

Revista Chilena de Derecho Privado

Revista Chilena de Derecho Privado

ISSN: 0718-0233

claudia.bahamondes@udp.cl

Universidad Diego Portales

Chile

Goldenberg Serrano, Juan Luis

MECANISMOS DE PROTECCIÓN A LOS ACREEDORES DE UNA SOCIEDAD DE  
RESPONSABILIDAD LIMITADA INFRACAPITALIZADA. ANÁLISIS CRÍTICO Y  
PROPUESTA DE SOLUCIÓN

Revista Chilena de Derecho Privado, núm. 27, diciembre, 2016, pp. 141-225

Universidad Diego Portales

Santiago, Chile

Disponible en: <http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=370849390004>

- Cómo citar el artículo
- Número completo
- Más información del artículo
- Página de la revista en redalyc.org

redalyc.org

Sistema de Información Científica

Red de Revistas Científicas de América Latina, el Caribe, España y Portugal

Proyecto académico sin fines de lucro, desarrollado bajo la iniciativa de acceso abierto

# MECANISMOS DE PROTECCIÓN A LOS ACREEDORES DE UNA SOCIEDAD DE RESPONSABILIDAD LIMITADA INFRACAPITALIZADA. ANÁLISIS CRÍTICO Y PROPUESTA DE SOLUCIÓN

## CREDITOR PROTECTION RULES IN UNDERCAPITALIZED LIMITED LIABILITY COMPANIES. CRITICAL ANALYSIS AND A PROPOSAL OF SOLUTION

*Juan Luis Goldenberg Serrano\**

### RESUMEN

141

El presente estudio se enfoca en determinar si es posible (y deseable) construir un deber implícito de adecuada capitalización como contrapartida a la limitación de responsabilidad de los socios, especialmente al tiempo en que las soluciones comparadas han crecientemente desarticulado la función de garantía del capital. Aun cuando pueda apreciarse la necesidad de protección de los acreedores en razón de la traslación del riesgo que producen tales reglas, consideramos que tal deber solo sería posible en la medida en que pudiese determinarse la existencia de deberes fiduciarios de los socios y de la administración a favor de los acreedores, mediados o no por la sociedad deudora, y que ellos devienen de la proximidad de la insolvencia en escenarios de infracapitalización. Sin embargo, la eficiencia de las soluciones legales que se estructuren en torno a dicho deber podrá ser puesta en entredicho en la medida en que, por una parte, se ha

---

\* Doctor en Derecho, Universidad de Salamanca. Profesor de Derecho Civil de la Facultad de Derecho de la Pontificia Universidad Católica de Chile. Dirección postal: Av. Libertador Bernardo O'Higgins N° 340, Santiago. Correo electrónico: jgoldenb@uc.cl. Artículo recibido el 29 de febrero de 2016 y aceptado para su publicación el 17 de octubre de 2016.

Este trabajo se inscribe en el proyecto FONDECYT regular N° 1150182 "La subordinación legal de créditos en la nueva legislación concursal".

debilitado la función de garantía del capital social y, por la otra, la ciencia económica no ha llegado a acuerdo sobre la adecuada conformación del capital, amenazando la certeza jurídica y destruyendo la justificación misma de las reglas de limitación de responsabilidad basadas en las ventajas sociales vinculadas a ellas.

Palabras clave: Responsabilidad limitada, protección de los acreedores, capital social, infracapitalización, deberes fiduciarios.

#### ABSTRACT

This paper focuses on determining if it is possible (and desirable) to construe an implicit duty to adequately capitalize a company as a counterbalance for the limitation of the liability of the shareholders, especially when many compared legal systems have been increasingly deactivating the protective function of the capital toward the creditors. Even though creditor protection rules may be required in order to confront the shift of the risk toward them that such limitation imposes, we claim that this argument may only stand as long as it is supported by the existence of fiduciary duties of the shareholders and the management in favor of the creditors, mid or not by the debtor company, and that such duties arise from the proximity of the insolvency in undercapitalization scenarios. Nevertheless, the efficiency of the legal solutions structured over such implied duties may be questioned considering that, on the one hand, the security function of the capital has been diminished, and, on the other, that the economic science has not reached an agreement on the proper composition of the capital, so that legal certainty may be threatened by the said responses, destroying the justifications of the limited liability rules based in their social benefits.

Key words: Limited liability, creditor protection, legal capital, undercapitalization, fiduciary duties.

#### I. INTRODUCCIÓN

Son muchos los aspectos en los que los deslindes entre el Derecho Societario y el Derecho Concursal se tornan difusos, en especial en aquellos casos en los que el legislador pretende dar alguna suerte de protección a los acreedores en el desarrollo de los negocios sociales. Un claro punto de inflexión en la materia se presenta en aquellas estructuras societarias en las que, producto de la limitación de la responsabilidad de los socios,

el riesgo de la operación grava con mayor fuerza a los acreedores. Como contrapeso, habitualmente los ordenamientos suelen diseñar fórmulas mediante las cuales se pretenden evitar los comportamientos estratégicos de los socios y de los órganos de administración o de dirección<sup>1</sup> a efectos de deteriorar aún más las posibilidades de cobro de los acreedores externos, en particular, por medio del recurso de fortalecer la noción de un fondo de responsabilidad adecuado para soportar las deudas sociales<sup>2</sup>.

El problema se producirá al tiempo de apreciar la real necesidad de estas herramientas de resguardo, sea en sede societaria o concursal, ante la alternativa de que el mercado propicie soluciones negociales bastante más concretas para fortalecer los intereses de los acreedores. Al mismo tiempo, surgirán críticas al constatar que en la actualidad no encontramos en los ordenamientos fórmulas que dispongan de un deber explícito consistente en una adecuada capitalización de la sociedad<sup>3</sup>, que iluminaría todo el Derecho Societario a fin de consagrar verdaderos deberes fiduciarios a favor de los acreedores, justificando dogmáticamente toda suerte de reacciones jurídicas frente a su incumplimiento. El punto queda, incluso, en duda al tiempo que la literatura moderna ha dado cuenta de la crisis de la función de garantía del capital, tan propio del Derecho Continental, y la consagración de nuevos tipos societarios que desestiman el capital mínimo a través de Europa.

El presente trabajo plantea dudas sobre la correcta construcción de los mecanismos que pretenden conceder una protección a los acreedores ante escenarios de infracapitalización, ahí donde no puedan concederse criterios claros para la fijación de parámetros para ponderar una correcta dotación de recursos a la sociedad. Lo anterior ha llevado a que los ordenamientos den cuenta de fórmulas abiertas sujetas a la interpretación judicial, ocasionando problemas de certeza jurídica en atención a que la doctrina económica no ha logrado resolver el nudo gordiano del adecuado equilibrio entre recursos propios y ajenos. O, incluso, a fin de facilitar la medida de resguardo se ha llegado a obviar cualquier descripción del desequilibrio, generando medidas automáticas en las que la imputación objetiva se basa en la posición de control del acreedor.

