debería simplificar la adopción formal de la homologación, al tratarse de acuerdos bilaterales que no necesitan la

¹⁰⁹ En los grupos de sociedades para la adopción del acuerdo se excluiría para el cómputo de mayorías a los titulares de pasivos que entren en la categoría de personas especialmente relacionadas con el deudor ex art 93.2 LC

¹¹⁰ Por efecto de la reforma de 2015. Anteriormente el informe del auditor debía valorar la viabilidad del pacto de manera preceptiva. La norma fue objeto de crítica por encarecimiento, dilación del proceso de acuerdo y escaso alcance de la medida, que no suponía en caso de informe negativo la rescisión del acuerdo. En la actualidad la certificación es más sencilla y rápida de obtener, pero con frecuencia se sigue solicitando el informe de análisis de viabilidad por seguridad de los acreedores.

¹¹¹ Informe de viabilidad o razonabilidad que si fue preceptivo antes de la reforma operada por RD 4/2014 y ley 7/2014 para obtener el blindaje frente a la acción rescisoria.

¹¹² Como requisito de publicidad o adveración (art. 71.1.bis b 3ª LC), sin un control auténtico de su contenido, aparentemente con la intención de diferenciar este tipo de acuerdos de los acuerdos atípicos de refinanciación. Y exenta del Impuesto de actos jurídicos documentados, probablemente como incentivo a la formalización (D. F. 3ª Ley 17/2014).

conurrencia de una mayoría de acreedores o de un plan de viabilidad,¹¹³ si no fuera porque, esta vez sí, se establecen criterios de carácter objetivo:¹¹⁴

- Que incremente la proporción de activo sobre pasivo previa (o ratio de solvencia) (mejora del patrimonio neto)
- Que el activo corriente resultante sea superior o igual al pasivo corriente (ratio de liquidez positiva) (mejora del patrimonio neto)
- Que la garantía otorgada a los acreedores no exceda de los nueve décimos del valor de la deuda pendiente a favor de los mismos, ni de la proporción de garantías sobre la deuda pendiente anterior al acuerdo como valor de la garantía real.¹¹⁵
- Que el tipo de interés aplicable a la deuda subsistente tras el acuerdo no exceda en más de un tercio el aplicable a la deuda anterior al acuerdo (sin definir si es sobre el global, media ponderada, o acreedor por acreedor).

Cumplidos estos requisitos materiales objetivos, que sustituyen a la adopción del acuerdo por mayoría de los interesados, bastaría con el otorgamiento de escritura pública *ad probationem* por los intervinientes indicando las “razones que justifican el acuerdo económico”, lo que introduce dudas sobre la conveniencia de justificar el acuerdo con un plan de viabilidad o un respaldo de informe de experto independiente y sobre el alcance de la justificación. Lo cierto es que la ley y la doctrina, manifiestan reparo sobre la existencia de acuerdos individuales que no contemplen necesariamente intereses colectivos y ello pese a que los acuerdos individuales, de conseguir homologación, no gozarían de efectos suspensivos de moratoria preconcursal.¹¹⁶

Sea como fuere, la estadística muestra el escaso número de acuerdos homologados, su retroceso, y explica la proliferación **acuerdos “atípicos” de refinanciación**, ajenos

¹¹³ Plan que si prevé el Derecho proyectado: proyecto texto refundido de la Ley Concursal, art 603.

¹¹⁴ SANCHEZ GIMENO, S., “Los acuerdos singulares de refinanciación” en Los acuerdos de refinanciación y reestructuración. X Congreso Español de Derecho de la Insolvencia. ROJO, A/CAMPUZANO, A. (dir). Pág. 126 y ss. GÓMEZ ASENSIO, Los acuerdos de reestructuración... págs..34 y ss.

¹¹⁵ Sobre las posibles diferencias de interpretación sobre este límite baste ahora con remitir a SÁNCHEZ GIMENO. “Los acuerdos... págs. 139-140, y allí con crítica a la ampliación que pretende el proyecto de texto refundido LC en su art. 603.1. 4º.

¹¹⁶ GOMEZ ASENSIO, C., Los acuerdos... epígrafe II nº 4 en su totalidad.

a los efectos jurídicos de protección del acuerdo homologado (protección frente a reintegración mayormente). Ausentes los requisitos del art. 71 bis de la LC, aún es posible salvar el efecto contractual de los posibles acuerdos con los acreedores,¹¹⁷ si no media perjuicio concursal (art. 71 LC). Lo difícil, obviamente, es determinar con claridad cuándo un acuerdo con los acreedores causa “perjuicio patrimonial a la masa activa” de un concurso posterior, sea con ánimo fraudulento o no, y verse afectado por la retroacción de dos años.

Aquí estarán obviamente los actos de disposición gratuita y los contemplados en el art. 71.3 LC sobre los que se ha interpretado con desigual fortuna hasta llegar al concepto de “sacrificio patrimonial injustificado”,¹¹⁸ o minoración del activo, por medios directos o indirectos, sin justificación, o lo que es lo mismo, sin guardar proporción las garantías otorgadas en relación al aumento del crédito disponible y sus efectos de cara a la viabilidad de la empresa.

Resulta necesaria una breve consideración sobre **la homologación**.¹¹⁹ Esta se solicitará ante el juez de lo mercantil competente en caso de concurso por cualquier legitimado parte del acuerdo, sin necesidad de escritura pública o informe de auditor y con el informe sobre viabilidad si existe, y de las posibles operaciones de aumento de capital o similares en las que se haya concretado el acuerdo. Teóricamente, es un mero examen de legalidad por el juez, una valoración sobre la concurrencia de los requisitos formales (aprobación por un 51% de los acreedores financieros, ampliación del crédito plasmada en un plan de viabilidad, certificado de auditor de cuentas sobre suficiencia del pasivo para el acuerdo, escritura pública y documentos de acompañamiento), pues al ser un trámite preconcursal y no un incidente, no se daría lugar a audiencia, alegación o contradicción, ni se dota al juez de instrumentos para apreciar la viabilidad del plan o la ampliación significativa del crédito, siendo el único mecanismo de tutela posible el de impugnación por los acreedores

¹¹⁷ Conclusiones de la reunión de magistrados de lo mercantil de Madrid (7 y 21 noviembre 2014) pág. 15. STS nº 363/2014 9 de julio.

¹¹⁸ STS nº 211 6 abril 2016 nº 11, GOMEZ ASENSIO, C. Los acuerdos... pág. 42 y ss.

¹¹⁹ Como se ha indicado introducida en la Disp. Adic. 4ª por ley 38/2011 y modificada por ley 14/2013, RDL 4/2014 y Ley 17/2014 y 9/2015, lo que nos indica la inestabilidad del mecanismo y, junto a sus sucesivas articulaciones materiales, explica en buena medida su escasa aplicación.

disconformes, por motivos de fondo.¹²⁰ La homologación surtirá efecto sobre los acreedores (incluidos los disconformes)¹²¹ y sus avalistas así como sobre los procedimientos de ejecución (ex Disp. Adic. 4ª nº 9 y 10 LC), con efectos preclusivos de cualquier otro acuerdo por el plazo de un año (Disp. Adic. 4ª nº 12 LC), y con efectos de irrevocabilidad del acuerdo (Disp. Adic. 4ª nº 13 LC). No cabe pues volver sobre los requisitos del art. 71 bis, que se dan por comprobados y por ello no procede acción de reintegración por la administración concursal. Tan sólo permanecen vivas para la administración concursal las acciones de impugnación (art. 72.2. LC), de nulidad por no concurrencia de los porcentajes de voto,¹²² o por ilicitud de la causa.¹²³ Ilicitud basada en el carácter desproporcionado del sacrificio exigido.¹²⁴

Como valoración general del sistema creado en las sucesivas reformas de nuestra ley, nuestros acuerdos de refinanciación son un híbrido entre el modelo contractual y el judicial por la existencia del trámite de homologación. Es un modelo, sin embargo, fuertemente condicionado a los intereses de los acreedores pasivos financieros, únicos beneficiarios claros del mismo, y titulares del efecto de arrastre o *cramdown*.¹²⁵ Es cierto que, de seguirse una concepción amplia del acreedor financiero, que abarcaría no sólo los acuerdos crediticios con entidades financieras,

¹²⁰ Crítico con el sistema VAQUER MARTIN, F.J., “La homologación judicial de acuerdos de refinanciación tras la ley 17/2014”, en RDCPC nº 22, 2015, pág. 15.

¹²¹ Aunque se establecen diferencias en el efecto de arrastre a los acreedores disconformes sobre los acreedores sin garantía real o con cobertura insuficiente en función de si se alcanza el apoyo del 60% del pasivo financiero (el acuerdo afecta a las esperas de principal, intereses o cantidades adeudadas hasta un máximo de cinco años) o se supere el 75% del pasivo financiero (afectando a las esperas por un plazo de hasta 10 años y con afección a operaciones como quitas acordadas, conversión de deudas e acciones, en préstamos participativos, cesiones de bienes y derechos....). Mientras que para los acreedores con garantía real suficiente para el pago del crédito, con voto favorable inferior al 65% del valor total de las garantías otorgadas, se produce afección sólo a esperas de principal, intereses u otras cantidades adeudadas hasta un máximo de cinco años, frente al voto favorable de al menos el 80%, con afección a esperas por un plazo de hasta 10 años extendiéndose a las quitas acordadas, conversiones de deuda en acciones, en préstamos participativos, cesiones de bienes y derechos en pago, etc.

¹²² Harto difícil tras el control formal de auditor y juez, y sólo posible como consecuencia de la impugnación por algún acreedor excluido del perímetro del acuerdo por no reconocimiento de su crédito.

¹²³ SANCHO GARGALLO, I., “Homologación, eficacia, impugnación y rescisión de los acuerdos de refinanciación” págs. 179 y ss. GÓMEZ ASENSIO, Los acuerdos de reestructuración... págs. 51-52.

¹²⁴ Concepto de alcance incierto al que se intenta acotar en el PTRL, art. 618: el sacrificio es diferente para acreedores iguales o el acreedor que no goza de garantía real podría obtener de la liquidación una satisfacción mayor que la prevista en el acuerdo de refinanciación. Como señala GÓMEZ ASENSIO., Los acuerdos... pág. 56, una traslación del *Best Interest of Creditors test* propio del Chapter 11 U.S.Code y ahora recogidos en la Directiva de reestructuración.

¹²⁵ PULGAR EZQUERRO, J., “Reestructuración empresarial y potenciación de los acuerdos homologados de refinanciación” RDCPC nº 22, 2015, págs. 6 y ss.

sino también a los acreedores de bonos, títulos, factoring, avales y similares,¹²⁶ se facilitaría un poco la conclusión de los acuerdos y se daría mayor contemplación a los intereses generales, pero lo cierto es:

- que la ley sólo nos ofrece una solución mayoritariamente bancarizada. Que identifica prioritariamente intereses generales con intereses bancarios/financieros¹²⁷ y
- Que mientras deja la conclusión y homologación del acuerdo a acreedores profesionales, mayormente ya dotados de privilegio especial, no se pone especial énfasis en garantizar la viabilidad del proyecto empresarial.

La homologación es una simple cuestión de número, entre una categoría definida de acreedores específicos, cuyos intereses ya están suficientemente representados en el proceso concursal, y que, si tienen sus créditos suficientemente apalancados, manifiestan reticencia a aumentar el riesgo, y si perciben la insuficiencia de su garantía, buscarán previsiblemente llegar a puerto seguro en el acuerdo de refinanciación. De hecho, en no pocos casos, el acuerdo financiero implica en buena medida la pérdida del control del proyecto por solucionarse la situación mediante el aumento de capital por compensación de créditos, en una suerte de ejecución anticipada en favor de una clase de acreedores. Los claros perdedores, a juzgar por la experiencia, son los titulares de créditos comerciales ordinarios afectados por la suspensión de acciones individuales y por el arrastre horizontal del acuerdo (*cramdown*).

¹²⁶ Obvio la polémica sobre si la LC conforma un concepto autónomo y propio de acreedor pasivo financiero o si ha de seguirse la interpretación contable del Plan General Contable de pasivo financiero norma 9º y NIC nº 32 por efecto del R. nº 1126/2008 de 3 noviembre 2008 sobre normas internacionales de contabilidad, tal y como hacen las sentencias de los acasos Abengoa (ST. Mercantil nº 2 Sevilla 507/2016 24 octubre y FCC St Mercantil nº10 Barcelona nº 286/2016 29 noviembre. Véase MERCADAL VIDAL, F., "Pasivos financieros y homologación de acuerdos de refinanciación" *Anuario Dº Concursal* nº 45, 2018, págs. 121-131. GOMEZ ASENSIO, *Los acuerdos...* págs. 46 y ss. Sin acuerdo entre los magistrados; Conclusiones encuentro magistrados de los mercantil, Jerez, 4 y 6 octubre 2017.

¹²⁷ Aunque se incluyan en los acreedores pasivos financieros a los titulares de cualquier endeudamiento financiero (bonos, titulaciones, inversión colectiva), sometidos o no a supervisión financiera, hay una clara minusvaloración del efecto financiero de posibles acuerdos con acreedores comerciales, que a diferencia de los acreedores laborales o de derecho público pueden tener una fuerte incidencia en la mejora futura de la viabilidad empresarial.

Si valoramos ya los acuerdos de refinanciación *por sus efectos*, moratoria preconcursal, mantenimiento en posesión o administración, régimen de los nuevos ingresos (*fresh money*) y afección a los socios del deudor, las conclusiones han de ser necesariamente parecidas.

La **moratoria preconcursal**¹²⁸ procedente del Derecho norteamericano (modelo de *automatic stay*) es uno de los efectos más importantes de la comunicación de negociaciones para alcanzar un acuerdo, pero no afecta a los acuerdos singulares ni a los acuerdos atípicos, que se someten al deber de solicitar concurso ex art. 5.3 LC. O de sufrir la petición de concurso ex art 15.3 LC. El acceso al efecto tutelar se judicializa y se condiciona a un plazo tasado. Tan sólo la reciente posibilidad de efectuar una comunicación de carácter reservado (art. 5 bis 3º LC) abre posibilidades a valorar respecto a los diferentes tipos de acuerdo. La confidencialidad de la negociación, se ha señalado, es difícil de compatibilizar con el sistema concursal.¹²⁹ Y de ello que la Directiva de reestructuración dé opción a los Estados sobre la regulación de posibles comunicaciones en régimen de confidencialidad, que ciertamente serían necesarias ante un mercado en el que la constatación de debilidad financiera implica la pérdida casi total del acceso al crédito y en el que todo conduce finalmente hacia la homologación de un acuerdo concebido con parámetros restringidos y en manos de los acreedores financieros, o a un procedimiento concursal que estadísticamente y muy previsiblemente, solo puede terminar en liquidación.

Ciertamente, el efecto de suspensión sobre las acciones individuales de ejecución, sería muy difícil de justificar sin un trámite de publicidad adecuado y recordemos que para nosotros es una institución reciente (desde la reforma por ley 17/2014) y limitada (no afecta a los titulares de crédito público, paraliza a los titulares de créditos con garantía real, sólo genera prohibición de iniciar acción judicial a los créditos ordinarios y sólo afecta a los bienes necesarios para la continuidad de la

¹²⁸ Moratoria del deber de solicitar concurso y efecto suspensivo de las ejecuciones individuales de los acreedores con el fin de favorecer el acuerdo.

¹²⁹ PULGAR EZQUERRA, J., "La ley 9/2015 de reforma urgente concursal... págs. 18 y ss. Sobre el ejemplo francés de comunicación pública dotada de plenos efectos y el régimen de confidencialidad parcial accord constaté dentro del proceso de *Réglement amiable*. Ídem GOMEZ ASENSIO, Los acuerdos... págs. 61 y ss.

empresa). En su conjunto, pues, la moratoria española es poco efectiva en la práctica y un instrumento que mayormente nos conduce al procedimiento concursal más que a evitarlo. Quizás la única ventaja de esta objetivación de requisitos, es que su efecto se produce *ope legis* sin control judicial previo o control *ex post*. La Directiva de reestructuración contempla en este sentido un régimen distinto en el que los efectos de suspensión pueden ser levantados total o parcialmente ante la concurrencia de diversas circunstancias.

Si valoramos el **sostenimiento del deudor en la gestión** de su patrimonio, nuestro ordenamiento opta por el pleno sostenimiento del deudor hasta el auto de declaración del concurso (art. 21 LC), opción que puede ser razonable, pero que impide valorar otras opciones como la de aplicar figuras intermedias entre la plena posesión y la administración concursal, como la de los interventores o supervisores de gestión, conocidos en otros ordenamientos y que pueden actuar como acicate a la formalización de acuerdos de refinanciación y factor de garantía frente a los acreedores. De facto, se coarta una vez más la capacidad para elaborar pactos. Aunque perviva la posibilidad para los acuerdos para-concursales o acuerdos extrajudiciales de pagos ex art. 231-242 bis LC, lo cierto es que la medida queda disminuida en sus efectos y por ello en su efectividad.