Para estos efectos, no nos centraremos en un ordenamiento en particular, sino que es nuestro objetivo llevar a cabo una visión panorámica

---

<sup>1</sup> Para los efectos de este trabajo, se utilizarán como sinónimos “órganos de administración”, “administración social”, “órgano de dirección” y “directorio”, en atención a las diversas nomenclaturas utilizadas por los ordenamientos consultados.

<sup>2</sup> ULMER (1998), pp. 49, 81 y 82.

<sup>3</sup> A pesar de esta falta de formulación expresa, se ha indicado que dicho deber se encontraría reconocido en el ámbito normativo, aun cuando sea casi imposible la fijación de las reales necesidades financieras de una determinada actividad empresarial. BOLDÓ RODA (1996), p. 424.

del problema y de las dificultades que cada una de las soluciones ha presentado con relación con su justificación jurídica<sup>4</sup>. De este modo, el estudio se estructura sobre la base de la comprensión de los argumentos que promovieron la incorporación de las reglas de responsabilidad limitada en diversos modelos societarios, especialmente fundados en las ventajas sociales vinculadas a ellas; observando, asimismo, los efectos que tal solución produce en razón de la evidente traslación del riesgo a los acreedores (sección II). Luego, se pretende dar cuenta de las múltiples posibilidades de contrapeso que han ofrecido los ordenamientos jurídicos para proteger a los acreedores, particularmente ante supuestos de infra-capitalización. Para ello, el estudio se iniciará con la configuración de la función de garantía usualmente asociada al capital, como contrapartida histórica a la responsabilidad limitada, a efectos de comprender, acto seguido, el continuo debilitamiento de dicha construcción. Ello ha dado paso a soluciones basadas principalmente en la responsabilidad de los socios y administradores para dotar adecuadamente a la sociedad de recursos que sean suficientes para el desarrollo de su objeto, o a respuestas incardinadas directamente en la lógica concursal en el marco de la prelación de créditos. Se pretende conceder una mirada crítica respecto de cada una de tales soluciones en la medida en que se requiere de una correcta construcción doctrinal que permita justificarlas sobre la base de un deber implícito de capitalización que no logre desarticular completamente la lógica de la limitación de responsabilidad (sección III). Lo anterior nos permitirá utilizar los elementos de juicio que estimamos necesarios para formular una propuesta alternativa que tome en consideración las dificultades asociadas a cada una de tales soluciones ahí donde las legislaciones no han optado por explicitar un deber de capitalización adecuada, donde los contornos de tal adecuación son discutibles, incluso desde la perspectiva de la ciencia económica, y donde –finalmente– pueden ponerse en riesgo las ventajas sociales derivadas de la regla de limitación de responsabilidad (sección IV). Todo ello, para terminar con las conclusiones de rigor (sección V).

## II. JUSTIFICACIÓN Y EFECTOS DE LA RESPONSABILIDAD LIMITADA EN LA ESTRUCTURA SOCIETARIA

Debemos precisar que el otorgamiento del privilegio de la responsabilidad limitada fue el fruto de una decisión política (económica y so-

---

<sup>4</sup> Un análisis desde el punto de vista del Derecho chileno, con todas las particularidades de su régimen societario y concursal, queda especialmente reservado para un trabajo posterior.

cial)<sup>5</sup>, más que de la elaboración de una doctrina jurídica que la fundamentara completamente<sup>6</sup>. Se trata, como señala Heliodoro Sánchez Rus, de un reconocimiento que aparece en un momento tardío de la evolución de las sociedades de capital<sup>7</sup>, y, como agrega María Fernanda Vásquez Palma, posterior a la creación de la personalidad jurídica societaria<sup>8</sup>. Sin embargo, en los múltiples escenarios en que se dio esta discusión, es posible entender que la evolución misma de la teoría de las sociedades había mutado lo suficiente como para dar lugar a esta posibilidad<sup>9</sup>. El mecanismo de la previa aprobación estatal (sistema del *octroi*) estaba siendo reformulado, ya que su función había dejado de servir de medio para la constitución de monopolios legales para la estructuración de una empresa de interés público (o estatal)<sup>10</sup>. El modelo económico había dado curso a una mayor participación (y libertad) de los ciudadanos en materia económica, incluyendo el derecho de asociación, al tiempo que se había avanzado bastante en la construcción de la sociedad como persona jurídica independiente de sus asociados<sup>11</sup>.

<sup>5</sup> Al respecto, PRESSER (2012), p. 6 y VÁSQUEZ PALMA (2014), p. 109. Para un análisis de las posiciones presentes en el mundo anglosajón previo a su incorporación, véase HALPERN *et al.* (1980), pp. 117-118. Al respecto, nótese dos elementos fundamentales para nuestro análisis: por un lado, la posición contraria, fundada en la posible pérdida de acceso al crédito por parte de este tipo de sociedades, en razón de la traslación del riesgo a los acreedores y, por el otro, la posición favorable, medida especialmente en términos sociales, como un medio de financiamiento de las actividades empresariales de la clase media y baja. Sobre la construcción política detrás de la sociedad anónima, véase DE CASTRO Y BRAVO (1984), p. 28.

<sup>6</sup> Para una reseña de la evolución de las sociedades de capital, y, en especial, del concepto de capital y su vinculación con la responsabilidad limitada, véase SÁNCHEZ RUS (2012), pp. 125-236.

<sup>7</sup> SÁNCHEZ RUS (2012), p. 74.

<sup>8</sup> VÁSQUEZ PALMA (2014), pp. 106 y 109. Una mayor vinculación entre personalidad y limitaciones de responsabilidad es planteada por DÍAZ VILLALOBOS (2011), p. 115.

<sup>9</sup> Sobre los fundamentos básicos del Derecho Corporativo sin vínculo a la responsabilidad limitada, véase MANNING (1990), p. 10. A su vez, para un resumen de la evolución comparada de la inserción de la responsabilidad limitada en los diversos tipos sociales, véase DÍAZ VILLALOBOS (2011), pp. 116-120.

<sup>10</sup> En sistemas de *societates publicae*, en que, como indica DE CASTRO Y BRAVO (1984), p. 24, existía un “control directo del soberano en su nacimiento y administración, independencia de los gestores respecto a los socios, facultad discrecional de retirar la concesión, atribución de poderes propios de la soberanía...”. Desde esta perspectiva, VÁSQUEZ PALMA (2014), p. 112 explica la necesidad de reformular la lógica de la limitación de la responsabilidad, otrora fundada en el interés público permanente, a la noción de “la autonomía patrimonial y la insensibilidad entre los patrimonios de la sociedad y los socios”.

<sup>11</sup> Aun cuando la doctrina ha ofrecido una visión crítica en la dotación de dicha personalidad al resultado obtenido en razón de la celebración del contrato de sociedad. DE CASTRO Y BRAVO (1984), p. 23.

De tal forma, el interés estatal pasó de ser asociativo, en que la empresa había sido asumida como un medio de inversión a través de una fórmula concesional o *charter*, al propio de un ente recaudador interesado en que se lograra elevar el monto asignado por la vía de impuestos. O, a lo sumo, como un controlador de la transparencia y eficiencia del mercado de capitales, incluso por medio de una valoración previa de la adecuación del capital al giro de la empresa como un elemento de juicio para el otorgamiento de la autorización de existencia de la sociedad<sup>12</sup>. Esto supuso la necesidad de dotar de mayor estabilidad a la sociedad misma, hasta transformarla en una persona ideal, debiendo también instarse por la protección del negocio a través de la construcción de mecanismos que realmente posibilitaran la obtención de recursos. Estas circunstancias permitieron la comprensión de un fenómeno asociativo diverso al original, en que el otorgamiento de la personalidad jurídica a un fondo común destinado al ejercicio de una actividad habría de suponer, de modo consecuencial, la completa abstracción de los socios de las responsabilidades derivadas de aquel, justificando así el instrumento de la limitación de responsabilidad<sup>13</sup>.

Tal mecánica surge primigeniamente en el contexto de las sociedades de capital<sup>14</sup>, particularmente en las sociedades anónimas<sup>15</sup>, sobre la base de la desconexión entre la inversión y el poder de dirección de los inversionistas<sup>16</sup>. Se justifica en el núcleo tipológico de la *corporation* como una herramienta de reunión de capital de manos de un extenso grupo de inversionistas<sup>17</sup> y como un mecanismo de solución de los problemas de agencia vertical existentes entre los accionistas y la administración de la sociedad. Así, el catálogo de los beneficios identificados por la doctrina tradicional para tal limitación se encuentran:

- i) en el estímulo a la inversión pública, al producir certeza en el máximo de pérdida que puede experimentar el socio en razón del negocio en el que participa y en la disminución de los costos de supervisión que estos, de otro modo, deberían haber llevado

<sup>12</sup> Facultad que se conserva aún en algunos ordenamientos. Por ejemplo. BORETTO (2015), p. 2097, nos informa que la Dirección de Personas Jurídicas de Mendoza, por medio de resolución N° 2007, de 14 de octubre de 2009, determinó que ella evaluaría para cada sociedad la proporcionalidad entre el capital propuesto y el objeto que pretende desarrollarse,

<sup>13</sup> DE CASTRO Y BRAVO (1984), p. 29.

<sup>14</sup> En el contexto europeo, véase OTXOA-ERRARTE (2010), p. 34 y, en términos más generales, MÉNDEZ (2010), pp. 656-658.

<sup>15</sup> LAZO GONZÁLEZ (2012), p. 11.

<sup>16</sup> RODRÍGUEZ SÁNCHEZ (2007), recurso electrónico disponible en *CD Anuario de Derecho Concursal: 2003-2010* y ULBRICH (2011), p. 66. Respecto a este punto como un elemento crucial para la configuración de la responsabilidad de los administradores en el marco de la sociedad anónima, véase BARROS BOURIE (2006), pp. 814 y 815.

<sup>17</sup> MANNE (1967), p. 262; SÁNCHEZ RUS (2012), p. 74.

- a cabo para evitar la traslación del exceso de pérdida en sus patrimonios personales<sup>18</sup>;
- ii) en una medida de perfeccionamiento de la eficiencia de los mercados secundarios de las participaciones societarias, a fin de evitar que la valoración del comprador no se sitúe solo en la sociedad en sí sino, también, en la situación patrimonial y financiera de los demás asociados<sup>19</sup>, produciendo una difícil ponderación de los mismos y una deshomogenización de los títulos<sup>20</sup> y
  - iii) en la posibilidad de diversificación de los portafolios de inversión, como una herramienta de dilución del riesgo<sup>21</sup>, lo que también permite que la administración tome parte en negocios que pueden implicar un riesgo mayor, aunque con un valor presente positivo neto, sin comprometer con ello la riqueza de los socios<sup>22</sup>.

No obstante, la lógica justificativa de la limitación de responsabilidad en la sociedad anónima resulta aún discutible, por lo que puede entenderse como un privilegio exorbitante concedido a un tipo especial de inversionistas. Como señala Federico de Castro y Bravo, su análisis sobre la base de la desconexión entre el capital y la administración que ofrece en particular la sociedad anónima, no parece justificable si se estima que la gestión ha sido otorgada a quienes han actuado como mandatarios. De ser de este modo se trizaría la lógica del mandato en que el riesgo de la operación recaiga en cabeza de los mandantes, sea en razón de los beneficios o pérdidas<sup>23</sup>. De ahí que, más que comprenderse su incorporación al fenómeno societario por vía de una argumentación jurídica, solo pueda comprenderse en razón de las fundamentaciones económicas y financieras antes indicadas, y, en la esfera corporativa, desestimando la figura del mandato, a fin de comprender a la administración (directorío) como un órgano destinado al cumplimiento de un interés abstracto (el denominado “interés social”)<sup>24</sup>.

La posterior extensión de la limitación de responsabilidad a ciertas estructuras de sociedades de tipo más personalista (aunque aun de capital)

<sup>18</sup> EASTERBROOK y FISCHER (1985), pp. 94 y 95; DAVIES (2010), p. 57; SÁNCHEZ RUS (2012), pp. 70 y 71; DÍAZ VILLALOBOS (2011), p. 121; VÁSQUEZ PALMA (2014), p. 123.

<sup>19</sup> MANNE (1967), pp. 263-264; EASTERBROOK y FISCHER (1985), p. 95; ULBRICH (2011), p. 67; DÍAZ VILLALOBOS (2011), p. 123.

<sup>20</sup> DAVIES (2010), p. 58; ULBRICH (2011), p. 67; VÁSQUEZ PALMA (2014), p. 123.

<sup>21</sup> JENSEN y MECKLING (1976), p. 331; EASTERBROOK y FISCHER (1985), p. 94; ULBRICH (2011), p. 67; SÁNCHEZ RUS (2012), p. 71; DÍAZ VILLALOBOS (2011), p. 120; VÁSQUEZ PALMA (2014), p. 123.

<sup>22</sup> EASTERBROOK y FISCHER (1985), p. 97; ROTH y KINDLER (2013), p. 28.

<sup>23</sup> DE CASTRO Y BRAVO (1984), p. 25.

<sup>24</sup> Sobre las diversas formulaciones del interés social, véase DOBSON (2010), pp. 36-65.



requería de otras precisiones, dado que, por una parte, no era admisible asumir la ruptura entre el titular de la inversión y la administración de la empresa, ni por medio de ellas se pretendía la reunión de un amplio monto de capital para el desempeño de actividades de mayor escala<sup>25</sup>. La creación de la sociedad de responsabilidad limitada pretendió generar un tipo intermedio entre la sociedad anónima y las sociedades comerciales tradicionales (colectiva o en comandita)<sup>26</sup>, por medio de una estructura simplificada que estuviese, asimismo, dotada de la responsabilidad limitada<sup>27</sup>. La propagación del beneficio tuvo como fin incentivar el ejercicio de la actividad empresarial en todos sus niveles<sup>28</sup>, en especial tratándose de empresas de menor tamaño<sup>29</sup>, de nuevo a raíz de factores de política económica y social<sup>30</sup>. Como señala John Armour, en estos casos se trata de una regla que solo pretende la reducción del riesgo a ser asumido por los emprendedores, en especial aquellos que tienen aversión a dicho riesgo<sup>31</sup>.