Si entramos a valorar el tratamiento del **“fresh money”**, privilegio introducido una vez más sobre el ejemplo norteamericano en 2011, resulta clara la utilidad de incentivar ingresos de tesorería o *cash flow* liberado de las trabas del acuerdo o del período previo al concurso. Nuestro actual art. 84.2 nº 11 LC¹³⁰ considera créditos contra la masa el 50% de los nuevos ingresos de tesorería y otorga privilegio general al restante 50%. La medida ha sido criticada ampliamente por su imperfección técnica,¹³¹ y a los efectos de esta argumentación, se le puede criticar por la

¹³⁰ Obvio el régimen transitorio precedente entre el RDL 4/2014 y ley 17/2014 con régimen transitorio hasta el 2-10-2016 y posible efecto a 1-10-2018, en que se inaplicaba los art.84.2 11º y art. 91.6º y se consideraba el 100% como crédito contra la masa los nuevos ingresos de tesorería concedidos en el marco de un acuerdo de refinanciación.

¹³¹ En especial VELASCO SAN PEDRO, L., “El régimen transitorio del *fresh money* de socios y otras personas especialmente relacionadas con el deudor” RDCP nº 22, 2015, pág. 3. Por lo incoherente de la doble calificación de un mismo crédito en orden a otras operaciones distintas del pago como devengo de intereses, voto, sujeción al convenio, etc. Y por incoherencia con la descripción de crédito contra la masa del art. 84.12.1 LC

indeterminación del destino de los nuevos ingresos de tesorería, que a diferencia del modelo anglosajón, no parecen quedar vinculados a una finalidad específica o a una priorización de los pagos en el marco de un acuerdo de viabilidad de la empresa.¹³²

Por finalizar, respecto a la valoración del **trato a los socios del deudor** refinanciado (los llamados *equity holders*),¹³³ nuestro sistema de acuerdos de refinanciación implica la presunción iuris tantum de culpabilidad del concurso del art 165.2 LC, cuando los socios o administradores se hubiesen negado sin causa razonable a la capitalización de créditos, o a una emisión de valores y ello hubiera frustrado la consecución de un acuerdo de refinanciación del art. 71.1 bis, disposición adicional 4ª o un acuerdo extrajudicial de pagos. Prescindiendo ahora de precisar la interpretación del precepto, de su redistribución de la culpa y de su excepción del art. 172.2 1º LC,¹³⁴ creo necesario señalar que este “incentivo” a la formalización de acuerdos solo surte efecto en una posterior liquidación en proceso concursal y ello indica su mayor fracaso. Habría sido más deseable articular un mecanismo preventivo y positivo, como la incentivación del voto por clases de acreedores y el efecto de arrastre o *cramdown*, que no una sanción de aplicación incierta, que vulnera el principio de responsabilidad limitada de las sociedades de capital, sin una acreditación fácil de la responsabilidad individual de cada socio y en un contexto en el que ya todo está perdido. Además, introduce un factor de presión en la negociación en favor del acreedor financiero, por si este no tuviera ya elementos suficientes a su favor.

Por formular una conclusión, nuestro sistema de acuerdos de financiación resulta excesivamente rígido y lleno de límites que desfavorecen el acuerdo, es excesivamente bancarizado y restrictivo en la adjudicación de sus beneficios. La estadística registral demuestra una vez más con claridad su escasa efectividad.

¹³² Así también GOMENZ ASENSIO, Los acuerdos... pág. 71.

¹³³ Introducido en la reforma del RDL 4/2014 y ley 17/2014 modificado por ley 9/2015

¹³⁴ Véase, GOMEZ ASENSIO, Los acuerdos... págs.72-74.

VI.- MECANISMOS PREVENTIVOS DE LA INSOLVENCIA Y REESTRUCTURACIÓN:

En este contexto, y a la vista de que los acuerdos de refinanciación no parece que sean accesibles para todo tipo de empresas, la doctrina concursal ha propuesto recurrir a diversos mecanismos de prevención de la insolvencia. En concreto, a la fijación de indicadores de alerta temprana del riesgo de insolvencia, y a mecanismos de conciliación o salvaguarda previos al derecho concursal propiamente dicho, con la finalidad de promover la reestructuración de la empresa y del crédito y evitar el recurso al procedimiento judicial de insolvencia. Estos mecanismos procesales, en ocasiones, son puramente privados y en ocasiones son supervisados por una autoridad judicial, creando una línea divisoria imprecisa entre la conciliación privada y los mecanismos de garantía pública judiciales.

Siguiendo una ya tradicional clasificación dogmática dividiríamos los mecanismos de alerta preventiva en externos e internos.

VI.1.- Mecanismos de alerta externos:

Como su nombre indica, los mecanismos de alerta externos se basan en indicadores objetivos, bases de datos o indicadores de crisis que pueden deducirse de registros públicos o datos accesibles por terceros y que indicarían públicamente la situación de insolvencia inminente o la crisis de solvencia indicativa de la necesidad de reestructuración. El elenco de indicadores externos es común a casi todos los ejemplos existentes o propuestos:¹³⁵

- La acumulación de sentencias condenatorias al pago de cantidad en determinadas cuantías.
- la acumulación de protestos o impagos financieros.
- el impago de cuotas e impuestos a la administración pública.
- la existencia de peticiones de embargos y ejecuciones pendientes.

135 Véase RUBIO VICENTE. P.J. "Perspectivas de Reforma de la Legislación concursal italiana", en R.C.P., 2004, núm. 1, págs. 352 y ss. P. IRIARTE IBARGÜEN, A. "Detección de insolvencias: Alertas tempranas", Diario La Ley, Nº 9573, Sección Temas de hoy, 13 de febrero de 2020.

- los datos (por ejemplo) de la central de información de riesgos del Banco de España respecto a la acumulación de pasivo crediticio. Acumulación del crédito en una sola entidad...
- Vencimiento de concesiones administrativas o denuncia de las mismas

Los indicadores externos, una vez fijados, son un dato relevante para la gestión de la sociedad, que obviamente tiene acceso a los datos, pero pueden ser un factor relevante de información al mercado, si se determina qué institución ha de gestionar la información y qué mecanismos de publicidad se articulan en beneficio de la seguridad en el tráfico. Si se establecen las vías de publicidad adecuadas, cumplen igualmente con una función de reducción de las asimetrías de información que en la actualidad existen entre operadores como las entidades de crédito, que disponen de información sensible a tiempo real por la gestión de los depósitos y de las líneas de crédito, y los operadores ordinarios, que tan sólo acceden a la información que se traspasa a las cuentas anuales.

No obstante, la propuesta no está exenta de problemas, y no me refiero solamente a qué indicadores escoger y qué cuantías considerar como relevantes aunque aquí adelanto que éstas deberían a mi juicio guardar relación con la situación del patrimonio neto y los márgenes de solvencia, sino también, por cuánta de dicha información deberá ser plenamente pública, y cuánta sólo accesible a quien manifieste un interés legítimo. Propuesta esta última que es entendible, pero difícil de articular en un listado concreto.

Y está el problema añadido, de determinar qué institución debería gestionar la publicidad de dicha información; la propia sociedad bajo un principio de declaración responsable, centralizar los indicadores en instituciones como el registro mercantil, que podría hacer públicos sin demasiado problema los indicadores cuando llegaran a una determinada cuantía o proporción sobre el patrimonio neto del sujeto supervisado, crear bases de datos *ad hoc* como se hizo en su día con la central de información de riesgos o el registro de resoluciones concursales.... Existen opciones muy variadas como veremos con los ejemplos que se exponen a continuación.

VI.2.- Mecanismos de alerta internos:

Al igual que en los indicadores externos, también es posible establecer sistemas preventivos de la insolvencia basados en determinados indicadores internos, como;

- La persistencia de balances de situación en los que perdura la pérdida de activos sin previsión de solución inmediata.
- El descenso por debajo de ciertos porcentajes del índice de ingresos durante un tiempo significativo.
- La previsión de pasivos futuros por encima del índice de rentabilidad (EBIDTA).
- La detección de vulnerabilidades frente a los cambios de ciclo económico o cambios regulatorios
- El escaso activo circulante.
- La fragilidad de la escasez de activos como respaldo del pasivo.
- Acumulación excesiva de stocks no deseados
- La excesiva dependencia del crédito externo...

Doctores tiene la ciencia contable para señalar la presencia de múltiples indicadores concretos o genéricos en el señalamiento del riesgo de insolvencia futura.

El elenco de posibles indicios internos de alerta se conecta indefectiblemente con la estructura de los órganos de dirección societaria. Así, en aquellos Estados en los que existe consejo de vigilancia, colegios sindicales, comisiones obligatorias de control económico (como en nuestro sistema de sociedades cotizadas), es fácil atribuir a dichos órganos de control y supervisión la obligación de avisar y dialogar con el órgano de gobierno el tratamiento de la alerta sobre cualquier circunstancia que a su juicio pueda comprometer gravemente la viabilidad futura de la empresa. Dicha función, igualmente, encaja con las previstas para la auditoría de cuentas y con el papel histórico otorgado al auditor en el juicio sobre la fiabilidad del estado financiero y sobre la viabilidad prevista de la sociedad auditada. La cuestión no es tanto, sin embargo, la determinación de quién ha de emitir o gestionar la alarma, como ante quién ha de hacerse efectiva la alerta y qué mecanismos de exigencia se establecen para los administradores encargados de elaborar una pronta respuesta.

Como veremos a continuación, en Francia dicha labor se encomendaría al Tribunal de Comercio a petición de cualquier interesado, mientras que, en los modelos anglosajones, con independencia de que cualquier afectado puede interesar la inquisición del juez, esta es una cuestión propia del Derecho societario concretada en los deberes de probidad profesional de los administradores y en las consecuentes acciones de responsabilidad que pesan sobre los mismos por gestión indebida (*wrongfull trading*).

Las propuestas de acción consecuentes a la aparición de indicadores internos, lógicamente, no deberían limitarse a su inserción en los posibles procedimientos pre-concursales y parece de sentido común que estas medidas deben converger con el derecho societario y que se debe involucrar a la junta general de socios en las medidas. Al menos, sería exigible un derecho de información. Y cómo no, la acción de los administradores debería recibir una cobertura legal que impidiera que sea la reacción del mercado la que precipite lo que es una situación de riesgo de insolvencia futura en una situación de insolvencia actual. Pero para ello, debería exigirse alguna formulación de plan o acuerdo, o alternativamente, abrir paso a la legitimación de los acreedores para solicitar la intervención judicial por insolvencia inminente.

Los mecanismos societarios preventivos de la insolvencia, o si se prefiere, en garantía del tráfico, son una herramienta muy flexible, de carácter preventivo (no necesitan vinculación a la insolvencia actual o inminente), con punitividad baja, pero de una gran efectividad, como demuestra su proliferación y el efecto de *fórum shopping* que generan.¹³⁶

VI.3.- Modelos de aplicación de los mecanismos de alerta sobre el riesgo de insolvencia

Pendientes de la trasposición de la Directiva 2019/1023 sobre reestructuración, primer ítem que establecerá en nuestro ordenamiento un auténtico deber de prevención de la

¹³⁶ Acreditan este efecto en concreto la búsqueda de las empresas de un elemento de conexión o vinculación suficiente con Inglaterra para hacer efectivo este tipo de acuerdos en casos como Metrovacesa SA, Cortefiel o Codere, expuestos por PENADÉS FONTS, M., “El Brexit y los concursos internacionales de empresas” en Anuario de Derecho Concursal, nº 42, 2017, págs. 120 y ss. Idem GOMEZ ASENSIO, Los acuerdos... págs. 85 y ss. Al exponer la utilidad entendida como ventaja competitiva por los británicos de dejar este tipo de acuerdos fuera del listado de procedimientos colectivos concursales del Reglamento 2015/848 sobre insolvencia transfronteriza. Al tiempo que defienden la aplicación extensiva de su jurisdicción, consiguen la ejecución de las resoluciones judiciales que los aprueban por la vía del Reglamento 1215/2012 o Bruselas I bis. Efectos que se perderán con el acuerdo de Brexit

insolvencia o de reestructuración ante las situaciones de crisis previas a la insolvencia, puede resultar útil analizar brevemente algunos de los antecedentes más claros de dicha norma: el modelo italiano de alerta temprana de insolvencia propuesto en el 2004, el modelo francés de conciliación y salvaguardia, el modelo británico de *Squeeme of Arrangement* y el modelo norteamericano de *Reorganization*.

VI.3.1.- El modelo italiano de alerta temprana:

Así, por ejemplo, en la legislación italiana el modelo de prevención o alerta temprana de la insolvencia se formuló en el proyecto de reforma concursal de 2004¹³⁷. Los encargados de los protestos y ejecuciones cambiarias, los titulares del registro y las secretarías judiciales, tendrían el deber de alertar a las cámaras de comercio e industria de los impagados, ejecuciones mobiliarias e inmobiliarias. Dato que se completaría con el aviso de las administraciones públicas y de las compañías energéticas de cualquier impagado por cuantía superior a 100.000 euros y con más de seis meses de demora.

Es decir, se buscaba una serie de indicadores fiables sobre las cuantías y frecuencias de los impagos, como indicador sólido de una situación de crisis.¹³⁸ La medida, como se observa, exige la determinación de la institución que recoja y publicite los datos relevantes: en el caso italiano se señalaba a las Cámaras de Comercio, Industria y Agricultura, pero bien pueden ser, según la cultura de cada Estado otras instituciones como el registro mercantil, el registro de resoluciones concursales u otro. Señalar mecanismos o indicadores externos de riesgo de insolvencia conlleva que alguna institución pública y por tanto neutral respecto al proceso económico, recabe los datos del análisis y facilite la consulta y la determinación tempestiva de la situación de crisis.

Por otro lado, obviamente, los indicadores externos son de escasa utilidad si no se combinan con la conducción hacia un procedimiento preventivo específico: en Italia la *composizione concordata*, en Francia hacia los mecanismos de conciliación y

¹³⁷ *Schema del D.D. Legge di riforma delle procedure concorsuali redatto dalla Commissione istituita con d.m. 27 febbraio 2004 dal Ministro della Giustizia di concerto con il Ministro dell'Economia e delle Finanze, presentato agli uffici legislativi dei Ministeri deleganti* -en *Dir. Fall.*, 2004, págs. 845 y ss. Para un examen de las líneas maestras de esta reforma véase RUBIO VICENTE, P. J., "Perspectivas de Reforma de la Legislación concursal italiana", en *R.C.P.*, 2004, núm. 1, págs. 352 y ss.

¹³⁸ FORTUNATO, S., "Recenti Sviluppi della Riforma sulla Disciplina delle Crisi", en *Riv. Dir. Comm.*, 2003, pgs. 594-595, cuestionando la sanción aplicable a los supuestos de incumplimiento de este deber de comunicación

salvaguada, en los que se rentabilicen los indicadores recabados. De poco o nada serviría recabar indicadores de crisis, si no se articula un mecanismo para la suscripción de convenios con los acreedores y mecanismos de adhesión de los terceros a los mismos, con o sin la intervención de expertos, y con o sin la intervención de entidades de crédito como eje del acuerdo.

V.3.2.- El modelo francés de conciliation y sauvegarde:

En el caso francés, por ejemplo, el presidente del Tribunal de Comercio puede obtener comunicaciones de los auditores, miembros y representantes del personal, Administraciones públicas, organismos de seguridad y prevención social, así como informes de los servicios encargados de la centralización de riesgos bancarios y de incidentes de pagos, que le permitan conocer la situación económica y financiera del deudor. Del mismo modo, y para favorecer la transparencia, también está facultado para ordenar a los administradores de una sociedad mercantil el depósito de las cuentas anuales cuando esto no se haya producido dentro de los plazos legales y a llamar a los empresarios que muestran indicios de debilidad económica para que adopten las medidas necesarias para superar la situación. El procedimiento de conciliación se encuentra en el Libro VI del *Code du Commerce* de 2000 (arts. L611 y ss.)¹³⁹, en el que sustituyó el tradicional acuerdo amistoso (*réglement amiable*), por el procedimiento de conciliación (art. L 611.4), por el que, cuando existan desde hace más de 45 días dificultades jurídicas, económicas y financieras probadas o previsibles y el deudor no se encuentre en cese de pagos, se nombra a un mediador (*conciliateur*) a fin de procurar la conclusión de un acuerdo que ponga fin a las dificultades de la empresa con los principales acreedores.