El instrumento de la responsabilidad limitada surge como un elemento en el universo aún vago del Derecho Societario<sup>32</sup>, a modo de protección de un solo grupo de actores que participan en el desarrollo de la empresa: los socios o accionistas<sup>33</sup>. De ahí que la responsabilidad limitada sea de los

<sup>25</sup> Especial referencia debe efectuarse a la creación de las sociedades de responsabilidad limitada *GmbHG* en Alemania, el 20 de abril de 1892. Para un desarrollo histórico, véase ULMER (1998), pp. 22-31, y para su posterior desarrollo en Europa y América, véase VÁSQUEZ PALMA (2014), pp. 117-118. A partir de este aspecto, agrega la misma autora (p. 122), el aparente silogismo entre responsabilidad y gestión se ha diluido como justificación de la responsabilidad limitada.

<sup>26</sup> De ahí que GONDRA ROMERO (1987), p. 920 proponga que la creación de las sociedades de responsabilidad limitada haya respondido al hecho de la progresiva “rigidificación” del régimen de la sociedad anónima, dada por la irrupción de normativa protectora de ciertos grupos, como los accionistas minoritarios, inversores y acreedores. En similar sentido, ULMER (1998), pp. 22 y 23, argumenta que el origen de esta clase de sociedades en la Alemania de 1884 se produjo como respuesta al endurecimiento de la regulación de la sociedad anónima.

<sup>27</sup> SÁNCHEZ RUS (2012), p. 444. Sobre las opciones disponibles en el contexto europeo, mediando entre la configuración de una tipología adicional de sociedad (bajo el modelo originariamente alemán) y la diversificación de la regulación de la sociedad anónima (conforme al planteamiento inglés), véase GONDRA ROMERO (1987), pp. 923- 924.

<sup>28</sup> ULBRICH (2011), p. 68.

<sup>29</sup> EMBID IRUJO (2008), p. 23; OTXOA-ERRARTE (2010), pp. 36 y 37.

<sup>30</sup> ULBRICH (2011), p. 68.

<sup>31</sup> ARMOUR (2006), p. 18.

<sup>32</sup> Aun cuando LAZO GONZÁLEZ (2012), pp. 16-22 esboza algunas formulaciones de limitación de responsabilidad en el Derecho Romano, a partir de la idea de los patrimonios especiales.

<sup>33</sup> Véase DINE *et al.* (2007), p. 133, para referirse a la necesidad de establecer un modelo de justificación moral a la protección de los accionistas una vez que ya han sido resguardados por medio de mecanismos tales como la responsabilidad limitada.

socios, no de la sociedad<sup>34</sup>, y, en razón de ello, es que se puede producir un desequilibrio y una traslación del riesgo a otro grupo de partícipes en el emprendimiento, como son los acreedores<sup>35</sup>. No obstante, y a pesar de esta constatación, resulta acertado indicar que:

“en el proceso de modernización del Derecho societario ha sido la extensión de la responsabilidad limitada de manera uniforme a los tipos societarios, los que debido a este manto protector son las sociedades mayoritariamente elegidas por las partes al momento de revestir su empresa de personalidad jurídica”<sup>36</sup>.

Ahora bien, en la búsqueda de un mayor balance en la intervención legislativa, la lógica parece apreciar que esta solución resulta más eficiente, desde un punto de vista de bienestar social, que aquella dada por la continuación de figuras asociativas en la que los inversionistas debían responder –solidaria o subsidiariamente– de las deudas de la sociedad<sup>37</sup>. De este modo, Michael Jensen y William Meckling sostienen que en un modelo de responsabilidad ilimitada los socios deberían llevar cuenta de los pasivos de la sociedad, como también de la riqueza de los otros socios, considerando que el costo de supervisión podía resultar excesivo y dar pie a su reemplazo, vía negocial, por el pago de intereses más elevados a los acreedores sociales<sup>38</sup>. El costo implícito dado por la regla de la responsabilidad limitada se radica, en consecuencia, en cabeza de los acreedores<sup>39</sup>, especialmente en aquellos casos en los que los socios (o la administración) pueden llevar a cabo comportamientos oportunistas a efectos de beneficiar de manera indebida a los primeros<sup>40</sup>. Lo que ocurre, como explica Bayless Manning, es que los intereses de los socios y de los acreedores son opuestos, en la medida en que los primeros pretenden la minimización de los aportes y la maximización de las distribuciones, al tiempo que los acreedores pretenden justamente lo contrario, dando cuenta de un evidente conflicto de intereses<sup>41</sup>. Pero como bien señala Rosa Otxoa-Errarte, el conflicto y la traslación del riesgo no son íntegros, y

<sup>34</sup> MANNING (1990), p. 10.

<sup>35</sup> JENSEN y MECKLING (1976), p. 331; VÁSQUEZ PALMA (2014), p. 122.

<sup>36</sup> VÁSQUEZ PALMA (2014), p. 120. A lo anterior se agrega, como reporta LAZO GONZÁLEZ (2012), p. 12, la progresiva extensión de la limitación de responsabilidad a favor del empresario individual.

<sup>37</sup> Para un análisis económico de estas disposiciones, *vid.* ULBRICH (2011), pp. 65-71.

<sup>38</sup> JENSEN y MECKLING (1976), p. 331.

<sup>39</sup> OTXOA-ERRARTE (2010), pp. 38-43.

<sup>40</sup> DAVIES (2010), p. 61.

<sup>41</sup> MANNING (1990), p. 5.

tendrán lugar en aquellos casos en los cuales los acreedores “no pueden conseguir la satisfacción por parte de la sociedad”<sup>42</sup>, esto es, en una fase patológica del emprendimiento<sup>43</sup>.

### III. LOS MECANISMOS DE TUTELA DEL ACREEDOR EN ESCENARIOS DE LIMITACIÓN DE RESPONSABILIDAD

Bajo la idea de que la asignación de un mayor riesgo a los acreedores debe ser conciliada con un conjunto de reglas que pretendan un equilibrio en la balanza, tomó importancia la función que cumple el capital para el desarrollo de las actividades sociales<sup>44</sup>. Ello, en la medida en que se entienda que este representa

“el conjunto de recursos constituidos por los aportes de los socios para ser aplicados al giro social y al cumplimiento del objeto social”<sup>45</sup>.

La duda aquí se presenta no solo en la forma en que deben plantearse estas normas de protección en relación con el capital sino, incluso, si ellas deben ser de iniciativa previa del legislador o si resulta suficiente dejar la correcta distribución del riesgo a la lógica del mercado, previa negociación por parte de los intervinientes.

Respecto al trasfondo de las situaciones de infracapitalización (o ausencia de un capital adecuado, sea en relación con el monto requerido para el desarrollo de las actividades económicas de la sociedad, o con la forma escogida para la dotación de recursos, privilegiando el financiamiento interno)<sup>46</sup> se encierra una difícil discusión respecto a las funciones del capital como medio de resguardo a los acreedores<sup>47</sup>. Al respecto, veremos, se plantean diversas posibilidades, incluyendo el recurso a la negociación, o una intervención legal (en sede societaria o concursal). En este último caso, cabe preguntarse si es necesaria una adecuación de las reglas que pretenden la protección de los terceros a las realidades actuales de las estructuras asociativas y, en caso afirmativo, si las mismas deben tener un

<sup>42</sup> OTXOA-ERRARTE (2010), p. 39.

<sup>43</sup> ROTH y KINDLER (2013), p. 37.

<sup>44</sup> Sobre un catálogo general de medidas, véase VÁSQUEZ PALMA (2014), p. 123.

<sup>45</sup> VÍTOLO (2010), p. 339.

<sup>46</sup> Sobre la infracapitalización como un estado que, por lo tanto, requiere de cierta permanencia, véase BORETTO (2015), p. 2095.

<sup>47</sup> Para una revisión de las causas de dicho fenómeno, aunque con carácter restringido al ámbito de la realidad peruana, WALDE JÁUREGUI (2015), pp. 190-197.

carácter eminentemente preventivo, como supondría su establecimiento en el campo del Derecho Societario, o represivo, cuando estamos frente a la constatación real de la vulneración de los derechos de los acreedores en el cobro de sus créditos<sup>48</sup>. Ahora bien, dado que nuestro propósito se centra en la revisión de un deber implícito de una adecuada conformación del capital en las sociedades de responsabilidad limitada, el estudio se centrará, a continuación, en la identificación de las respuestas que se articulan en torno a la existencia o a la inexistencia de aquel, empezando por las respuestas contractuales, que parecen asumir que, de haberlo, este deber resulta insuficiente como medio de resguardo a los acreedores.

*1. Los mecanismos de solución contractual:  
la negociación de resguardos adecuados como alternativa posible,  
pero no infalible*

La alternativa de la protección de los acreedores por vía contractual no siempre supone una exclusión de la solución legal, sino que ella entiende que la tutela puede ser resuelta de manera más efectiva por medio de la negociación *inter partes*<sup>49</sup>. Lo anterior, considerando la posibilidad de que de manera contractual se revisen los verdaderos contornos del riesgo y se establezcan soluciones adecuadas (*taylor-fit*) para el caso<sup>50</sup>. No obstante, su formulación reposaría en la inexistencia de deberes abstractos de tutela del crédito, o que, de haberlos, no resultan convincentes como para que los acreedores queden lo suficientemente asegurados en razón de una inadecuada dotación de recursos para la sociedad. Así, Jennefir Payne señala:

“es difícil ver por qué los legisladores se encuentran en una mejor posición para otorgar los términos de los instrumentos de deuda que los usuarios de dichos instrumentos en la práctica, y si se requieren términos estándares parece sensato dejarlos a la generación por parte de los participantes en el mercado”<sup>51</sup>.

De tal suerte, la respuesta contractual se presenta en ambos límites de la materia: por una parte, observando a la regla de la limitación de la responsabilidad como una norma supletoria, en que, siendo renunciable por los socios, se lograrían evitar los problemas que ella puede presentar

<sup>48</sup> UMFÄHRER (2009), p. 18.

<sup>49</sup> SCHÖN (2004), p. 440.

<sup>50</sup> *Op. cit.*, p. 439; SÁNCHEZ RUS (2012), p. 114.

<sup>51</sup> PAYNE (2009), p. 133 (traducción del autor).

en el caso concreto<sup>52</sup>. Sin embargo, esta idea asume la existencia de tipos asociativos bastante más flexibles que aquellos que los ordenamientos jurídicos, en especial continentales, realmente ofrecen<sup>53</sup>. Pero si ello fuere posible, el riesgo volvería a trasladarse casi íntegramente en cabeza de los socios, perdiendo las ventajas sociales justificantes del instituto<sup>54</sup>, como consecuencia del hecho de que la pérdida de la limitación de responsabilidad beneficiaría a todos los acreedores sociales. No obstante, esta alternativa puede tener cierta lógica, por ejemplo, frente a sociedades en las que la valoración del riesgo es superflua o en que se esboza como la única de la que goza la sociedad para poder obtener un financiamiento externo sin tener que pasar por una transformación íntegra del tipo social.

En el otro extremo, manteniendo la regla de responsabilidad limitada, la solución contractual asume que tal situación puede arreglarse por medio de un ajuste al alza de la tasa de interés<sup>55</sup> o por la creación de garantías, sean personales de los socios, sean reales, asegurando el pago del crédito y minimizando los costos de supervisión<sup>56</sup>. O, en términos, incluso, más invasivos, por medio de una serie de obligaciones accesorias al otorgamiento del crédito (“*covenants*”)<sup>57</sup>, que pretenden un continuo acceso a la información financiera, legal, contable y operativa del deudor o, en casos más extremos, restan poder de dirección a sus órganos administrativos, requiriendo de una autorización previa de los acreedores frente a situaciones de peligro, justificables como medio de protección a fin de asegurar el pago de la deuda<sup>58</sup>. En estos casos, la consagración de estas medidas

<sup>52</sup> HALPERN *et al.* (1980), p. 119; DAVIES (2010), p. 62.

<sup>53</sup> CORAPI y DE DONNO (2009), p. 211, aunque exista una tendencia hacia la simplificación (p. 215).

<sup>54</sup> REYES VILLAMIZAR (2013), p. 99 agrega: “está demasiado afianzada la idea de la sociedad comercial como vehículo fundamental del sistema capitalista, cuyo principal incentivo consiste en la restricción del riesgo asumido por los inversionistas”.

<sup>55</sup> GULLIFER y PAINE (2011), p. 141.

<sup>56</sup> DAVIES (2010), p. 64. Así, SCHÖN (2004), p. 439 entiende que ello justifica el extensivo cuerpo de resguardos que usualmente se disponen en los financiamientos regidos por la ley estadounidense, en la que la protección de los acreedores en escenarios fuera del campo de la insolvencia corresponde esencialmente a la negociación del contrato.

<sup>57</sup> Para la revisión de la lógica y extensión de estas cláusulas, véase FERRÁN (1999), pp. 470-479.

<sup>58</sup> PAYNE (2009), p. 132; DAVIES (2010), p. 64. En este sentido, EASTERBROOK y FISCHER (1985), pp. 99 y 100, habían anticipado que la disminución de los costos de supervisión de parte de los socios a la administración dada por la regla de limitación de responsabilidad, y la consecuente traslación a los acreedores, también justifica un incremento en las tareas de supervisión por parte de estos últimos. Sin embargo, estos costos no son equivalentes por cuanto se mantiene la regla de “prelación” que transforma a los socios en *residual claimants*. Para un planteamiento crítico sobre la operatividad y racionalidad de estas medidas, véase ROTH y KINDLER (2013), pp. 30 y 31.

contractuales de tutela se presenta como un antídoto a la vaguedad (o, lisa y llanamente, la inexistencia) de los deberes que los ordenamientos consagran para que los administradores sociales cautelen los intereses de terceros financistas, en especial en aquellos casos en los que se avizora un riesgo más o menos cierto de pérdida del crédito y un comportamiento oportunista que mantenga la inclinación de la balanza a favor de los socios.