En paralelo se contempla igualmente un procedimiento preventivo intermedio, la salvaguada, (*sauvegarde* L 620.1), situado a medio camino entre la conciliación y el concurso propiamente dicho (*redressement judiciaire* art. L 631.1), y de la posible liquidación (*liquidation judiciaire* art. L 640.1), utilizable cuando existan dificultades que se prevé que no es posible superar y que implican la cesación de pagos, aunque todavía

¹³⁹ que incorpora la Ley 84/48, de 1 de marzo, sobre *prévention et règlement amiable des entreprises dans difficulté*, reformada por Ley 94/475, de 10 de junio y Decreto de desarrollo de 21 de octubre de 1994, y modificado por Ley 2005-845, de 26 de julio de 2005, de *sauvegarde des entreprises* (J.O. nº 173, de 27 de julio de 2005)

esta no se haya materializado. Este procedimiento, esencialmente contractual, se encamina a permitir la continuidad de la empresa, el sostenimiento del empleo y la reorganización de la actividad económica mediante la elaboración de un plan de salvaguarda (art. L 620.1), en propiedad, un plan de reorganización empresarial, efectivo tras un período de observación de seis meses (prorrogable; art. L 626.1). Dicho plan exige que el deudor presente sus propuestas a dos comités de acreedores; el que representa a los establecimientos de crédito y el que representa a los proveedores generales de bienes y servicios. Aunque la institución ha recibido críticas y adhesiones prácticamente por igual, puede señalarse como un mecanismo de reordenación judicial preventivo por estar todo el procedimiento sometido a la salvaguarda de los tribunales.

VI.3.3.- El ejemplo británico del Squeeme of arrangement:

Pero donde sin duda se encuentra el mejor referente de mecanismos preventivos de la insolvencia es en el Derecho anglosajón de sociedades, y más en concreto en los *Scheme of Arrangements* británicos, complementario de los mecanismos de *Administration* y *Company Voluntary Arrangement* (equiparable a nuestros acuerdos de refinanciación).¹⁴⁰ Estamos ante un mecanismo esencialmente de Derecho societario, no vinculado de hecho a la insolvencia inminente, pero dotado de efectos “pre-concursales” como el efecto de arrastre o *cramdown* de los acreedores disidentes. La negociación de un *Scheme of Arrangement* se inicia con una proposición (sin efecto de moratoria preconcursal) y la convocatoria a una reunión con los acreedores relevantes afectados por el acuerdo (*Companies Act*, arts. 896 y ss.). La negociación se realiza con división de los acreedores por clases para promover su aprobación y posterior ratificación judicial. La aprobación del acuerdo se produce con el voto a favor de la mayoría de los acreedores (51%), representando el 75% del valor de cada clase. No existe pues un arrastre entre clases de acreedores, pero sí de los disidentes de cada clase afectada (*cramdown* horizontal). Los *Company Voluntary Arrangements* ya serían en cierto modo equiparables a los acuerdos tradicionales de refinanciación dentro de los modelos de pre-insolvencia, mientras que el recurso a la *Administration*, clásico en derecho norteamericano y británico, prácticamente no ha sido explorado en nuestro

¹⁴⁰ Véase PAYNE, J., “Schemes of Arrangement y reestructuración de deuda en el derecho inglés” en RDGP nº 22, enero 2015, págs. 315-328.

ordenamiento pero posee una larga tradición en el mundo anglosajón, donde se aprecia que la figura del mediador, administrador, supervisor o cargo similar con capacidad de intervención en la gestión de la empresa en crisis, es un acicate para la conclusión de un acuerdo de refinanciación y una garantía de los acreedores sobre la mejor gestión y ejecución del acuerdo.

VI.3.4.- El modelo norteamericano de reorganization:

Aunque, si algún modelo está sirviendo de inspiración al Derecho comunitario es, sin duda, el antecedente más directo de la Directiva 2019/1023, el Chapter 11 del *United State Code* con su modelo de “*Reorganization*”.¹⁴¹ Al igual que el modelo de reestructuración preventiva británico de los *Squeeme of arrangements*, el modelo norteamericano de *Reorganization* puede presumir de sus éxitos. Ningún otro sistema concursal posee una ratio de recuperación del crédito más amplia (78%), asegura mayor ratio de pervivencia empresarial durante el período de negociación y ejecución o puede acreditar el salvamento de insolvencias con patrimonios de hasta 639 mil millones de dólares.¹⁴² Los elementos angulares del sistema son sencillos. Solicitada la reorganización por el deudor o por los acreedores (mediante formularios y por medios telemáticos), se asegura el mantenimiento del deudor en la gestión y posesión de sus bienes (*debtor in possession*) sin perjuicio de la posibilidad de que se nombre *Trustee* o un *Examiner* si se aprecia fraude o negligencia o si la medida redundara en interés de los acreedores y en la facilitación de la reorganización (§ 1104 U.S. Code). El segundo efecto es la suspensión inmediata de las acciones civiles de los acreedores contra el deudor¹⁴³ (*Automatic Stay*) en tanto no finalice el procedimiento de reestructuración. Esta paralización de acciones dispensa igualmente al deudor de solicitar el procedimiento de insolvencia e impide la terminación automática de los contratos de

¹⁴¹ El capítulo 11 del U.S. Code o U.S. Bankruptcy Code, proviene de la refundición de las medidas dispersas sobre insolvencia en un único capítulo dotado de 15 títulos y separado de las medidas de liquidación del chapter 7, que se hallaban dispersas previamente a la reforma de la Bankruptcy reform act de 1978. El título 11 recoge las medidas de reorganización de las empresas en crisis.

¹⁴² Estadísticas oficiales completas en la U.S Courts Administration, Statistics & Reports, Bankruptcy: <https://www.uscourts.gov/statistics-reports/caseload-statistics-data-tablesUS>
Resumen informal en

https://en.wikipedia.org/wiki/Chapter_11,_Title_11,_United_States_Code#Statistics

¹⁴³ Con algunas excepciones puntuales detalladas en el § 362 U.S. Code y con posibilidad de celebrar una vista de levantamiento de la medida si resultara conveniente para el procedimiento, para la negociación de un acuerdo o necesario para evitar un abuso a acreedores puntuales.

tracto sucesivo hasta su renegociación en el acuerdo de reorganización. Es obligación del deudor presentar una memoria informativa (*disclosure statement*) con información suficiente y detallada sobre su situación patrimonial (composición de su patrimonio y recursos propios, bienes y derechos, composición de su masa pasiva, causas de la crisis de liquidez, previsiones de solución), que ha de ser aprobado en una vista previa (§ 1125 b) U.S. Code) a la formulación del plan de reorganización. El plan de reorganización implica la ordenación de los acreedores por clases (§1122 U.S. Code) y debe respetar una estructuración predispuesta (§ 1123 U.S. Code) pero muy flexible, desde el momento en que incluso llega a admitir planes de liquidación ordenada. En principio, presentar el plan de reorganización es una potestad del deudor en un plazo de 120 días prorrogable hasta los 18 meses, pero si no consigue su aprobación en el plazo de 180 días tras su presentación, los acreedores o el *Trustee* podrían presentar un plan alternativo que competiría por conseguir el voto favorable necesario para su validación. El elemento más característico del modelo norteamericano es la imposición del efecto de arrastre o *cramdown* por la mayoría de los acreedores sobre los acreedores disidentes. Y en concreto la peculiaridad de utilizar simultáneamente un *cramdown* horizontal o de clase (la mayoría de los acreedores de la misma clase arrastra a la minoría disidente) y vertical o interclases. El efecto *cramdown* se produce cuando votan a favor del proyecto más de la mitad de los votos nominales representando a 2/3 del importe de los créditos incluidos en la clase. Con posible efecto de arrastre interclase (§ 1129 a) US Code) a otros acreedores cuando se produce la aprobación por la clase de acreedores afectados por el plan y siempre que se cumpla con tres cautelas:

- Superar el *best interest creditor test*: que será comprobado por el juez, acreditando que el plan no deja a los acreedores en peor posición de la que tendrían si en lugar de optar por la reestructuración estuvieran en una liquidación del Chapter 7.
- Superar el test de *no unfair discrimination*: o comprobación de que el plan no otorga un trato discriminatorio para los acreedores que no han aceptado el plan.
- Superar el *absolute priority rule*: que no consideraría equitativo un plan para las clases de acreedores que han votado en contra cuando se altere el orden de cobro o el rango crediticio.

Realizar una adaptación de estos modelos a nuestro sistema habría sido relativamente simple, habría bastado quizás con imponer como sistema de indicadores externos los mecanismos de información previstos en el art. 2.2. 4º de nuestra ley concursal con carácter preventivo y público, pues si son indicadores aptos para legitimar la solicitud de insolvencia actual, con más sentido, podrían serlo para legitimar la solicitud de una insolvencia inminente.¹⁴⁴ Incluso la idea de encomendar un control externo a instituciones como las Cámaras de Comercio Industria y Navegación tampoco habría sido tan descabellado, a la vista de sus crisis funcional y económica y en aras a desjudicializar las posibles instituciones pre concursales de prevención de la insolvencia creando una separación más nítida entre las instituciones preventivas y las propiamente judiciales. Otra opción razonable y muy acorde a nuestra tradición, sería ampliar el elenco de funciones del registro mercantil en la materia y otra opción aún más previsible, la de delegar este tipo de funciones hacia auditores y administradores concursales.

Pero lo que hasta el año 2019 era una opción, es ahora un mandato de trasposición antes de julio de 2021 por la aprobación de la Directiva 2019/1023. (vid infra)

VI.4.-El control comunitario del riesgo de insolvencia: La Directiva 2019/1023 sobre reestructuración preventiva.¹⁴⁵

Tras la insatisfacción generalizada del modelo preventivo actual, unánimemente señalado como insuficiente para la finalidad preventiva prevista en la ley, y a la vista de los precedentes ya citados, la Directiva 2019/1023 ha decidido por fin establecer la versión europea del establecimiento de mecanismos de alerta temprana, acceso a la información y prevención de la insolvencia inminente. La Directiva se formula con la intención de armonizar las normas sustantivas y procesales sobre insolvencia y en la

¹⁴⁴ Propuesto por RUBIO VICENTE, ob. cit. ya en el año 2006

¹⁴⁵ DIRECTIVA (UE) 2019/1023 DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO de 20 de junio de 2019 sobre marcos de reestructuración preventiva, exoneración de deudas e inhabilitaciones, y sobre medidas para aumentar la eficiencia de los procedimientos de reestructuración, insolvencia y exoneración de deudas, y por la que se modifica la Directiva (UE) 2017/1132 (Directiva sobre reestructuración e insolvencia) (en vigor el 17 de julio de 2021)

mejor intención de aumentar la eficiencia de los mecanismos de reestructuración preventiva. Sus instrumentos principales para el cumplimiento de este objetivo serían:

Así en su **Artículo 3. Alerta temprana y acceso a la información**

1. Los Estados miembros velarán por que el deudor tenga acceso a una o más herramientas de alerta temprana claras y transparentes que permitan detectar circunstancias que puedan provocar una insolvencia inminente y que puedan advertirle de la necesidad de actuar sin demora. A los efectos del párrafo primero, los Estados miembros podrán utilizar tecnologías de la información actualizadas para las notificaciones y comunicaciones.

2. Las herramientas de alerta temprana podrán incluir lo siguiente: a) mecanismos de alerta en caso de que el deudor no haya efectuado determinados tipos de pagos; b) servicios de asesoramiento prestados por organismos públicos o privados; c) incentivos, con arreglo a la normativa nacional, para que los terceros que dispongan de información pertinente sobre el deudor, como contables, administraciones tributarias y de seguridad social, adviertan al deudor sobre cualquier evolución negativa.

3. Los Estados miembros garantizarán que los deudores y los representantes de los trabajadores tengan acceso a información pertinente y actualizada sobre la disponibilidad de herramientas de alerta temprana, así como de procedimientos y medidas de reestructuración y exoneración de deudas.

4. Los Estados miembros velarán por que exista a disposición del público, en línea, información sobre la posibilidad de acceder a herramientas de alerta temprana, y que dicha información sea fácilmente accesible y presentada en un formato sencillo de consultar, en especial para las pymes.

5. Los Estados miembros podrán proporcionar apoyo a los representantes de los trabajadores para evaluar la situación económica del deudor.

Por su parte el Artículo 19 dispone.

Obligaciones de los administradores sociales en caso de insolvencia inminente. Los Estados miembros se cerciorarán de que, en caso de insolvencia inminente, los administradores sociales tomen debidamente en cuenta, como mínimo, lo siguiente:

- a) los intereses de los acreedores, tenedores de participaciones y otros interesados;
- b) la necesidad de tomar medidas para evitar la insolvencia, y
- c) la necesidad de evitar una conducta dolosa o gravemente negligente que ponga en peligro la viabilidad de la empresa.

Lo que se complementa con lo dispuesto en el **Art. 2.1 nº 6**: «prueba del interés superior de los acreedores»: una prueba que se supera si se demuestra que ningún acreedor disidente se vería perjudicado por un plan de reestructuración en comparación con la situación de dicho acreedor si se aplicase el orden normal de prelación en la liquidación según la normativa nacional, tanto en el caso de liquidación de la empresa, ya sea mediante liquidación por partes o venta de la empresa como empresa en funcionamiento, como en el caso de la mejor solución alternativa si no se hubiese confirmado el plan de reestructuración;

Así pues, la Directiva 2019/1023 prevé varios mecanismos posibles de alerta temprana ante la insolvencia, de los diversos que se barajaron durante el dilatado período de discusión. Sin embargo, no puede decirse que la Directiva sea excesivamente precisa o concreta en sus exigencias, más bien se encuadra entre las Directivas de mínimos, se

limita a establecer principios generales, lo que no significa que no esté destinada a ser un instrumento trascendente en la configuración del Derecho concursal europeo y, si se desea, también del Derecho societario.

Como se puede ver, la Directiva admite tanto los mecanismos de alerta externos (no realización de determinados pagos (art. 3.2-a), alerta de supervisores (art. 3.2.-c), como mecanismos de alerta internos (Art. 19), acompañados de un amplio dispositivo de información en favor de socios, acreedores, trabajadores y público en general (art. 3.3 y 4). A mayor refuerzo, aunque se dispone de una excesiva flexibilidad en la posible adopción de un plan de reestructuración, este se blindará ante los posibles bloqueos de los tenedores de acciones o participaciones en su artículo 12.¹⁴⁶

Quedan por despejar las múltiples incógnitas que plantea la Directiva en su trasposición. Por el momento, realicemos un análisis somero de sus posibilidades bajo la óptica que rige este estudio, la función de recuperación de las garantías en el tráfico jurídico.

VI.4.1.- Presupuestos y alcance de la Directiva 2019/1023

La Directiva sobre reestructuración posee una vocación de alcance general para el tráfico mercantil ordinario, es decir, se aplica a todo tipo de acreedores,¹⁴⁷ incluidos los socios y accionistas como titulares de posiciones de crédito afectadas por la reestructuración (art. 2.1 2º D. 2019/1023) y a todo tipo de empresarios¹⁴⁸ excluidas las entidades de crédito, sociedades de seguros y entidades financieras por su sujeción a un régimen especial.¹⁴⁹ El ámbito previsto incide en la ya evidente y progresiva

¹⁴⁶ **Artículo 12. Tenedores de participaciones** 1. Cuando los Estados miembros excluyan a los tenedores de participaciones de la aplicación de los artículos 9 a 11, garantizarán por otros medios que no se permita a estos tenedores de participaciones impedir u obstaculizar injustificadamente la adopción, la confirmación o la ejecución de un plan de reestructuración. 2. Los Estados miembros también garantizarán que no se permita a los tenedores de participaciones impedir u obstaculizar injustificadamente la aplicación de un plan de reestructuración. 3. Los Estados miembros podrán adaptar el alcance del concepto de «impedir u obstaculizar injustificadamente» en el marco del presente artículo, a fin de tener en cuenta, entre otros factores: si el deudor es una pyme o una gran empresa; si las medidas de reestructuración propuestas afectan a los derechos de los tenedores de participaciones; el tipo de tenedores de participaciones; si el deudor es una persona física o una persona jurídica; o si los socios de una sociedad tienen responsabilidad limitada o ilimitada

¹⁴⁷ Aunque permite la exclusión de su aplicación a los créditos de los trabajadores, los créditos por alimentos y los derivados de responsabilidades penales (art. 2.5) y se formula sin perjuicio o afección a los derechos de pensión de jubilación ya devengados (art. 2.6).

¹⁴⁸ Se excluyen pues inicialmente personas físicas no empresarios y organismos públicos, Art. 1.4 D 2019/1023.

¹⁴⁹

diferenciación de trato a las personas físicas en el Derecho concursal, aunque se da opción a los Estados para extender los efectos de la Directiva a personas naturales o a crear un régimen simplificado *ad hoc*. Sobre este ámbito, la Directiva sólo contempla dos posibles exclusiones (art. 4.2) de legitimación: deudores condenados por incumplimiento grave de las obligaciones contables según normativa nacional¹⁵⁰ y (art. 4.4) posibilidad de limitar el acceso al mecanismos de reestructuración preventiva a un número de veces en un período de tiempo limitado.¹⁵¹

¿Qué es o qué determina la **alerta temprana** para la Directiva de reestructuración? Como se ha señalado en el *excursus* precedente, el art 3.2 de la Directiva por su formulación genérica deja abierta la posibilidad de establecer tanto mecanismo de alerta externos (acumulación de impagados privados, en la SS, a la Hacienda pública), como internos (evolución negativa de los ingresos, persistencia en el desequilibrio patrimonial, ratios bajas de rentabilidad...), cualquier índice que “advierta de la necesidad de actuar sin demora”. El elenco de medidas como se ha señalado en la exposición previa es enorme, pero resultará de la máxima importancia su concreción precisa, sobre todo en orden a fijar el diez a quo para el incumplimiento de los deberes de diligencia, de la obligación de promover un plan de reestructuración o la posterior obligación de solicitar concurso. Las referencias a la “necesidad de actuar sin demora” implican necesariamente una concreción y refuerzo del deber de diligencia del art. 225 TRLSC y prefiguran un supuesto de responsabilidad ex art 172 bis de la LC y art. 236, 238 y 241 TRLSC, que sin embargo pueden requerir de concreción.

La Directiva, por otro lado, impone unos deberes básicos de *Disclosure* o **publicidad relativa a la alerta temprana** que supone una incertidumbre más. Nuestro sistema carece a día de hoy de mecanismos públicos de información similares a los existentes en

¹⁵⁰ Lo que, como señala acertadamente GÓMEZ ASENSIO. *Los acuerdos...* pág. 110, nos obliga a determinar qué ha de considerarse incumplimiento grave: la condena por delitos económicos de los art. 310 y 310 bis del Código penal, el incumplimiento del deber de diligencia del art. 225 TRLSC, el cierre registral por no depósito puntual de las cuentas anuales (art. 282 TRLSC), la calificación culpable en concurso (art. 172.2 LC), la inhabilitación concursal... La medida es de dudosa oportunidad desde el momento en que es improbable la aprobación de un plan de reestructuración sin aportación previa y oportuna de información completa, mientras que existiendo esta y siendo veraz no veo la oportunidad de sancionar dos veces al afectado.

¹⁵¹ Medida de dudosa oportunidad y coherencia con los fines de la Directiva, ya que si existe apoyo a un plan de reestructuración qué sentido tiene impedirlo por un criterio formal y condenar a un proceso concursal...

otros modelos, con la única excepción del formulario para acuerdos extrajudiciales e pago,¹⁵² y del registro de resoluciones concursales que, por definición, no ampara esta fase pre concursal. Se nos obliga pues a crear una oficina de información similar a la vinculada en la administración norteamericana al Chapter 11,¹⁵³ o a ampliar el elenco de informaciones ofrecidas por el registro mercantil central, sin descartar el papel que pueden jugar en la difusión de las informaciones sobre alerta temprana sistemas privados como las páginas webs corporativas (art. 11 bis y 11 ter TRLSC). Sistema de transparencia que, además, obliga a la colaboración puntual y cruce de datos entre diversas instituciones, como pueden ser la Tesorería de la Seguridad Social, la Hacienda Pública, los registros bancarios de la Central de Riesgos, los representantes de los trabajadores o la recopilación de posibles acciones fallidas de ejecución civil, y esto plantea un problema no menor sobre la adjudicación de la responsabilidad en la sistematización y comprensión de los datos recopilados por los obligados a aportar información. En realidad, incluso sería posible ofrecer un tratamiento automatizado de dichos datos, pero ello obligaría a establecer una base de datos formalizada sobre un sistema predispuesto de casillas, gestionada por un programa y siempre sobre la base de la colaboración puntual de todos los implicados. Pero, más urgente que determinar qué institución habrá de aportar la información sobre alerta temprana, es determinar cuáles de los indicadores externos o internos habrán de hacerse públicos y cuáles estarán amparados por una lógica reserva para facilitar la maniobra de elaboración de un plan y la pre-negociación de su formulación.

Tampoco va a ser fácil determinar qué contenido tendrán nuestros futuros “**marcos de reestructuración preventiva**”. La mención a la “modificación de las condiciones composición y estructura de los activos y del pasivo” y de “la estructura del capital”, es enormemente inconcreta, por más que se nos indique que puede implicar las ventas de

¹⁵² Orden Jus 2831 17 diciembre de 2015.

¹⁵³ Administrative Office of the United States Courts. Ofrece los formularios utilizables en el proceso, acceso a asesoramiento jurídico, estadísticas, cursos de formación y resúmenes sobre la aplicación de la norma en el *case law*. Australia y Nueva Zelanda ofrecen un sistema similar.

<https://www.uscourts.gov/services-forms/bankruptcy>

<https://www.afsa.gov.au/insolvency>

<https://www.insolvency.govt.nz/>

activos o partes de la empresa, la venta de la empresa en funcionamiento, cambios en la operativa o la combinación de estos elementos (art. 2.1 1º D. 2019/1023).

Parece claro que la referencia a la estructura de del activo y pasivo amparará medidas de **reestructuración operativa** del activo (cierre/apertura de oficinas, filiales y unidades productivas, venta/liquidación de unidades, reestructuración de plantilla y cuadros directivos) y del pasivo (terminación o conclusión de contratos financieros y no financieros, emisiones de deuda, disposiciones sobre reservas).

Mientras que la referencia a la **estructura de capital** ampara cualquier tipo de medidas relativas al propio capital en sentido formal, como su posible modificación por aumento, disminución o transformación, así como al capital como recursos propios y su financiación (modificación de líneas de crédito, emisión de valores, pagarés y similares y por supuesto, la renegociación de la deuda con los acreedores que financian los activos líquidos y singularmente, con los titulares de créditos por contratos de tracto sucesivo).

Una tercera concreción necesaria es el **alcance de la mención del art. 1. A) a la “insolvencia inminente”** frente al término “riesgo de insolvencia” que se utilizaba en la propuesta de Directiva. Si la remisión al riesgo de insolvencia fue criticada por los concursalistas,¹⁵⁴ debido a su ausencia de referentes en la doctrina nacional y a su relación con el concepto de insolvencia inminente, la opción por el término conocido (insolvencia inminente) nos plantea un cúmulo de problemas mucho mayor.

El primero es el de la separación de trasposición española de la efectuada por Alemania, Francia Inglaterra e Italia, en cuyas Directivas se utiliza el término “probabilidad de insolvencia” (*Warscheinlichen, likelihood, probabilité, probabilitá*), precisamente para separar el concepto del de insolvencia inminente como supuesto que obliga a la solicitud del concurso. Al utilizar un término ya definido en la ley como la situación en que el deudor “prevea que no podrá cumplir regular y puntualmente sus obligaciones” y vinculada al deber de solicitud de concurso, se nos plantea un problema de delimitación entre los supuestos de hecho de reestructuración y los supuestos de hecho del concurso,

¹⁵⁴ ROJO, A., “La propuesta de Directiva sobre reestructuración preventiva”, *Anuario de Derecho Concursal*, nº 42, 2017, págs. 9 y ss. Idem GÓMEZ ASENSIO., *Los acuerdos...* págs. 116 y ss.

que pone en peligro la finalidad de la norma de reestructuración o nos obliga a redefinir el presupuesto objetivo del concurso.¹⁵⁵

La Directiva ciertamente no aporta una definición fiable de la insolvencia inminente o del riesgo o probabilidad de insolvencia, más allá de dejar claro que es un supuesto anterior a la insolvencia actual. La concreción queda en manos de los Estados, pero a mi juicio, una identificación de los supuestos de reestructuración con el supuesto de insolvencia inminente, tal y como se concibe en la ley vigente, supondría una frustración del fin de la norma en su función preventiva. Es que estaríamos haciendo referencia a estados de insolvencia ya constatados aun no siendo pública su manifestación, frente al estado de previsión futura de la insolvencia en un momento en el que aún quedan recursos suficientes y capacidad de maniobra para evitar la insolvencia.

En este sentido es un lugar común señalar que la reestructuración carece de sentido en las situaciones en las que la empresa está saneada,¹⁵⁶ o no es viable ni económica ni financieramente (procede la liquidación inmediata), señalando como campo de la reestructuración el supuesto de la empresa sea viable económicamente, pero no financieramente (“empresas viables que se hallen en dificultades financieras” Considerando nº1). Si es así, puede tener sentido centrarse en la reestructuración de la deuda únicamente para salvar un proyecto con valor neto y situación de iliquidez subsanable.¹⁵⁷ Pero, es que a mi juicio, y contra la opinión de otros colegas, la reestructuración también es posible en los supuestos de inviabilidad económica y viabilidad financiera, es decir, aquellas empresas que tienen un índice de rentabilidad operativa bajo (índice EBIDTA) y que tienden a largo plazo hacia un valor neto negativo, por lo que se suele proponer su rápida liquidación mientras el saldo neto sea positivo. A mi juicio, este tipo de situaciones son campo posible para una reestructuración

¹⁵⁵ En el mismo sentido GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F. J. “Los marcos de reestructuración preventiva en el Derecho europeo: reflexiones sobre sus fundamentos normativos” en AA.VV., BERMEJO GUTIÉRREZ, N./MARTÍNEZ FLOREZ, A.,/RECALDE CASTELLS, A. Reestructuraciones de las sociedades de capital en crisis. Civitas, Thomson Reuters, Cizur Menor, 2019, págs. 35-68. págs53

¹⁵⁶ Por el riesgo de su uso para renegociar n condiciones ventajosas una deuda e que se puede afrontar ordinariamente.

¹⁵⁷ Véase GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F. J. “Los marcos de reestructuración... págs. 37-38.

operativa, preferentemente en el campo societario, pero con respaldo preconcursal, pues como señala Garcimartín, la introducción de mecanismos de reestructuración preventiva en este ámbito es inocua.¹⁵⁸ Además, como señala el n° 28 de la exposición de motivos de la Directiva, *los Estados miembros deben poder ampliar los marcos de reestructuración a situaciones no financieras siempre que supongan una amenaza real y grave para la capacidad actual o futura de pagar las deudas al vencimiento*. Con un marco temporal de varios meses o incluso superior para tener en cuenta las situaciones no financieras que pueden hacer peligrar el funcionamiento de la empresa y su liquidez, como, por ejemplo, la pérdida de contratos clave”.

Es fácil concebir ejemplos: una empresa de marca blanca posee como comprador principal a la central de compra de una cadena de grandes superficies. El comprador anuncia que para la campaña del año siguiente prescindirá de sus servicios. La empresa está saneada, no tiene impagos ni los prevé a corto plazo, pero es evidente que si no encuentra uno o varios compradores sustitutivos se verá abocada a la reducción o al cierre. Lo mismo que, el anuncio de la rescisión contractual podría precipitar la pérdida del acceso al crédito y precipitar una crisis financiera inexistente. Este es un caso claro de necesidad de reestructuración operativa y no necesariamente financiera, que requeriría igualmente del amparo de los marcos de reestructuración.

El apego del negociador español al término traspuesto denota nuestra escasa familiaridad con la fijación de indicadores externos e internos de crisis y riesgo de insolvencia, que no por ser inéditos en nuestra ley son desconocidos y que, como hemos visto, pueden ser enormemente objetivos en su descripción. La insolvencia inminente de nuestro art. 2.3 LC implica un juicio de previsibilidad objetiva (el vencimiento regular y puntual de las obligaciones ya contabilizadas o provisionadas) y es cierto que esa previsión puede hacer referencia a una situación no irreversible o de necesaria insolvencia actual, pero señala ya una situación en la que se ha fijado un horizonte temporal de incumplimiento. El riesgo o probabilidad de insolvencia, por su parte, ampara un elenco de situaciones mucho más flexible, que pueden ser denotadas por

¹⁵⁸ Véase GARCIMARTÍN ALFÉREZ, “Los marcos de reestructuración...”, pág. 38

diversos indicadores, todos ellos unificados bajo el supuesto de la previsibilidad futura de la insolvencia, aun sin que esta sea todavía un riesgo inminente o con un horizonte temporal predeterminado. Reducir la aplicación de la Directiva a lo que hoy entendemos por insolvencia inminente le privaría de un importante campo de actuación en las manifestaciones tempranas de crisis, de la posibilidad de actuar como instrumento de reestructuración al estilo de los *Squeeme of Arrangement* británicos, y nos obligaría a delimitar con mayor precisión el supuesto de reestructuración del supuesto de obligación de solicitud de concurso o de los supuestos de hecho de los acuerdos de refinanciación.¹⁵⁹ Máxime si entendemos que previsiblemente se tenderá a interpretar el concepto de una manera laxa,¹⁶⁰ con superposición de supuestos de hecho. En realidad, es conveniente una delimitación de supuestos, pues frente a la inminencia de la insolvencia en un horizonte temporal, la Directiva de reestructuración lo que pretende con la alerta temprana es garantizar, en interés de la seguridad en el tráfico, la viabilidad del deudor y prevenir la insolvencia. Objetivos que superan el estricto marco del procedimiento concursal. Creo que hemos operado con pereza mental al elegir la réplica del término conocido.

Y no sólo eso, también será conveniente y necesario, una delimitación de tipos entre los distintos acuerdos posibles de reestructuración y/o refinanciación, pues como señala Rojo, resulta necesario optar entre un posible procedimiento único, con posibles resultados diversos, o por mantener la dualidad y multiplicidad de acuerdos, lo que a la vista de la confusa regulación vigente (art. 71 bis y Disp. Adic. 4^a) aconseja una reforma completa del sistema.¹⁶¹ La Directiva no opta por un procedimiento determinado de reestructuración, se refiere de facto a “marcos” de reestructuración” admitiendo la pluralidad de sistemas judiciales y extrajudiciales (art. 4.5 D. 2019/1023) mientras ofrezcan las garantías establecidas de manera coherente. Cuestión distinta es que el

¹⁵⁹ Y es que en el proyecto de ley de texto refundido de la ley concursal art. 604 también se condiciona la homologación de los acuerdos de refinanciación al supuesto de insolvencia actual o inminente.

¹⁶⁰ Propuesta que ya formulan GÓMEZ ASENSIO. Los acuerdos... pág. 119.y CARDENAS SMITH, C., “La propuesta de Directiva sobre reestructuración temprana y su transposición al derecho español” RDCPC nº 29, 2018, págs. 227 y ss. Ambos sobre el ejemplo de la sentencia FCC Sta. Mercantil nº 10 Barcelona nº 286/2016 de 29 de noviembre

¹⁶¹ ROJO, A., “La propuesta de Directiva... Pág. 10

acotamiento material de efectos de los marcos de reestructuración, implica de facto una difícil compatibilidad con algunos de los actuales acuerdos de refinanciación (acuerdos atípicos, acuerdos individuales y acuerdos extrajudiciales) obligándonos de facto a extender los efectos concursales del régimen de los acuerdos colectivos homologados o a simplificar el elenco de acuerdos con delimitación precisa de sus efectos.

VI.4.2.- Efectos de los marcos de reestructuración

Al igual que en los modelos básicos anglosajones que sirven de inspiración, la Directiva opta por los efectos de **no desapoderamiento en la gestión**, aunque con una notoria peculiaridad, la de introducir la figura del “administrador de la reestructuración” “cuando sea necesario”.

El administrador de la reestructuración será una persona u órgano nombrado por una autoridad judicial o administrativa para el desempeño de las funciones de asistencia al deudor y acreedores en la elaboración y propuesta de un plan de reestructuración, supervisar la actividad del deudor y tomar control parcial de los activos durante las negociaciones (art. 2.1. 12º D. 2019/1023). Se prevé incluso que los Estados opten por su imposición obligatoria y su existencia no admite excepción en los supuestos de suspensión general de las obligaciones singulares, en la aprobación de un plan mediante el mecanismo de arrastre vertical o *cramdown* interclases y en los casos de solicitud del deudor o los acreedores (art. 5.3). Norma esta última, que nos da pie a pensar que la regla de apoderamiento libre del deudor, puede convertirse más en excepción que en regla. En todo caso, la introducción de esta figura en el marco de la reestructuración/acuerdos de refinanciación, nos obliga a un repaso total de nuestro actual sistema en el que las figuras del *trustee*, *administrator*, *examiner*, mediador, interventor o similares, conocidos en otros ordenamientos, no se contemplan a excepción del reciente mediador mercantil, que sólo interviene en casos de insolvencia actual bajo una lógica de mediación en las condiciones de quita y espera en un convenio de pagos.

Por otro lado, “cuando sea necesario” siempre ha sido una referencia indeterminada, El art. 5.3 como acabamos de ver, nos dice con claridad cuando es necesario, pero también

nos indica con claridad la amplia discrecionalidad de los Estados para apreciar la necesidad o conveniencia de acudir al administrador de la reestructuración, bien optando por la restricción máxima y limitándose al supuesto del art. 5.3, bien ampliando los supuestos o como en el caso norteamericano dejando la apreciación en manos de un juez o al principio rogatorio de las partes afectadas.

Una última cuestión, será la de determinar quiénes serán sujetos aptos para ser administradores de la reestructuración. Las opciones pueden pasar desde la creación de una nueva titulación profesional, pasando por la adjudicación a compañías de asesoría y servicio, hasta la adjudicación, más que probable, de dicha función al listado de auditores y administradores concursales.

El segundo efecto de los marcos de reestructuración se prevé en los arts. 2.4, 6 y 7 de la Directiva, y se concretan en la **suspensión de las ejecuciones individuales** contra el deudor, frente a resoluciones contractuales automáticas y su inmunidad frente a la obligación de declararse en concurso.