En particular, los así llamados *covenants* financieros constituyen cláusulas contractuales por medio de las cuales

“los acreedores pueden controlar las condiciones económico-financieras de la sociedad deudora y la conducta de sus dirigentes impidiendo o limitando tales distribuciones o la realización de otras operaciones susceptibles de poner en peligro la satisfacción de sus créditos”<sup>59</sup>.

En ellos conviven tres finalidades complementarias. Por una parte, generar incentivos a efectos de que la administración no reduzca el valor total de la empresa, principalmente como un medio en que resulten privilegiados los intereses de los accionistas disminuyendo las posibilidades de cobro de los acreedores. Luego, evitar una “modificación sobrevenida de su solvencia”<sup>60</sup> o, al menos, crear mecanismos de alerta a efectos de anticipar sus resultados. Y, finalmente, redistribuyendo los derechos de control de la sociedad entre los interesados (socios, directorio y acreedores), generando situaciones en las que los acreedores pueden intervenir en la administración de la sociedad, amenazando con una pérdida de acceso a las líneas de crédito o con el vencimiento anticipado de la deuda vigente<sup>61</sup>.

Sin perjuicio del amplio catálogo disponible para la configuración de estos *covenants* financieros, nos interesan en particular aquellos que pueden constituirse en un sustituto a las normas de conformación y mantención de capital. Su constatación lleva a Carmen Alonso Ledesma a indicar:

“podría decirse, en consecuencia, que en Estados Unidos, aunque el instituto del *legal capital* haya sido arrojado del Derecho de sociedades por la puerta, ha vuelto a entrar por la ventana a través de esta réplica contractual”<sup>62</sup>.

<sup>59</sup> ALONSO LEDESMA (2007), p. 142.

<sup>60</sup> SÁNCHEZ RUS (2012), p. 114.

<sup>61</sup> CHAVA y ROBERTS (2008), pp. 2095 y 2096.

<sup>62</sup> ALONSO LEDESMA (2007), pp. 143-144.

Desde esta perspectiva, las reglas legales no vienen sino a reemplazar estos estándares que podrían de igual modo lograrse por la mecánica contractual, solo como una norma de *default* cuya lógica se encuentra en la pretensión de disminuir los costos de transacción<sup>63</sup>. Pero dado que aquellas no siempre logran adecuarse rápidamente a las necesidades evolutivas del comercio, ni contemplar todas las formas de protección que son requeridas para una adecuada protección del crédito<sup>64</sup>, se da paso a la autonomía privada a efectos de ofrecer una correcta cobertura de los riesgos.

No obstante la lógica del planteamiento, los problemas generados por los mecanismos de solución contractual se producen por una dualidad de razones. En primer término, porque la ineficiencia de la regla subsidiaria no logra aliviar realmente los costos de transacción si la forma de protección debe ser revisada siempre por parte de los contratantes. Y, en segundo lugar, porque el establecimiento de una regla contractual no resulta una panacea si se aprecia que la diversidad de riesgos a los que se puede enfrentar una sociedad varía en el curso del tiempo, y no todos pueden ser correctamente ponderados a la época del acuerdo<sup>65</sup>. Cualquier norma así establecida puede ser objeto de una nueva revisión del contrato<sup>66</sup>, lo que resultará voluntario para el deudor, o sujetarse directamente a los riesgos del encierro de los deslindes fijados en el texto contractual (*lock-in*). En razón de este último aspecto, no es ilusorio imaginar que puede existir un incentivo a que los estándares de cobertura distinguibles en el otorgamiento del crédito superen los riesgos reales del negocio y se sitúen en un hipotético *worst-case scenario*, aunque ello puede ser compensado con el peligro de que por ello el acreedor sea considerado como un administrador de hecho o *shadow director*<sup>67</sup>. En este punto, una tutela más intensa incorporada negocialmente por el acreedor externo, intentando emular un deber fiduciario a su favor, podrá tener el inconveniente de generar una barrera protectora que ya se encontraría cubierta por la legislación societaria en general<sup>68</sup>. Aún más, una anticipación de la cobertura podrá implicar que la administración lleve a cabo proyectos de muy bajo riesgo, impidiendo la maximización de la riqueza de los socios –lo que usualmente se ha apreciado como uno de los principales objetivos del derecho societario–<sup>69</sup>, incrementando el riesgo de ahogar a la sociedad<sup>70</sup>.

<sup>63</sup> GULLIFER y PAINE (2011), p. 141.

<sup>64</sup> ARMOUR (2006), p. 21; GULLIFER y PAINE (2011), p. 142.

<sup>65</sup> KANDA (1992), p. 431.

<sup>66</sup> ARMOUR (2006), p. 12.

<sup>67</sup> PAYNE (2009), p. 125.

<sup>68</sup> SPINDLER (2008), p. 342.

<sup>69</sup> ARMOUR *et al.* (2009a), pp. 28 y 29.

<sup>70</sup> ARMOUR *et al.* (2009), p. 118.



Por otra parte, la doctrina nos informa que esta solución negocial resulta problemática porque ella supone que los acreedores han adquirido sus créditos en razón de una relación contractual y que, de manera adicional, poseen un poder de negociación tal que les permite llevar a cabo esta labor (los *adjusting creditors*), lo que claramente no se presenta en todos los escenarios (*non-adjusting creditors*)<sup>71</sup>. Aquí la respuesta puede encontrarse en sede concursal, donde suele establecerse una preferencia en el pago de cierta clase de acreedores que presentan este perfil (*v.gr.*, trabajadores, o, en términos más debatibles, el fisco en razón del cobro de los créditos públicos)<sup>72</sup> o en la exigencia legal de contratación de seguros de responsabilidad por daños respecto a los acreedores involuntarios por causa de responsabilidad aquiliana<sup>73</sup>. A nuestro juicio, el problema es que no siempre resulta fácil la identificación de esta clase de acreedores, de manera que la tipificación legal exigida para el otorgamiento del trato privilegiado del crédito no puede ser aplicada analógicamente a otros supuestos no concebidos por la norma, del mismo modo que la determinación del riesgo asumido por las compañías de seguros y la identificación de sus beneficiarios puede resultar imprecisa, a pesar de que ambos instrumentos pueden ser igualmente utilizados como medidas de disminución de riesgo.