En nuestro sistema vigente la suspensión de acciones por negociación de un acuerdo de refinanciación opera *ope legis* sin necesidad de prueba en la comunicación al juez (art. 5 bis LC). La Directiva, por su parte, permite tanto un sistema de control *ex ante* como *ex post*, aunque parece decantarse con preferencia por este último con ánimo de favorecer la rápida aplicación de los efectos suspensivos.

El alcance real y efectivo de la suspensión, sin embargo, dista de ser precisado. La Directiva una vez más entrega el contenido material a los Estados, pues contempla tanto una suspensión general, que afecte a todo tipo de créditos (incluidos los dotados de garantía real, de carácter público etc.) como una posible suspensión limitada para categorías de acreedores concretas. Un posible criterio flexible se contempla en la propia Directiva al permitir el recurso a la identificación de los acreedores afectados por el plan como posible perímetro de la suspensión.¹⁶² La propuesta de texto refundido de ley concursal, de hecho, iría en línea con una suspensión parcial, a tenor de lo dispuesto para los acreedores pasivos financieros (art. 589) que sólo se ven sometidos a suspensión si el 51% apoya expresamente las negociaciones del acuerdo de

¹⁶² Propuesta de GÓMEZ ASENSIO., Los acuerdos... pags-130-131.

refinanciación. Personalmente, no aprecio la necesidad de ello. La Directiva, finalmente, permite a los Estados excluir categorías de créditos de la suspensión siempre que la misma resulte justificada y que no resulte probable que la ejecución ponga en peligro la reestructuración o que la suspensión vaya a perjudicar injustificadamente a los acreedores declarados exentos. Veremos, pues, si nuestro legislador persiste en dejar fuera del efecto suspensivo a los créditos públicos (art. 5 bis 4º y 7º LC), porque en lo referente a las ejecuciones por créditos de los trabajadores es la propia Directiva la que excluye la suspensión, salvo que se otorgue en la reestructuración una protección similar (contra lo dispuesto en el vigente art. 5 bis LC).

En el plano temporal, se prevé un plazo inicial de suspensión de cuatro meses que puede ser ampliado con la debida justificación, sin exceder del plazo de 12 meses.

El efecto de suspensión, se somete necesariamente a un control ex post y puede ser levantado (pasados los cuatro meses iniciales, establecidos como puerto seguro ex art 6.9) cuando ya no cumple con el fin de favorecer el acuerdo (p. ej., hay mayoría de bloqueo en contra), por petición del deudor o administrador, por perjuicio injustificado para los acreedores o cuando se llega a la insolvencia. Este último factor, la declaración de insolvencia se ve afectado por el régimen de suspensión desde el momento en que el deudor no está afectado por la obligación de solicitar concurso mientras dure el efecto suspensivo, y por el hecho de que la solicitud de concurso es una de acciones civiles que se verá afectada por la suspensión. El art 7 de la D. 2019/1023 prevé, no obstante, la posibilidad para los Estados de mantener la obligación de solicitud de concurso en los supuestos de iliquidez e impago puntual de las obligaciones ordinarias durante el período de suspensión, a no ser que el juez estime probable las perspectivas de alcanzar un acuerdo (art. 7.3 D. 2019/1023). La utilidad práctica de este efecto limitativo de la suspensión es dudosamente coherente con la finalidad de la norma y con la realidad de nuestros concursos, motivados mayormente por crisis de liquidez, pero habrá que ver la opción de nuestro legislador.

Como última consideración, la extinción del plazo de suspensión sin formalización de un acuerdo no se declara directamente como un supuesto de obligación de solicitud de concurso, ello dependerá de la concurrencia de los presupuestos objetivos del concurso (art. 7.7 D. 2019/1023 y art. 5 bis 5º LC), pero a nadie se le escapa que el fracaso de la

negociación supone el levantamiento de la petición de ejecuciones individuales y, aun peor, de la suspensión de las posibles resoluciones contractuales de los contratos de tracto sucesivo necesarios para el sostenimiento del negocio (art. 7.4 y 7.5) y que esto comúnmente supone el tiro de gracia a una crisis ya declarada. El plazo de suspensión, de facto, se configura como un período de puerto seguro para la conclusión de un acuerdo, formalizado o no, que permita la supervivencia del proyecto empresarial, y alternativamente, como la antesala del concurso.

VI.4.3.-Contenidos posibles del plan de reestructuración:

El plan de reestructuración por su parte, se define por una regla de mínimos ex art 8.1 de la Directiva:

- Comienza necesariamente por una declaración de los activos, del pasivo y de las causas de la situación económica, con detalle de la situación de la plantilla de trabajadores.
- Continúa con una declaración de los acreedores afectados y no afectados por el plan, la afección del mismo al principal e intereses, su categorización por clases y la explicación del porqué de la afección o no afección por el plan. Todo ello con un resumen comprensivo por clases de créditos.
- La identidad del posible administrador de la reestructuración (si ha sido nombrado o su previsión), y
- Las condiciones y contenidos del plan; medidas de reestructuración operativa o reestructuración del capital propuestas (quitas, esperas, ventas, rescisiones contractuales, plazo del mismo, disposiciones respecto a los trabajadores (información, participación, despidos, modificaciones de contratos), estado de los flujos financieros y nuevos recursos financieros que pueda aportar.

Todo ello, obviamente, acompañado de una memoria explicativa, justificando la utilidad del plan, porqué ha de prevenir la insolvencia (juicio de probabilidad) y con la justificación de las medidas. Memoria o exposición de motivos que los Estados pueden obligar a ser auditada o verificada por un experto independiente (art. 8 D. 2019/1023), lo que es más que probable por coherencia con el art. 42, que obliga expresamente a que un experto independiente verifique la valoración de los activos...

Interesa ahora señalar la importancia práctica que ha de tener en el plan de reestructuración la delimitación de las clases de créditos afectados y no afectados por el mismo en orden a determinar los legitimados para el voto y aprobación del plan, a la vista del sistema de arrastre/*cramdown* que impone la Directiva.

La conformación de clases de acreedores debe obedecer a un criterio objetivo acorde a la normativa nacional (art. 9 D. 2019/1023), a una clasificación formal, como pueda ser la distinción entre créditos garantizados y no garantizados, o la constatación material de una comunidad de intereses. Criterio este último, en realidad ambos, sujeto a discusión.

La propia distinción entre créditos garantizados y no garantizados es susceptible de importantes matizaciones, a la vista de la existencia de diferentes garantías en atención a su graduación y efectos (art. 89-91 LC), lo que nos indica que aquí ya existe una posibilidad de constituciones alternativas de la clase de acreedores garantizados (considerando 44 de la Directiva). Otras categorías devienen de la coherencia *ex lege*, como la que corresponderá a los créditos subordinados o la propia de los trabajadores. La idea de comunidad de intereses, sin embargo, es mucho más problemática; ¿poseen comunidad las distintas administraciones?, ¿los proveedores?, ¿los socios e inversores?¹⁶³ En realidad, la comunidad de intereses será más una consecuencia del tratamiento que otorgue el plan a los acreedores que de su fundamentación en criterios objetivos puros, que resultaría muy difícil pre-definir. La configuración por clases de los acreedores, novedosa en nuestro ordenamiento, otorga importancia a la estrategia de agrupamiento del pasivo e introduce el riesgo de que se produzcan impugnaciones por ruptura del principio de paridad (revisión de categorías de acreedores Art. 9 4º y 5º D. 2019/1023) si no se efectúa acudiendo a criterio confiables por su trascendencia práctica en el régimen de adopción del plan.

La adopción del plan dependerá, pues, del voto de las clases de acreedores afectadas, con exclusión de las clases que señalen los Estados ex art 9.3, con la mayoría del art 9.6,

¹⁶³ La Directiva de hecho contempla su posible exclusión del voto del plan (art. 9.3) y establece medidas contra su posible actitud de bloqueo en el art. 12. La Directiva adopta en su totalidad el criterio de considerar a los socios y tenedores de acciones como personas sin afección real por el plan (clase fulcro siguiendo la terminología y régimen del Chapter 11 U.S. Code) ya que son acreedores residuales sobre los que no se prevé una compensación plena de su crédito nominal. Criterio coherente con nuestra normativa vigente art. 165.2 y 172.2 LC. Mas en extenso, GÓMEZ ASENSIO, Los acuerdos... págs. 146-148.

es decir, mayoría de capital e intereses en cada clase (50% + fracción x)¹⁶⁴ (salvo que el Estado prefigure una doble mayoría por cabezas y créditos).

La opción de la Directiva por facilitar la adopción del plan es manifiesta,¹⁶⁵ aunque no falta el inevitable péndulo compensatorio al permitir que los Estados puedan requerir mayorías superiores con el límite del 75%, fijar umbrales de participación, etc. Opciones ambas que considero indeseables, la primera porque abriría una carrera hacia el *fórum shopping* más favorable, como ocurre ahora con los *squeeme of arrangements* británicos, la segunda por innecesaria, si se entiende que la mayoría se computa sobre el total del crédito incluido en la clase.

Pero la auténtica novedad, en lo que a nuestra experiencia se refiere, es la posibilidad de que un plan salga adelante pese al voto disidente de cada categoría o incluso con el rechazo de una categoría completa. Es decir, el **paso del cramdown intra clase, al posible cramdown interclase (art. 15)**. Excepción que se canalizara sobre la distinción entre planes consensuados y no consensuados (art. 10) a la hora de la confirmación judicial.

Un *plan de reestructuración consensuado* será aquel que recabe la mayoría de todas las categorías de acreedores y sobrepase el examen judicial¹⁶⁶. Confirmación que, justificados los aspectos puramente formales, depende mayormente de la superación del *Best Interest Creditor Test* o prueba del interés superior de los acreedores como requisito material para el efecto de arrastre horizontal. Nuevamente en orden al favorecimiento del acuerdo, las posibles impugnaciones no tendrían efectos suspensivos (salvo determinación por el juez) y la apreciación del recurso no

¹⁶⁴ Necesariamente cada crédito de cada clase se prorrateará en relación con el importe total de la clase afectada para determinar su porcentaje de voto, y mayoría será cualquier fracción superior a la contraria, no entre los votantes efectivos, sino en relación al monto total de créditos e intereses de la clase.

¹⁶⁵ Más favorable en todo caso que el restrictivo e inefectivo 60% de nuestros acuerdos de refinanciación colectivos del art 71.1 LC y coherente con el 51% de la Disp. Adic. 4ª LC

¹⁶⁶ Al juez le competará comprobar con especial atención los planes que impliquen nueva refinanciación o la pérdida de más de un 25% de la plantilla, así como la existencia de disidencia, y con carácter general si se cumplen los requisitos formales de aprobación, si se da trato igualitario a las distintas categorías o clases de acreedores, si se ha cumplido con las normas de notificación a las partes y si, manifestada disidencia, el plan supera el test del interés superior de los acreedores, es decir, que no se les deja en posición peor que si procediera a una liquidación (el ya mencionado *Best Interest of Creditors Test* o que su cuota de reestructuración es igual o mayor que su cuota de liquidación). Optativamente el Estado puede encomendarle la nada fácil labor de valorar si asegura la viabilidad de la empresa (art. 10 D. 2019/1023).

determinaría la nulidad automática del plan pues se podría confirmar el plan tras su adaptación y adecuación a la prueba de interés (art. 16).

Un **plan de reestructuración no consensuado**, aquel que no ha sido aprobado por todas las categorías, por el contrario, nos enfrenta a la reestructuración forzosa de todas las categorías por aplicación de un **arrastre vertical o *cramdown* interclases**. En este supuesto se efectuará el control de cumplimiento de todas las condiciones anteriores, a lo que se añadirá necesariamente: la comprobación del voto de la mayoría de categorías de acreedores o de una *mayoría representativa de los créditos privilegiados o de mayor rango*, así como la comprobación exhaustiva de la regla de prioridad absoluta (los disidentes reciben un trato al menos tan favorable como el de cualquier categoría de igual rango y mejor que los créditos de rango inferior),¹⁶⁷ no discriminación y no confiscación del rango o prioridad en la ejecución, asegurando la no producción de la reducción del valor de sus créditos, tanto como que ninguna categoría de las partes afectadas pueda recibir o mantener más del importe total de sus créditos o intereses. El arrastre vertical o por clases implica el voto favorable de al menos una categoría de acreedores con garantía o de rango superior a los no garantizados. Y en todo caso, por una categoría distinta de los tenedores de acciones o acreedores subordinados, que pueden sufrir una reducción en el valor de sus créditos por su condición “*out of money*”. Se confirma una vez más la posible importancia estratégica de la configuración de clases en los créditos garantizados (unificarlos, dividirlos...), pues bastaría con la aprobación de una para cumplir con el requisito de arrastre.

El sistema garantiza un equilibrio de intereses adecuado, que a mi entender podría incrementarse con la relativización de la regla de prioridad absoluta, que otorga un poder excesivo a los acreedores privilegiados, y se acercaría más a nuestra tradición de evitar el “sacrificio desproporcionado”.

Pero, consensuado o no consensuado, y por apego a la realidad, un aspecto trascendente de la confirmación será el obligado control de los planes de refinanciación necesarios para la consecución del plan sin perjuicio a los intereses de los acreedores (o

¹⁶⁷ Aunque los Estados podrían relativizar esta norma cuando sea necesario para lograr los objetivos de la reestructuración y no cause un perjuicio injusto a las partes afectadas... Una explicación en GÓMEZ ASENSIO. Los acuerdos... pág. 164 y s.

tratamiento del *fresh money*). Conflicto que nos resulta familiar si pensamos en el tratamiento de los planes de refinanciación por entidades de crédito en nuestro ordenamiento.¹⁶⁸ La Directiva encomienda al juez la valoración de la necesidad de la nueva financiación y su conexión con la viabilidad de la empresa. Como indica la exposición de motivos, nº 3, “los marcos de reestructuración preventiva deben evitar, asimismo, la acumulación de préstamos dudosos. La disponibilidad de marcos eficaces de reestructuración preventiva permitiría tomar medidas antes de que las empresas dejen de poder hacer frente a sus préstamos, lo que contribuye a reducir el riesgo de que los préstamos se conviertan en préstamos no productivos durante las recesiones cíclicas”. La norma es similar a la existente en ordenamientos como el francés (L 632 nº 1-5 *Code Commerce*), donde se da pie a la valoración de la concesión abusiva de crédito, que en nuestro ordenamiento se limita en buena medida en los planes de refinanciación con entidades de crédito ex art 71 bis y 72 LC.

En una discusión que nos resulta conocida, el otorgamiento de créditos y nuevas financiaciones deberían reunir el doble requisito de *ser necesarias* y *adecuadas* al fin de asegurar la viabilidad de la empresa. Se introducen nuevos matices, sin embargo, a tenor del considerando nº 66 de la exposición de motivos por el que “ayuda financiera debe entenderse en sentido amplio, incluida la aportación de dinero o garantías de terceros y la entrega de existencias, materias primas y suministros, por ejemplo mediante la concesión al deudor de un plazo de reembolso más largo”, en clara contradicción con la preeminencia de las refinanciaciones por entidades de crédito propias de nuestros planes de refinanciación. La acreditación del no perjuicio a los intereses de los acreedores nos conecta directamente con el carácter exento de las acciones revocatorias de nulidad, anulabilidad o no ejecutoriedad, de dichas nuevas financiaciones en un ulterior procedimiento de insolvencia. O como en el caso español sobre su priorización como crédito de la masa o privilegiado en el procedimiento concursal (art. 71 bis, 84.2 11º y 96.1 LC). El vértice de todo juicio en la materia es, necesariamente, la determinación de la conexión entre la financiación y el juicio sobre la viabilidad de la empresa. La constatación de que el préstamo no supone en breve una

¹⁶⁸ En concreto su blindaje frente a impugnaciones y la consideración de la totalidad (antes) y del 50% de los créditos como deuda de la masa y el otro 50% con privilegio general (ahora).

liquidación encubierta en favor de los financiadores por el mecanismo de preferencia (art. 16.4 D. 2019/1023) y salvedad ante la revocación (art. 17.1), sin perjuicio de los posibles mecanismos de responsabilización en los casos constatados de fraude, mala fe, conflicto de interés o favorecimiento de parte (socios o terceros) u otorgamiento de garantía sin derecho a ella en el momento de la transacción (considerando nº 67).

Y resulta difícil determinar bajo qué condiciones o criterio, un juez podrá validar o rechazar una nueva financiación. Para las financiaciones provisionales la propia Directiva contempla la imposición de controles *ex ante*, encomendados a comisiones de acreedores, expertos o autoridades designadas. Para la valoración *ex post* de las nuevas financiaciones, el juez debería apelar a los criterios tradicionales de valorar la suficiencia del crédito o ventaja en relación a su utilidad para la marcha empresarial y la inmunidad adquirida por el crédito, la mejora desproporcionada de condiciones del crédito del financiador, la insuficiencia de la medida en relación al pasivo y a la situación operativa empresarial, etc. Se pide un juicio de probabilidad, que de por sí es incierto.

Y, un nuevo factor, en lo que a nuestro ordenamiento se refiere: El **art. 18** de la Directiva contempla la protección o efectos pre-concursales de otro tipo de operaciones relacionadas con la reestructuración. Atendiendo a la exposición de motivos, esto permitiría otorgar protección frente acciones revocatorias a las transacciones u operaciones razonables y necesarias inmediatamente para la negociación o aplicación del plan. Esta protección puede encomendarse a un sistema de valoración *ex ante*, condicionarse a la aprobación del plan o a la aprobación de autoridad judicial o administrativa, pero introduce un importante factor de flexibilidad en la apreciación y concesión de inmunidad a medidas no estrictamente financieras, pero de utilidad para la reestructuración.

VI.4.4.- Modificación de los deberes de los administradores sociales en situaciones de insolvencia inminente.

Como se pudo apreciar durante la presentación de los modelos anglosajones de test de solvencia, un sistema de reestructuración o garantía de márgenes de solvencia no puede operar sin una atribución clara de responsabilidades sobre la supervisión del patrimonio y los deberes de respuesta ante las alertas establecidas. A estas alturas todo sistema societario posee un marco de deberes de los administradores sociales conexo a un

elenco de acciones de responsabilidad. Los deberes de los administradores sociales, sin embargo, dependen en gran medida de la concepción que se tenga del interés social, de las funciones que se les atribuyen y del propio sistema de acciones del ordenamiento jurídico. En el ejemplo anglosajón, los deberes de prevención conexos a la gestión societaria de los riesgos de insolvencia se vinculan fundamentalmente a dos conceptos, los *fiduciary duties* en el caso norteamericano y el concepto de *wrongful trading* en el británico.

El modelo norteamericano, inspirador de la Directiva comunitaria, implica un deber explícito de los administradores en la confianza de que han de actuar en defensa de los intereses de socios y acreedores por igual en lo tocante al riesgo de insolvencia.¹⁶⁹ Es un deber de fiducia o *trustee* en la probidad profesional de los mismos y en su actuación no negligente en la mejor defensa de la viabilidad de la empresa. En el caso del *wrongful trading*, con el matiz de la penalización de la actividad indebida, el sostenimiento negligente de las actividades comerciales o la realización de operaciones que aumenten o pongan en peligro la solvencia. Un directivo debe saber en qué momento procede tomar medidas de reestructuración, solicitar el concurso o iniciar el camino hacia la disolución. Estos conceptos, aun no siendo de consideración imposible en nuestro ordenamiento, nos son extraños en nuestro esquema de responsabilidad por diligencia y lealtad. El deber de diligencia de nuestro art 225 TRLSC podría amparar dentro de “las medidas precisas para la buena dirección y control de la sociedad” la mayoría del elenco de medidas que hemos detallado en los diversos regímenes de prevención de la insolvencia, pero lo cierto es que los mismos no forman parte de nuestra tradición, no están concretados en acciones concretas como en el caso británico o norteamericano y no se conectan necesariamente con los objetivos que se le señalan al definir el interés de la sociedad o el deber de cumplir con la ley y los estatutos.¹⁷⁰ Nuestro modelo

¹⁶⁹ En contra, ALFARO ÁGUILA-REAL, J. “Administradores frente a accionistas y acreedores. Deberes de lealtad para los accionistas y obligaciones pactadas o legales para los acreedores” en AA.VV., BERMEJO GUTIÉRREZ, N./MARTÍNEZ FLOREZ, A./RECALDE CASTELLS, A. Reestructuraciones de las sociedades de capital en crisis. Civitas, Thomson Reuters, Cizur Menor, 2019, págs. 69-120. Para quien los administradores no tienen relación contractual o extracontractual que establezca un deber de lealtad a los acreedores en conflicto con los deberes contraídos con la sociedad y los socios.

¹⁷⁰ En lo que si coincido con ALFARO. “Administradores frente a accionistas... cit. Idem QUIJANO GONZÁLEZ, J., “Capital social y pérdidas cualificadas... RDCP n.º 31/2019, págs. 8-10. EMPARANZA SOBEJANO,, “Los nuevos deberes.... Aranzadi Unión Europea, nº 8/9 2019, pág. 1 y ss.

societario es un modelo que tutela prioritariamente la propiedad o inversión de los socios, y sólo en un plano secundario los intereses de terceros. La introducción indirecta del concepto “*stakeholders*”, la contemplación explícita de los intereses de los acreedores en el ámbito de la gestión y dirección societaria, representa una modificación explícita de la idea de interés social¹⁷¹ y la articulación procesal de las pretensiones de terceros.¹⁷² Como señalan destacados autores, en una progresiva convergencia (a veces se habla de injerencia) entre el Derecho de sociedades y el Derecho concursal.¹⁷³

En el fondo, la opción normativa implica la misma defensa del interés que justifica la constitución de la masa pasiva en los concursos. La novedad es que dicho interés se adelanta a la etapa pre concursal y se articula como un deber de administración. Y ello resulta lógico, si consideramos que, llegada la insolvencia, el interés de propiedad del socio se agota y se convierte en una clase sin valor de retorno (*fulcrum class* en la terminología del Chapter 11 U.S. Code, o “fuera del dinero”). Las mismas consideraciones que llevan a la ordenación de la masa pasiva y subordinación de los créditos de los socios, a la acción de retroacción sobre las operaciones lesivas a la masa pasiva en el período sospechoso, y a la extensión de responsabilidades en el art. 164.1 LC, fundamentan los deberes del art. 19 de la Directiva.

171 Matizando que lo modula, al darle al mismo un carácter institucional, pero no que lo sustituya. Véase, EMPARANZA SOBEJANO, “Los nuevos deberes... Aranzadi Unión Europea, nº 8/9 2019, pág.4. GOMEZ ASENSIO, C. “Los deberes de los administradores en situación de insolvencia inminente en la propuesta de Directiva sobre marcos de reestructuración” en Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal n.º 31/2019 smarteca) (10 páginas). Y de manera extensa y específica MARÍN DE LA BARCENA, “El concepto de interés social como fin de la actividad gestora en la proximidad a la insolvencia”, Gobierno Corporativo y Crisis Empresariales (II Seminario Harvard-Complutense de Derecho Mercantil), Madrid 2006, págs. 255 ss., págs. 274-275.

172 Idem, PULGAR EZQUERRA, J., Gobierno corporativo, sociedades cotizadas y proximidad de la insolvencia: Administradores, accionistas y acreedores” en RDCP nº 30, 2019, págs. 39-40, pág. 55. GOMEZ ASENSIO, C. “Los deberes de los administradores en situación de insolvencia inminente en la propuesta de Directiva sobre marcos de reestructuración” en Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal n.º 31/2019 smarteca) (10 páginas).

173 SCHMIDT, K., ¿Desbanca el derecho concursal al derecho de sociedades? La Ley digital, 595/2015, págs. 1-12. SCHMIDT, K., “Reestructuración empresarial: ¿una cuestión de derecho de sociedades o una materia de derecho concursal?” en Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal, Nº 31, 1 de jul. de 2019, págs. 1-9., PULGAR EZQUERRA, J. “Gobierno corporativo, sociedades cotizadas... en RDCP nº 30, 2019, págs. 39-40. Korch. “Insolvenzrecht und Marktgesetze”, Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht, vol. 182 (2018), págs. 440 y ss.

Los administradores gestionan pues intereses variados, los de cada clase a su beneficio y el compartido en la continuidad y mejor conservación de la empresa y su patrimonio,¹⁷⁴ situación en la que es más que previsible que entren en conflicto con los intereses particulares que no obedezcan a una lógica colaborativa. Conflicto que no es de fácil solución, pues, mientras respecto al interés de propiedad de los socios responde en los órganos sociales, en el interés de salvamento responde ante la autoridad pública y los acreedores y en ambos marcos de responsabilidad con riesgo de imputación personal de responsabilidad.¹⁷⁵ La previsión del considerando 71º de la Directiva, la posibilidad de que se fije un orden de prelación de los intereses, supondría un descargo en favor de los administradores, pero es una labor de difícil concreción, que probablemente no se concrete en nuestro Derecho positivo. En todo caso, al administrador se le va a situar en una situación poco habitual para nuestra tradición jurídica.

Por un lado, es deudor de un deber de información hacia los socios y de defensa del valor de inversión de los mismos, para lo que ciertamente la mejor opción es la defensa del interés en la continuidad o viabilidad de la empresa ante quienes en un concurso se convertirían en acreedores subordinados con escasas posibilidades. Por otro, a falta de una concreción normativa sobre los mecanismos de alerta temprana (internos o externos) es difícil concretar el alcance de un deber de información frente a los acreedores y terceros, mientras que sí parece exigible una respuesta diligente encaminada a la salvaguarda del interés en la continuidad empresarial, común a socios y a la mayoría de los acreedores.¹⁷⁶ El problema, como sí señala acertadamente Alfaro, es que dicho deber, a falta de resolver quién es responsable de la gestión de la información y quién puede ser administrador de la reestructuración, hoy por hoy, sólo se resolvería ante un escenario de concurso posterior, bien mediante la acción de daños, bien mediante la responsabilización del administrador en el proceso concursal.¹⁷⁷ Urge,

¹⁷⁴ Idem, GOMEZ ASENSIO, C. "Los deberes de los administradores.... RDCP nº 31 2019.

¹⁷⁵ Aquí acertadamente ALFARO. "Administradores frente a accionistas... cit.

¹⁷⁶ Y es que no todos los acreedores representan un interés uniforme. Algunos acreedores, suficientemente dotados de garantía podrían contemplar con indiferencia las propuestas de reestructuración. Otros con alienidad de causa, como ocurrirá si se sigue manteniendo fuera del esquema de renegociación a los créditos públicos. Otros por el contrario con afección directa en el interés en la continuidad de la empresa, como ocurre con los acreedores ordinarios y subordinados.

¹⁷⁷ ALFARO. "Administradores frente a accionistas... cit.

pues, una modificación expresa del art. 225 TRLSC, lo que tendría la virtud de habilitar al uso de la acción social y en su caso a la acción individual de responsabilidad, no siendo suficiente la introducción del contenido del art. 19 de la Directiva 2019/1023 como simple criterio de interpretación, y siendo en verdad insuficiente e insatisfactorio encomendar esta responsabilidad a la posible calificación en el procedimiento concursal.

Constatada la existencia de un interés común, la viabilidad de la empresa, el dictado del art. 19 señala como momento clave para la efectividad de sus deberes el de la “insolvencia inminente”. Ya he criticado previamente lo impropio de no haber utilizado como el resto de Estado de nuestro entorno el concepto de “riesgo de insolvencia” en lo que a los horizontes temporales y supuestos de hecho se refiere, y la posibilidad de que este concepto se convierta en un término laxo que ampare situaciones de liquidez y previsión muy distintas. La trasposición de la Directiva dará ocasión de redefinir con más precisión el supuesto de hecho, espero que con flexibilidad y con una concepción no exclusivamente centrada en criterios financieros o de balance en consonancia a lo dispuesto en el art. 18 de la Directiva. Y en la confianza de que no se establezcan presunciones *iuris tantum* o barreras temporales objetivadas (art. 2.4 LC y 2.4. 5º PTRLC) que atarían casi irremediabilmente el periodo de reestructuración con el consiguiente proceso concursal.

Finalmente, llamo la atención sobre el evanescente contenido de acción positiva que se le encomienda a los administradores; adoptar medidas para evitar la insolvencia, evitar conductas dolosas o negligentes que pongan en peligro la viabilidad de la empresa.

Las medidas positivas para evitar la insolvencia pueden ser de muy variado orden y alcance; comprenderían todos los posibles contenidos de un plan de reestructuración y medidas intangibles de *management*, asesoramiento, realización de activos, inicio de negociaciones o directamente el inicio del procedimiento de reestructuración. Como he señalado previamente, a mi juicio las medidas positivas han de cubrir tanto reestructuraciones operativas como reestructuraciones financieras. Cuanto más se acote el concepto de insolvencia inminente, menos serán las opciones en el elenco de

actuaciones de los administradores y cuanto más se acote los posibles plazos de la misma, más condicionada estará su actuación. Para muestra un ejemplo, ante la caída de ingresos por pérdida de contratos clave y aun no estando en una situación de insolvencia inminente en sentido estricto sino de previsión de dificultades que podrían conducir a la misma, un administrador diligente podría iniciar un marco de reestructuración, proponer un marco de renegociación contractual a sus proveedores, o solicitar el adelanto de la figura del administrador de la reestructuración como elemento de garantía y supervisión para los acreedores afectados por la propuesta. Margen de maniobra que no existiría si identificáramos el presupuesto objetivo con el plazo de 90 días del art. 2.4 LC o 2.4. 5º PTRLC o con un criterio estricto de iliquidez ante un horizonte temporal de pagos. Abogo, pues, por una redefinición amplia de la insolvencia inminente o por el señalamiento de fases dentro de la misma con el fin de no coartar la respuesta diligente de los administradores o de privar de efectos jurídicos muy necesarios a posibles manobras en interés de la viabilidad.

El segundo mandato, la actuación diligente, estaría ya comprendido en el art. 225 del TRLSC, aunque podría añadirse como concreción específica a la ley. Representa propiamente el contenido de la *wrongfull trading* británica, la definición del tipo de acciones y operaciones que no deberían hacer en una situación de riesgo de insolvencia (aunque esta no sea inminente). En el mundo anglosajón, este deber de diligencia implica la no cobertura por la regla del *business judgement rule* (art. 226 TRLSC) de aquellas operaciones que ponen en riesgo la viabilidad empresarial, bien entendido que el administrador sí podrá realizar operaciones de riesgo y perder en su realización sin consecuencias, mientras pueda acreditar la lealtad de la operación respecto a los acreedores, el ajuste a los procedimientos de decisión y la utilidad de la misma respecto a sus efectos previstos en la viabilidad, con independencia de que no se hayan producido. Y por supuesto, también incluirían este mandato negativo todas aquellas operaciones contrarias al principio de actuación leal de los art. 227, 228 y 229 TRLSC, es decir, operaciones sin respeto al procedimiento de decisión, en beneficios de clases de socios o terceros, operaciones con sujetos especialmente relacionados y operaciones en conflicto de interés. En este caso, nuestra ley no necesita mayor adaptación para realizar el encaje de los supuestos a la norma vigente.

El único problema, que sí que requeriría una concreción de nuestro legislador, es el relativo al uso de la información sobre el riesgo de insolvencia, a la luz del art. 228.1 b); deber de guardar secreto sobre las informaciones, datos, informes o antecedentes a los que haya tenido acceso en el ejercicio del cargo, mandato que, de ser interpretado literalmente, entraría en contradicción con el mandato de transparencia informativa de la Directiva 2019/1023 o conduciría a no reaccionar ante la presencia de indicadores internos de crisis que no sean hechos públicos, sin el respaldo de la junta de socios. Urge, pues, otra reforma ineludible en la trasposición de la Directiva de reestructuración, cual es la determinación de los niveles de publicidad sobre los mecanismos de alerta internos y externos, a fin de fijar el campo de actuación lícita del administrador en el cumplimiento del art. 19 D. 2019/1023. Aún más, en esta misma línea, la trasposición de la Directiva debería aclarar la extensión de los deberes reserva/información/publicidad a los directivos no pertenecientes al órgano de dirección, sobre los que recae un riesgo común por el uso de la información con los administradores en sentido estricto. Finalmente, he aquí un supuesto que podría ser identificable como de posible aplicación del art. 197.6 TRLSC (responsabilidad del socio por la información solicitada).¹⁷⁸

VII.- RECAPITULACIÓN CRÍTICA SOBRE LA CRISIS DE LA FUNCIÓN DE LOS CAPITALES NOMINALES. DE LAS SOCIEDADES DE CAPITAL A LAS SOCIEDADES DE MÓDULOS DE RESPONSABILIDAD.

Llegado este punto de la explicación, creo obligado hacer una crítica general, y sobre todo, ofrecer propuestas de reforma y mejora de la situación. No hacen falta grandes argumentaciones y basta con aplicar sentido común y estadística para afirmar que el principio nominalista del capital social está en crisis como instrumento de garantía y seguridad en tráfico jurídico frente a socios y terceros.

1.- Resulta evidente que el Derecho de sociedades actualmente vigente no garantiza los recursos propios mínimos necesarios para asegurar el buen fin de la explotación. Y que

¹⁷⁸ ECHEBARRÍA SÁENZ, M., “La responsabilidad del socio por la información solicitada” en *Junta General y Consejo de Administración de la Sociedad cotizada Estudio de las modificaciones de la Ley de Sociedades de Capital introducidas por las Leyes 31/2014, de 3 de diciembre, 5/2015, de 27 de abril, 9/2015, de 25 de mayo, 15/2015, de 2 de julio y 22/2015, de 20 de julio*. Fernández Artigas (dir), Aranzadi, 2016, págs. 225-239.

ello es así en dimensiones que ya afectan de manera percibible a la seguridad en el tráfico jurídico.