Esta crítica también ha sido puesta en entredicho dada la posibilidad de que esta clase de acreedores involuntarios o sin poder de negociación se beneficien de forma indirecta de las restricciones impuestas por los acreedores que sí han logrado su inclusión (bajo la lógica del parásito o *free-rider*)<sup>74</sup>. Si bien ello puede ocasionar un fallo de mercado en cuanto a la distribución de los recursos destinados a la supervisión del deudor, nos parece que el punto problemático se plantea de modo diverso: no puede asumirse que el *adjusting creditor* negocie los términos de la operación tomando en consideración los intereses de todos los demás posibles acreedores involucrados, no solo si se estima su heterogeneidad<sup>75</sup> sino porque en la dinámica negocial se pretenderá únicamente la tutela de los propios intereses en relación con la posibilidad de pago de los créditos<sup>76</sup>. Ejemplos paradigmáticos de ello se encuentran en la fijación de una tasa

155

<sup>71</sup> DAVIES (2010), p. 70; GULLIFER y PAINE (2011), p. 142; DÍAZ VILLALOBOS (2011), pp. 124 y 125; REYES VILLAMIZAR (2013), p. 92.

<sup>72</sup> GOLDENBERG SERRANO (2013), *passim*.

<sup>73</sup> EASTERBROOK y FISCHER (1985), pp. 106-109.

<sup>74</sup> SCHÖN (2004), p. 441; ARMOUR (2006), p. 21; PAYNE (2009), p. 133; GULLIFER y PAINE (2011), p. 142.

<sup>75</sup> ARMOUR (2006), p. 21.

<sup>76</sup> De hecho, como nos indica FERRÁN (1999), p. 486, el interés individual establece un límite en el papel que los prestamistas tienen en la supervisión de la gestión corporativa.



de interés más elevada y en la constitución de garantías personales o reales cuyos efectos solo favorecen al acreedor garantizado<sup>77</sup>. Así también, el incumplimiento de los *covenants* se asocia en el cuerpo contractual con la posibilidad de que el acreedor financista provoque la exigibilidad anticipada de la deuda, resultado que no tendrá lugar respecto a los demás acreedores<sup>78</sup>, a menos que exista coincidencia entre los citados *covenants* y las reglas legales de vencimiento anticipado del plazo.

En suma, la solución negocial para la imposición de una capitalización adecuada de la sociedad es problemática en la medida en que se trata de una respuesta que no logra una correcta cobertura para todos los acreedores, solo plasmándose como un mecanismo de resguardo individual para aquellos que logren imponerla para rebajar su exposición al riesgo de insolvencia. Asimismo, la necesidad de plasmar *ex ante* un parámetro cierto para medir tal adecuación podrá imponer graves limitaciones en la estructura de recursos (por vía de capital o deuda) y en las actividades a ser desarrolladas por la sociedad, cuestiones que pueden resultar ineficientes en la medida en que tales restricciones terminarán por orientarse solo a la protección de los acreedores, desvinculándose con la finalidad productiva de riqueza a los socios, como parte de la lógica esencial del Derecho Societario. La traslación de dicha finalidad a la protección de los acreedores solo puede recibir justificación en escenarios en que ya se ha hecho presente el riesgo de insolvencia, dados los problemas de riesgo moral envueltos y la teoría de los “dueños residuales” (*residual owners*)<sup>79</sup>, pero los peligros del *lock-in* antes indicados probablemente activarán la protección más allá de tal frontera.

## *2. Mecanismos de solución societarios: desde las incongruencias del modelo preventivo a los problemas del modelo sancionatorio*

En el presente apartado pretendemos abordar el problema de la tutela de los acreedores sociales desde aquellas visiones que entienden que se trata de una materia que debe estar presente en la configuración de las reglas societarias. Esta perspectiva sostiene que la limitación de responsabilidad debe estar compensada por reglas que resguarden la posición de los terceros por medio de la suficiencia y estabilidad del capital social, desplegando su función de garantía en dicho tipo de normas. Ahora bien, esta respuesta debe enfrentar las críticas que apuntan a las dificultades para fijar *ex ante* el capital

<sup>77</sup> Sobre este punto, véase FERRÁN (1999), p. 490.

<sup>78</sup> SCHÖN (2004), p. 441.

<sup>79</sup> KANDA (1992), p. 444; MOKAL (2000), p. 342; MCCORMACK (2007), p. 526; GOODE (2011), p. 657.

adecuado para cada emprendimiento, como si el legislador pudiese ofrecer una fórmula que fuese universalmente aplicable. Tal dificultad, a su vez, ha ido produciendo un desplazamiento hacia la configuración de un deber de capitalización adecuada que, si bien no aparecería formulado expresamente por los ordenamientos societarios, se mantendría implícito con la finalidad de juzgar, ahora *ex post*, el comportamiento de los administradores sociales que han llevado a cabo su gestión con evidente peligro para los acreedores. Pretendemos ejemplificar con algunas soluciones legales o jurisprudenciales que se fundamentarían (al menos de modo parcial) en dicho deber implícito, para observar los problemas técnicos que ellas presentan. En especial, la inseguridad jurídica que resulta de la necesaria formulación de términos amplios y abiertos para que los tribunales puedan constatar su infracción y los obstáculos conceptuales para asumir la existencia de deberes fiduciarios de los administradores sociales con terceros ajenos a la sociedad (en este caso, los acreedores), sin desarticular la lógica del derecho societario.

a. Las dificultades para la construcción de un deber de dotación y conservación adecuado de capital

Desde la noción de que la responsabilidad de los socios y accionistas requiere de un equilibrio por medio de reglas de protección a los acreedores, surgen especialmente las ideas de la exigencia legal de un capital mínimo y las denominadas reglas de conservación del capital<sup>80</sup>. Como señala Rosa Otxoa-Errarte, la obligatoriedad de aportar un capital social al tiempo de la constitución y su correlativa obligación de mantenimiento,

“sería la alternativa que ofrece el legislador a los acreedores societarios, a quienes se ha arrebatado la garantía ofrecida por la responsabilidad personal de los socios en el régimen societario general”<sup>81</sup>.

O, como indica Eliodoro Sánchez Rus:

“según la opinión tradicional, la disciplina del capital constituye el fundamento teórico que permite excluir la responsabilidad personal de los accionistas”<sup>82</sup>.

<sup>80</sup> DANA-DÉMARET (1989), p. 255. MIOLA (2005), p. 418, nos advierte que este modelo se propagó en el siglo XIX y fue el que se tuvo en consideración para la promulgación de la Segunda Directiva Europea de Sociedades, disponible en (EC) 77/91 [1977] OJ L26/1, modificada por la directiva 2006/68/EC [2006] OJ L69/27.

<sup>81</sup> OTXOA-ERRARTE (2010), p. 31. Sin perjuicio de lo anterior, VÍTOLO (2010), p. 340, explica que la suficiencia del capital para el desarrollo del objeto social no ha sido una condición que se haya impuesto para la concesión de la responsabilidad limitada.

<sup>82</sup> SÁNCHEZ RUS (2012), pp. 68 y 69.