2.- Tampoco parece que la estructuración del capital en participaciones dotadas de nominales sea el mecanismo organizativo necesariamente más más apto. La práctica demuestra que es fácilmente sustituible por la noción de cuota y que las garantías sobre los contenidos de Derecho quedan suficientemente cubiertas mediante los mecanismos de anotación en cuenta como registro de los derechos de voto, derechos y cargas especiales, constitución de derechos reales limitados o cualquier otra circunstancia de la acción como título o de la participación como parte alícuota del capital y manifestación de la posición de socio. La permanencia de los nominales en las acciones y participaciones, en este sentido, es tan sólo una opción vinculada al mantenimiento de la cifra de capital social.

3.- A la vista de la débil capitalización material de las sociedades españolas y del triste papel que la mayoría de ellas hace en los contextos de crisis, es necesario preguntarse el porqué del empeño en conducir a la empresa hacia la forma societaria como instrumento único de gestión empresarial. Es obvio para todos que la proliferación de sociedades y en especial de sociedades unipersonales, obedece al lógico deseo del empresario de obtener los beneficios de la limitación del riesgo/responsabilidad. Nuestro ordenamiento ofrece sólo dos alternativas básicas, la condición de empresario individual, sometido al principio de responsabilidad universal del art. 1911 C.C., o la constitución de sociedades, aun unipersonales y de débil capitalización, pero con el beneficio de limitación del riesgo. La situación intermedia del emprendedor de responsabilidad limitada, ha tenido un éxito limitado, tropieza con la práctica de la exigencia de garantías individuales que las compañías de crédito aplican a todo profesional individual (y a toda sociedad unipersonal o débilmente capitalizada) y, en realidad, no ofrece un mecanismo de organización de la actividad empresarial, ni un régimen fiscal específico delimitado con precisión. Resulta evidente la necesidad de cuestionarse por qué no consideramos la idea de los patrimonios de afectación al tráfico mercantil, ya implantados en Estados referentes como Francia, y que tendrían la virtud de ofrecer el beneficio de limitación de responsabilidad o control del riesgo comercial, de dotar de un estatuto jurídico a una empresa en sentido material bien definida, y de

aligerar a los pequeños profesionales de los farragos y costes de la gestión societaria. Formalidades y gastos que raramente cumplen, conduciendo a fracasos como la proliferación de sociedades irregulares, la extensión de responsabilidades a los gestores de las sociedades unipersonales por defectos de publicidad y defectos de formalización de la gestión societaria o por inmixción en la gestión.

4.- También resulta relativamente fácil defender que es un error encomendar en exclusiva los mecanismos de garantía crediticia al sistema concursal, incluso con la extensión del mismo a los diversos procedimientos preconcursales de re-estructuración. El propio Derecho concursal es consciente de ello, como demuestra su progresiva conversión desde un sistema de solución de la insolvencia a un sistema de reestructuración. La situación actual, sin embargo, adolece de cierta indefinición.

Indefinición por inexistencia de una línea nítida de separación entre los mecanismos judiciales de prevención de la insolvencia y reestructuración de la deuda judicializados y los propiamente particulares. Indefinición entre los mecanismos de control internos aplicables al seno de las sociedades mercantiles y los externos, o de garantía pública. E indefinición entre los recursos del Derecho societario, como Derecho de composición privada de intereses y los recursos del Derecho concursal, como Derecho de garantía pública colectiva. La seguridad en el tráfico de los acreedores parece haberse encomendado sólo a la última ratio de los procedimientos concursales, pues el derecho societario se ha retraído e inhibido, en lo que en el fondo es una opción de política jurídica cómoda para los titulares de la propiedad, los grandes detentadores de acciones, y los titulares de los créditos privilegiados. El sistema actual sólo satisface a los mismos sujetos de interés: principalmente a compañías de crédito y compañías financieras o de inversión. Lo que en el fondo suele ser lo mismo, si consideramos la existencia de los grandes grupos bancarios. Socios-accionistas ven suficientemente representados sus intereses de propiedad en la gestión societaria, con independencia de la trascendencia de su inversión para el sistema de garantía del crédito. O por decirlo de otra forma, la protección de un inversor en sociedades, está sobre dimensionada frente a la protección de un acreedor ordinario por cuantía muy superior. La titularidad del crédito ordinario posee un estatuto de riesgo muy superior a la titularidad de la inversión societaria. Además, a medida que subimos en la escala de dimensión

económica, se produce una mayor confluencia entre titulares de las acciones y titulares de la financiación y del crédito societario. Las entidades de crédito y compañías financieras, en una economía bancarizada como la española, son a un tiempo las titulares de las decisiones de inversión, a través de las sociedades de gestión de la inversión colectiva, las supervisoras dotadas de información privilegiada sobre la solvencia de la empresa, a través del control del crédito y los depósitos, y las titulares de los créditos privilegiados, como condición de financiación. Pero es que, además, son también los únicos sujetos legitimados en nuestro sistema de refinanciación de la deuda y los únicos que pueden obtener los beneficios pre-concursales mediante la homologación judicial de sus convenios. Llegados a la insolvencia, vuelven a ser los acreedores en mejor situación por efecto de las garantías y homologaciones pre establecidas. O, dicho de otra manera, este sistema no funciona en favor de los acreedores ordinarios, ni favorece los intereses de los pequeños inversores aislados.

5.- Siguiendo con la expresión de frustración que implica la conclusión precedente, sugiero la promoción de un rearme del Derecho societario y una profunda reconsideración de los tipos sociales y de su función. Dejando aparte una vez más el caso de la sociedad cotizada, que sí es una sociedad de capital, deberíamos reconsiderar el paso a un sistema que sea más flexible, a la par que más garantista. Y para ello, considerar cuestiones como el abandono del obsoleto sistema de capitales mínimos, que formulado en abstracto no aporta garantía de funcionalidad.

6.- En este sentido sugiero la sustitución de las cifras de capital mínimo por **escalas o módulos de responsabilidad**, en un tipo basado en test de solvencia adecuados al desempeño económico de la sociedad en el mercado. Considerar, a estos efectos, que tanto o más útil que un capital nominal es cualquier tipo de garantía o respaldo financiero del que disponga la sociedad. Que más útil que fijar una cifra referente de capital, es fijar una proporción entre recursos propios y pasivo, o entre crédito disponible y débitos provisionados. Que los mecanismos de gestión responsable frente a todo tipo de crédito, deben ser interiorizados en el propio tipo social, con independencia de que existan mecanismo de control externo a disposición del mercado.

– Y en este sentido, meditar el abandono de las participaciones sociales dotadas de nominal. Abandonado prácticamente el sistema de emisión de títulos materiales, la

emisión de anotaciones con nominales que sólo representan una aportación histórica aporta escasas ventajas a la gestión societaria y a la transparencia en el mercado. Abandonemos el principio nominalista y pasemos a las acciones de cuota, definiendo su contenido económico y político.

- Abandonemos las cifras de capital social como parámetro de referencia en la conservación de cifras de retención o recursos propios ante las operaciones de reparto de beneficios, disminución de capital, autocartera, asistencia financiera, amortización de acciones por rescate etc. etc... En su lugar, referenciamos los test de solvencia a cifras de patrimonio neto.

- Interioricemos en el seno de los tipos sociales los mecanismos de alerta temprana del riesgo de insolvencia, estructurando con precisión los deberes de los administradores y la participación de los socios en el proceso de respuesta.

- Añadamos a los test estáticos, basados en datos del balance, el complemento de test de liquidez, basados en los flujos de caja. En un contexto de micro empresas y Pymes con escaso respaldo patrimonial los test de liquidez son esenciales como indicativo del límite de actuación en una gestión responsable, e igualmente, como indicador interno de las situaciones de debilidad.

- Y mejor aún, referenciamos las operaciones de control de solvencia, no en simples tests de balance o de liquidez, sino en tests de márgenes de solvencia o rentabilidad, al estilo de los que existieron en el §505 del Estatutos corporativo de California o de los que derivan de los controles de riesgo financiero, momento en el que realizaremos una auténtica función preventiva del riesgo de insolvencia.

- Diferenciamos entre las distintas realidades de las sociedades frente al riesgo de insolvencia: no todo test de solvencia aporta un criterio válido para todo tipo de sociedades, y es que en este campo no resulta apropiado establecer mecanismos en *tabula rasa* para situaciones diferentes. Un test de solvencia basado en el patrimonio neto resulta significativo en las sociedades de tamaño medio y grande, pues nos aporta una idea sobre la resistencia patrimonial de la sociedad y su posibilidad de ofrecer garantías en el tráfico que aumenten su capacidad crediticia. Nuestras estadísticas concursales, sin embargo, denotan la existencia de un gran número de micro empresas

sin un activo material digno de mención. En este tipo de sociedades, basadas mayormente en la prestación de servicios o en la intermediación con una plantilla reducida, los tests de balance/patrimonio neto no aportan un dato relevante. Aquí lo significativo son los *índices de rentabilidad* de la sociedad (Ebidta, Equity test), como indicativos de la adecuada proporción entre la realidad de los ingresos y el pasivo ordinario de la sociedad. Este tipo de test son, por lo demás, los que pueden denotar problemas de adaptación al ciclo económico y provocar la necesidad de una rápida respuesta.

- Tampoco podemos colocar en un mismo plano a las sociedades aisladas y a las integradas en grupos de sociedades de estructura vertical y jerárquica, pues los eventuales ciclos de riesgo de una filial se pueden ver compensados por la acción del grupo, y porque en última instancia puede ser posible la extensión de responsabilidades a la sociedad matriz en un procedimiento concursal. Aquí los tests de solvencia deberían contemplarse o al menos complementarse, con una base consolidada.

- Los expertos en análisis de riesgos, como referencia a considerar, tampoco aplican las mismas ratios a todo tipo de sujetos, pues ponen en consideración la incidencia del tamaño/volumen económico en la evaluación del riesgo. No se aplica la misma ratio a una sociedad con gran volumen de negocio y alto apalancamiento crediticio que a una sociedad con el mismo volumen de tráfico y una composición de pasivo centrada en las operaciones ordinarias del tráfico. En este sentido, considero posible efectuar posibles matizaciones sobre las ratios de liquidez exigibles en atención a criterios como el nivel de endeudamiento, la amortización/depreciación de los elementos básicos del activo (una cantera), la dependencia de los ingresos de factores sometidos a término (como la extinción de una concesión administrativa). Esta propuesta aún necesita mayor concreción y mejor justificación y por ello la considero provisional y sujeta a revisión.

- Todo ello requiere una reformulación de los deberes de diligencia de los administradores sociales y el traspaso más explícito de los *fiduciary duties* o de conceptos como el *wrongful trading* a nuestro ordenamiento. Una coherencia con el art. 19 de la D. 2019/1023 implica adelantar los deberes de gestión responsable de los administradores a un momento anterior al de la insolvencia inminente tal como se perfila hoy en el art. 2.3 LC.

- Estas reformas o nuevas inclusiones se pueden articular bien mediante reforma de los tipos sociales existentes (preferentemente de la SRL), bien mediante la formulación de un nuevo tipo social, basado no en la organización y defensa del capital social sino en la articulación de módulos de solvencia/responsabilidad como garantía del tráfico y de los intereses de propiedad, así como en consonancia con el criterio de la función social del capital social en un sistema sostenible, responsable, viable y comprometido con el entorno. Recuerdo que estamos inmersos en un proceso hacia un capitalismo socialmente responsable.¹⁷⁹

- La estrategia de implantación de estas reformas tiene varias posibilidades:

- Podemos realizar reformas puntuales en un sistema de parcheo progresivo, confiando en una futura reforma general europea de difícil producción.
- Podemos introducir las reformas propuestas en un tipo existente como la SRL, flexibilizando su régimen y permitiendo opciones de configuración del tipo a la carta en la ordenación del capital. Con ello crearíamos un tipo social complejo y muy flexible, como ocurre en el modelo de Delaware, pero mantendríamos en lo posible las estructuras conocidas y no entraríamos en conflicto con los mandatos de la segunda Directiva, ya que sólo hemos sometido a la S.A. al mandato de la misma y de sus modificaciones.
- Podemos formular un nuevo tipo social amparándonos en la soberanía estatal y en el principio de subsidiariedad unionista y ponerlo a competir con los tipos de sociedad de capitales. El mercado discriminará la utilidad y competencia de los diversos tipos.

¹⁷⁹ NAVARRO LÉRIDA, M.S. “Las empresas ante el espejo. Una revisión del concepto de interés social en la nueva economía. Economía colaborativa, información no financiera y Blockchain” en Revista de Derecho de Sociedades, Núm. 56 (Mayo-Agosto 2019), 2019, pág. RR 5.1. BUESO GUILLÉN, P.J., “Presentación en el Senado de EE.UU. del Proyecto de Ley denominado “Accountable Capitalism Act”, RDS, Nº 54, 2018. SANCHEZ CALERO GUILARTE, J. La propuesta Warren: Accountable Capitalism Act, en <http://jsanchezcalero.com/la-propuesta-warren-accountable-capitalism-act/> AA.VV., Making Capital Markets Work through Corporate Governance, MEHRA, m (Dir), WORLD COUNCIL FOR CORPORATE GOVERNANCE, 2020. JACKSON, K. Towards a Stakeholder-Shareholder Theory of Corporate Governance. A comparative Analysis. (Recurso electrónico). GELTER, M., “Taming or protecting the modern Corporation? Shareholder stakeholder debates in a comparative light.” NYU Journal of Law & Business, Vol 7 641-730.

- Dado que vivimos en la sociedad de la información, todos estos procesos de reforma no hay porque realizarlos en el vacío. Hoy en día es posible plasmar propuestas de márgenes de solvencia o de test de liquidez en aplicaciones susceptibles de instalarse en cualquier sistema contable, facilitando el conocimiento de los mecanismos de alerta temprana a las pequeñas sociedades y a los operadores con bajo grado de profesionalidad. Existen ya experiencias en el mercado, ofrecidas por sociedades y proyectos de reestructuración empresarial, en los que se soluciona la comprensión de los test de solvencia mediante programas y aplicaciones informáticas que dan una información de alerta totalmente intuitiva, sin necesidad de conocimientos jurídicos o económicos.¹⁸⁰ Incluso, si pensamos en el diseño de reformas de los tipos sociales o en el diseño de uno nuevo, antes de su aprobación sería posible hacer un estudio retrospectivo sobre una realidad representativa de las sociedades concursadas y no concursadas en los últimos años, para comprobar en qué medida habrían obligado a la adopción de medidas en fecha anterior al posible concurso.

7.- Resulta necesario fijar criterios de detección o alerta temprana de la insolvencia, tanto internos como externos, aunque su problemática sea distinta.

- Los indicadores internos implican la necesidad de redistribuir las funciones de los órganos de vigilancia y dirección, cuando existan, o la determinación de competencias en orden a la reacción ante el cumplimiento de los deberes de respuesta ante los verificadores internos de crisis. Los indicadores internos de crisis deben suponer al menos un derecho de información para los socios y necesitan una respuesta, que debería ser amparada por medidas de reconocimiento externo, como la suspensión de acciones en el período de negociación de posibles acuerdos o medidas de remoción.

- Los mecanismos externos, por su parte, nos llevan a la necesidad de redefinir la colaboración de los agentes del mercado, determinando quién ha de ser el responsable de reunir y procesar la información de los indicadores, y a quién ha de comunicarse el resultado de las alertas tempranas. Se ha de conjugar el necesario interés al conocimiento público de los indicadores de riesgo, con la necesaria reserva que requiere

¹⁸⁰ A modo de ejemplo proyecto Early Warning Europe.
<https://www.earlywarningeurope.eu/>

la elaboración y negociación de planes de viabilidad o respuesta. Pero en todo caso, lo que no resulta muy admisible es la asimetría de información de la que hoy disfrutan las entidades de crédito en relación al resto de operadores económicos. Una definición de escalas de solvencia y/o rentabilidad, probablemente nos permitiría conjugar un sistema inicial de alerta temprana, reservado al interior de la sociedad, con mecanismos de publicidad al mercado de los índices o ratios que implicaran un riesgo en el tráfico para los terceros afectados.

8.- Resulta necesario redefinir y efectuar una reforma completa de nuestro sistema de acuerdos de refinanciación y acuerdos extrajudiciales, simplificándolo, por un lado, redefiniendo los supuestos de reestructuración e insolvencia inminente, por otro, y flexibilizando el recurso a mecanismos de reestructuración que no se vinculen a la insolvencia inminente o actual, con reconocimiento de algún grado de tutela pre-concursal. Necesitamos redefinir y separar los procedimientos puramente judiciales de los no judiciales e intentar acabar con el predominio de la refinanciación por operadores financieros de nuestro actual sistema.

9.- En este sentido, sería necesario determinar cuáles de los efectos preconcursales clásicos estarían al alcance de un marco de reestructuración preventivo no judicializado. Nuestro actual sistema es poco generoso con la moratoria preconcursal, limitado en la concesión de inmunidad frente a la retroacción y excluyente en el régimen del *fresh money*. El tradicional recelo de nuestro ordenamiento hacia los acuerdos de reestructuración podría ser fácilmente compensado con una definición general más precisa de la concesión de crédito abusiva en perjuicio de la masa, llegado el concurso.

10.- Considero necesario potenciar la figura del supervisor, examinador o mediador, ahora administrador de la reestructuración, como un acicate para la conclusión de acuerdos de reestructuración, al ofrecer, no sólo posibilidades de mediación para la conclusión del acuerdo o de constatación de su ejecución, sino también posibilidades de control en interés del acuerdo y de la seguridad en el tráfico. El ejemplo norteamericano muestra una gran flexibilidad en las competencias otorgadas a esta figura, que podría convertirse en una base angular de la reestructuración.

11.- A modo de síntesis final, nuestras políticas jurídicas actuales en materia de tipos sociales y seguridad en tráfico jurídico no son verdaderamente coherentes con los objetivos de sostenibilidad, integración y responsabilidad social que enunciamos, por un lado, ni especialmente efectivas como técnica de promoción de proyectos empresariales viables, por otro. Frente a un sistema de parcheo continuo buscando el incremento de garantías suplementarias, aumentando a cuenta gotas el flujo de información, fiando la solución del problema al incremento de la responsabilidad de los administradores sociales, (a los que por otro lado se les dota de puertas de escape), sugiero una reconsideración de los tipos sociales y de las funciones del capital para adaptarlos a las necesidades del siglo XXI. El modelo actual ha nacido y se corresponde con un modelo económico que ha sido superado. Un modelo formalista, que genera una gestión no siempre comprensible para los gestores de pequeños proyectos y muchas veces atormentada por los efectos de esas formas. Un modelo centrado en la defensa de los intereses de propiedad, con consideración secundaria de los intereses de los acreedores y aún más lejana de los titulares de intereses colectivos. Un modelo que privilegia a los más fuertes, dotándoles de recursos en todas las fases del ciclo económico.

Atrevámonos a pensar las sociedades del siglo XXI sobre unas bases distintas.

Preciso:

No creo que sea necesario derribar el sistema actual, derogar los tipos sociales capitalistas y promover una revolución económica total. Los intereses en juego son demasiado fuertes para permitirlo y la sensatez no lo aconseja. Pero sí que veo posible abrir alternativas a tipos sociales más adaptados a los intereses de los pequeños operadores y de los acreedores no financieros. Abrir paso, y dar juego, precisamente, a las nuevas fórmulas de financiación entre particulares, y a un sistema más garantista para el tráfico económico. Pasemos de la idea del capital a la del ofrecimiento de una escala de módulos de responsabilidad, más transparentes y efectivos para la seguridad en el tráfico.

VIII.- BIBLIOGRAFÍA

AA.VV., AZOFRA, F./GARCÍA LLANEZA, R. “La reforma temporal de la causa de disolución por pérdidas graves” Boletín Uría Menéndez asociados (recurso electrónico).

AA.VV., BERMEJO GUTIÉRREZ, N.,/MARTÍNEZ FLOREZ, A.,/RECALDE CASTELLS, A. *Reestructuraciones de las sociedades de capital en crisis*. Civitas, Thomson Reuters, Cizur Menor, 2019.

AA.VV., BOSCHMA/LENNARTS/SCHUTTE-VEENSTRA., *Alternative systems for capital protection. Final report 2005*. Deventer Kluwer 2005.

AA.VV., ENRIQUES/MACEY, «Raccolta di capitale di rischio e tutela dei creditore: una critica radicale alle regole europee sul capitale sociale», en *Rivista delle Società*, 2002, págs. 93 y ss.

AA.VV., GARCÍA VIDAL, A./MAROÑO MARGALLO, M.M. “La sociedad de capital sin socios. ¿Quimera o realidad? En *RdS*, 2003, págs. 191-203.

AA.VV., HERBOSA MARTÍNEZ, I./ARENAS ALEGRÍA, C. “La Directiva 2019/1023 sobre reestructuración e insolvencia: su repercusión sobre las pequeñas y medianas empresas (PYMES)” En *Aranzadi Unión Europea*, nº 8/9 2019, pág. 12.1 y ss.

AA.VV. MEHRA, M. (Dir). *Making Capital Markets Work through Corporate Governance*, WORLD COUNCIL FOR CORPORATE GOVERNANCE, 2020.

AA.VV., PINTO, A./BRANSON, D., *Understanding corporate law*, Lexis Nexis, 4ª edición digital

AA.VV., BELTRÁN, E./ROJO, A., “El capital social mínimo, consideraciones de política y de técnica legislativas” *RDM* nº 187/188, 1988, 17 págs.

AMERICAN BAR ASSOCIATION. Model Business Corporation Act (2002) y (2016 Revision). Official Text with Official Comment and Statutory Cross-references. ABA 15-12-2018.

AHEDO PEÑA, O. “Marcos de reestructuración preventiva: regulación” En *Aranzadi Unión Europea*, nº 8/9 2019, pág. 7.1 y ss.

ALFARO ÁGUILA-REAL, J. “Administradores frente a accionistas y acreedores. Deberes de lealtad para los accionistas y obligaciones pactadas o legales para los acreedores” en AA.VV., BERMEJO GUTIÉRREZ, N./MARTÍNEZ FLOREZ, A./RECALDE CASTELLS, A. *Reestructuraciones de las sociedades de capital en crisis*. Civitas, Thomson Reuters, Cizur Menor, 2019, págs. 69-120

BACHNER, T., “Wrongful Trading: A New European Model for Creditor Protection?” En *European Business Organization Review*, vol. 5, nº2, 2004, págs. 293-319.

BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO, R.” Comentario al art. 2 de la Ley concursal”, en AA.VV., Comentarios a la ley concursal (estudio coord. por R. Bercovitz Rodríguez-Cano), Madrid, 2004, vol. I, pg. 41 y ss.

BOOT. “A chronology of the evolution of the MBCA” en *The Business Lawyer*, 2000, vol 56, págs. 63 y ss.

BUESO GUILLÉN, P. J., “Presentación en el Senado de EE.UU. del Proyecto de Ley denominado “Accountable Capitalism Act”, RDS, Nº 54, 2018.

CARDENAS SMITH, C., “La propuesta de Directiva sobre reestructuración temprana y su transposición al derecho español” RDCPC nº 29, 2018, págs. 227 y ss.

CNUDMI. Guía Legislativa de la Comisión de las Naciones Unidas para el Derecho Mercantil Internacional. Cuarta parte: Obligaciones de los Directores en el periodo cercano a la insolvencia, 2013.

EMPARANZA SOBEJANO, A., “Los nuevos deberes de los administradores frente a los acreedores en sociedades con dificultades económicas” en *Aranzadi Unión Europea*, nº 8/9 2019, pág. 11.1 y ss.

FORTUNATO, S., “Recenti Sviluppi della Riforma sulla Disciplina delle Crisi”, en *Riv. Dir. Comm.*, 2003, págs. 594-595.

GADEA, E., “La función de garantía del capital social y la capitalización adecuada en las sociedades cooperativas: una visión desde la ley vasca” *Anuario de estudios cooperativos*, Nº 1, 1996 págs. 357-372.

GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F. J. "Los marcos de reestructuración preventiva en el Derecho europeo: reflexiones sobre sus fundamentos normativos" en AA.VV., BERMEJO GUTIÉRREZ, N./MARTÍNEZ FLOREZ, A./RECALDE CASTELLS, A. *Reestructuraciones de las sociedades de capital en crisis*. Civitas, Thomson Reuters, Cizur Menor, 2019, págs. 35-68.

GELTER, M., Taming or protecting the modern Corporation? Shareholder stakeholder debates in a comparative light." *NYU Journal of Law & Business*, Vol 7 641-730.

GIRÓN TENA, J., *Derecho de sociedades anónimas*, Valladolid, 1952.

GOMEZ ASENSIO, C. *Los acuerdos de reestructuración en la Directiva (UE) 2019/1023 sobre marcos de reestructuración preventiva*, Thomson-Reuters Aranzadi, 2019.

GOMEZ ASENSIO, C. "Los deberes de los administradores en situación de insolvencia inminente en la propuesta de Directiva sobre marcos de reestructuración" en *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal* n.º 31/2019) smarteca) (10 páginas)

GORE f., "La notion de capital social" *Etudes offertés a Réne Rodière*, Paris, 1981,

HAMILTON. "Reflections of a reporter (of RMBCA)" *Texas Law Review*, 1985, vol 63, págs. 1455-1470

HIGH LEVEL GROUP. *Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*. (Informe Winter 4-11-2002).

IRIARTE IBARGÜEN, A. "Detección de insolvencias: Alertas tempranas", *Diario La Ley*, Nº 9573, Sección Temas de hoy, 13 de febrero de 2020.

JACKSON, K. *Towards a Stakeholder-Shareholder Theory of Corporate Governance. A comparative Analysis*. (Recurso electrónico)

KORCH. "Insolvenzrecht und Marktgesetze", en *Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht*, (ZHR) vol. 182, 2018, págs. 440 y ss.

KPMG. *Feasibility study on an alternative to the capital maintenance regime established by the Second Company Law Directive 77/91/EEC of 13 December 1976*

and an examination of the impact on profit distribution of the new EU-accounting regime. Main Report. Contract ETD/2006/IM/F2/71.

LÜTTER, M. (Hrs.), *Das Kapital der Aktiengesellschaft in Europa*, De Gruyter Recht, Berlin.

LÜTTER, M., *Kapital, Sicherung des Kapitalaufbringung in der Aktien und GmbH-Rechten der EWG*, Karlsruhe, 1964.

LÜTTER, M., *Legal capital in Europe*, De Gruyter, European Company and financial law review, special volume, págs. 1 y ss. y 159 y ss.

MACEY, J. R. *Macey on Corporations Laws*. Vol. 1, Wolters Kluwer. 2020. (Recurso electrónico).

MARÍN DE LA BARCENA, “El concepto de interés social como fin de la actividad gestora en la proximidad a la insolvencia”, *Gobierno Corporativo y Crisis Empresariales (II Seminario Harvard-Complutense de Derecho Mercantil)*, Madrid 2006, págs. 255 ss.

MERCADAL VIDAL, F., “Comentario al art. 2 de la Ley Concursal”, en AA.VV., *Comentarios a la Ley concursal* (estudio coord. por J. M. Sagrera Tizón, A. Sala Reixachs y A. Ferrer Barriendos), Barcelona, 2004, t. I, pg. 43 y ss.

MERCADAL VIDAL, F., “Pasivos financieros y homologación de acuerdos de refinanciación” *Anuario Dº Concursal* nº 45, 2018, págs. 121-131.

MIOLA, «Il sistema del capitale sociale e le prospettive di riforma nell diritto europeo delle società di capitali», *en Riv. Soc.* 2005, págs. 1264 y ss

MONTARANI, A. “Capitale nominale adeguato all’oggetto sociale o mezzi proporzionali alle dimensioni? (in margine alla riforma della legge generale sulle società della California)” *en Riv. Soc.* 1980, págs. 571 y ss.

NAVARRO LÉRIDA, M.S. “Las empresas ante el espejo. Una revisión del concepto de interés social en la nueva economía. Economía colaborativa, información no financiera y Blockchain” *en Revista de Derecho de Sociedades*, Núm. 56 (mayo-agosto 2019), 2019, pág. RR 5.1.

NICCOLINI, G. *Il capitale social minimo*, Milano, 1981, págs. 8 y ss.

PAYNE, J., “Schemes of arrangement y reestructuración de deuda en el derecho ingles” en RDCP nº 22, enero 2015, págs. 315-328.

PAZ ARES, C., “Sobre la infracapitalización de las sociedades” en *ADC*, 1983, págs. 1587 y ss.

PENADÉS FONTS, M., “El Brexit y los concursos internacionales de empresas” en *Anuario de Derecho Concursal*, nº 42, 2017, págs. 120 y ss.

PÉREZ DE LA CRUZ, *La reducción de capital en las sociedades anónimas y de responsabilidad limitada*, Bolonia, 1973.

PULGAR EZQUERRA, J. “Gobierno corporativo, sociedades cotizadas y proximidad de la insolvencia: Administradores, accionistas y acreedores” en RDCP nº 30, 2019 págs. 35-70.

PULGAR EZQUERRA, J., “Marcos de reestructuración preventiva y segunda oportunidad en la Directiva UE 2019/1023” En *La Ley digital*, 14-10-2019 nº 10039/2019.

PULGAR EZQUERRA, J., “Ley 9/2015 de reforma urgente concursal. Comunicación "ex" art. 5.bis, ejecuciones singulares y compensaciones contractuales de derechos de crédito” en RDCPC nº 23, 2015, págs. 31-53.

PULGAR EZQUERRA, J., “Reestructuración empresarial y potenciación de los acuerdos homologados de refinanciación” RDCP nº 22, 2015, págs. 6 y ss.

PULGAR EZQUERRA, J., “Art. 2. El Presupuesto Objetivo del concurso”, en *Comentario a la ley concursal*, (GUTIÉRREZ GILSANZ, A./ARIAS VARONA, J./MEJÍAS LÓPEZ, J./PULGAR EZQUERRA, J., (Dir.), Wolters Kluwer, 2016, págs. 132-168.

QUIJANO GONZÁLEZ, J., “Capital social y pérdidas cualificadas: deberes y responsabilidades de los administradores” en *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal* n.º 31/2019 (smarteca; 10 págs.)

REFOR CGE. “Principales variables concursales desde el servicio de estudios REFOR CGE” en RDCP nº 30, 2019, págs. 365-369.

ROJO, A., “La propuesta de Directiva sobre reestructuración preventiva”, *Anuario de Derecho Concursal*, nº 42, 2017, págs. 9 y ss

RUBIO VICENTE, P. J., “Perspectivas de Reforma de la Legislación concursal italiana”, en *R.C.P.*, 2004, núm. 1, pgs. 352 y ss

RUBIO VICENTE, P., “Prevención de la insolvencia y propuestas de reforma” en *RDCP*, nº 4, 2066, págs. 187-210.

RICKFORD, *Reforming Capital*, 15 *European Business Law Review*, 2004, págs. 919 y ss.

SANCHEZ CALERO GUILARTE, J. La propuesta Warren: Accountable Capitalism Act, en <http://jsanchezcalero.com/la-propuesta-warren-accountable-capitalism-act/>

SANCHEZ GIMENO, S., “Los acuerdos singulares de refinanciación” en Los acuerdos de refinanciación y reestructuración. X Congreso Español de Derecho de la Insolvencia. ROJO, A/CAMPUZANO, A. (Dir.). Pág. 126 y ss.

SÁNCHEZ MIGUEL, «La fundación retardada», en ALONSO UREBA y otros (Dir.), *Derecho de Sociedades Anónimas, I, La Fundación*, Madrid 1991, págs. 775 y ss.

SANCHO GARGALLO, I., “Homologación, eficacia, impugnación y rescisión de los acuerdos de refinanciación” en *Acuerdos de refinanciación, convenio y reestructuración. Las reformas de 2014 y 2015 de la Ley concursal*. DÍAZ MORENO, A./LEÓN SANZ, F. J. (Dir. Cizur Menor, Aranzadi, 2016, págs. 145-182.

SCHMIDT, K., *¿Desbanca el derecho concursal al derecho de sociedades?* La Ley digital, 595/2015, págs. 1-12.

SCHMIDT, K., “Reestructuración empresarial: ¿una cuestión de derecho de sociedades o una materia de derecho concursal?” en *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, Nº 31, 1 de julio de 2019, págs. 1-9.

SCHMIDT, K., “Derecho de sociedades y Derecho concursal en Alemania –problemas de organización en sociedades anónimas insolventes” *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, Nº 5, Sección Reseña legislativa española y comparada, Segundo semestre de 2006, pág. 339 en *La Ley digital*, 2429/2006 de 3-12-2019.

SPINDLER, G. "Trading in the vicinity of insolvency: considerations under the proposal of Directive and the INSO. A german perspective" en AA.VV., BERMEJO GUTIÉRREZ, N.,/MARTÍNEZ FLOREZ, A.,/RECALDE CASTELLS, A. *Reestructuraciones de las sociedades de capital en crisis*. Civitas, Thomson Reuters, Cizur Menor, 2019, págs. 121-136.

VAQUER MARTIN, F.J., "La homologación judicial de acuerdos de refinanciación tras la ley 17/2014", en RDCPC nº 22,2015, págs. 223-240.

VELASCO SAN PEDRO, L. "La adaptación del derecho español a la reforma de 2006 de la segunda Directiva sobre la constitución y el capital de la sociedad anónima" en *Revista de Derecho de Sociedades* num.31 2008 2 parte Estudio.

VELASCO SAN PEDRO, L., "El régimen transitorio del *fresh money* de socios y otras personas especialmente relacionadas con el deudor" RDCP nº 22, 2015, págs. 51-57.

VELASCO SAN PEDRO, Luis. "Uniones de empresa y tutela del capital social" en *Jueces para la democracia*, nº 6, 1989, págs. 19-30.

VIERA GONZÁLEZ, J., "la sociedad privada europea: una alternativa a la sociedad de responsabilidad limitada" en RDM, nº 270, 2008, págs. 1331-1392