La evolución de la concepción del capital, especialmente en el ámbito europeo, pasó de ser una medida de carácter interno, como fondo de explotación para el desarrollo de las actividades sociales<sup>83</sup>, a una forma de garantía para los acreedores en razón de la pérdida de la responsabilidad de los socios en el contexto de la sociedad por acciones<sup>84</sup>. De este modo, el concepto de capital nominal empezó a tener interés para la determinación del monto y oportunidad de reparto de dividendos, para la constitución de reservas, y para la disolución societaria por las pérdidas experimentadas<sup>85</sup>. Entonces, la estabilidad del capital se observa en razón de una función preventiva, sirviendo sus *net assets* como colchón (o fondo de responsabilidad)<sup>86</sup> y señal de alerta ante las proximidades de la insolvencia<sup>87</sup>, a fin de evitar comportamientos estratégicos que puedan lesionar el crédito.

Sin embargo, no se trata de un modelo uniforme. En ello hay una diferente perspectiva desde la óptima anglosajona (*debtor-oriented*) y del modelo continental (*creditor-oriented*)<sup>88</sup>. El primero, por medio de un criterio bastante más flexible, dejando que la cuestión no se resuelva en sede societaria preventiva<sup>89</sup>, sino en un ámbito preferentemente negocial<sup>90</sup> y eventualmente complementado con la lógica del *fraudulent transfer*<sup>91</sup> y del *wrongful trading*<sup>92</sup>. El segundo, conforme se aprecia en el trasfondo de las Directivas Europeas sobre Sociedades<sup>93</sup>, establece un capital mínimo de veinticinco mil euros para las sociedades abiertas<sup>94</sup>, bajo un criterio

<sup>83</sup> SANCHEZ RUS (2012), p. 122.

<sup>84</sup> PORTALE (1991), pp. 10 y 15; MÉNDEZ (2005), p. 658; OTXOA-ERRARTE (2010), p. 32.

<sup>85</sup> PORTALE (1991), p. 11.

<sup>86</sup> *Liability fund*, en los términos expuestos por ROTH y KINDLER (2013), p. 32.

<sup>87</sup> MIOLA (2005), p. 421.

<sup>88</sup> PORTALE (1991), p. 26; MIOLA (2005), p. 420. Del mismo modo, DINE *et al.* (2007), p. 134, señalan que al tiempo que la visión estadounidense sitúa la maximización de las ganancias como objetivo principal del Derecho Societario, la tendencia europea continental ha estado dada, en general, por un balance con otros intereses en juego, como el de los acreedores y trabajadores.

<sup>89</sup> Sobre las justificaciones de este punto en la imposibilidad de fijar una regla de capital mínimo y en un planteamiento antitético con el funcionamiento del proceso económico, véase MANNING (1990), p. 21.

<sup>90</sup> ROTH y KINDLER (2013), p. 31.

<sup>91</sup> PAYNE (2009), p. 126.

<sup>92</sup> *Infra*, III.2.b.i.

<sup>93</sup> Incluso en la directiva 2012/30/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 25 de octubre de 2012, que, en su tercer considerando expresa: “Para asegurar una equivalencia mínima en la protección de los accionistas, y de los acreedores de estas sociedades tiene una importancia muy especial la coordinación de las disposiciones nacionales relativas a su constitución, así como al mantenimiento, al aumento y a la reducción de su capital”.

<sup>94</sup> GULLIFER y PAINE (2011), p. 117.

en que se estima que el legislador debe crear estándares preventivos de protección en favor de los acreedores<sup>95</sup>.

Sin embargo, la función del capital mínimo y de las reglas de protección se encuentra en la actualidad en entredicho<sup>96</sup>. Ello en atención a la existencia de corrientes más actuales, aunque no unánimes<sup>97</sup>, que han considerado que la sola idea de la conformación del capital no es suficiente como medida de protección para los acreedores<sup>98</sup>. El punto de inflexión ha estado dado porque la normativa europea permite que el establecimiento de requisitos de capital de las sociedades cerradas quede al arbitrio de los Estados miembros<sup>99</sup>. La cuestión reviste ciertos puntos de análisis adicionales, puesto que aquí de nuevo la solución se presenta más bien política que fundada en los expedientes que se tomaron en cuenta para la instauración de la limitación de responsabilidad en las estructuras corporativas. A estos efectos, la protección de los acreedores podría parecer incluso más necesaria en los tipos societarios cerrados, no solo por la frecuente identidad entre los socios y administradores sociales<sup>100</sup> sino, también, porque estas no toman parte en un verdadero mercado de derechos sociales como una forma de obtener una dotación adicional de fondos<sup>101</sup>. En lo que nos interesa, si bien existe la posibilidad de conseguir recursos por medio de financiamiento externo, especialmente bancario, también se provoca una fuerte tendencia a obtener financiamiento interno por medio de los préstamos de socios, lo que puede conducir a reacciones que, como veremos, incluyen el levantamiento del velo<sup>102</sup>, la recaracterización del crédito como aportación de capital<sup>103</sup> o la subordinación legal del crédito.

Así observadas, las reglas de capital mínimo se comportan principalmente como un precio de entrada para la obtención de la responsabilidad

<sup>95</sup> ROTH y KINDLER (2013), p. 31.

<sup>96</sup> Sobre el debate en Europa sobre este punto, véase UMFÄHRER (2009), pp. 12-16.

<sup>97</sup> SÁNCHEZ RUS (2012), pp. 606-613; ROTH y KINDLER (2013), *passim*.

<sup>98</sup> Sobre este debate, véase DANA-DÉMARET (1989), pp. 256 - 274; MIOLA (2005), *passim*.

<sup>99</sup> MIOLA (2005), pp. 415 y 416, permitiendo, en este caso, un análisis comparativo más certero entre los diversos modelos de sociedades de responsabilidad limitada previstos en los ordenamientos europeos.

<sup>100</sup> Como explica BACHNER (2009), p. 21, la idea de la protección de los acreedores se refiere a la tutela respecto de otro grupo de actores que participan en la lógica societaria, como son sus controladores.

<sup>101</sup> MIOLA (2005), p. 431.

<sup>102</sup> ULMER (1998), p. 93, en la medida en la que “la falta de capital fuera previsible, no se hubiera producido por circunstancias sobrevenidas y como consecuencia se hubiera ocasionado el correspondiente perjuicio de los acreedores”.

<sup>103</sup> MIOLA (2005), pp. 433 y 434; MARÍN DE LA BÀRCENA (2010), disponible en <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=3129233>. [Fecha de consulta: 15 de febrero de 2016].

limitada (*entry price, entry ticket* o *admission ticket*) a modo de conferir algún grado de protección a los acreedores<sup>104</sup>. Pero la crítica fundamental se encuentra en que ellas resultan innecesarias para los *adjusting creditors*, dada la posibilidad que las reglas de tutela del crédito sean parte de la negociación y terminen por integrar el texto de la relación contractual<sup>105</sup>, probablemente por medio de un esquema de protección bastante más preciso que el que otorga una regla societaria de carácter preventivo por medio de una cifra preestablecida y sin distinción según tamaño, actividad y riesgos inmersos en los proyectos desarrollados por la sociedad deudora. Ahora bien, la regla se justificaría si nos situamos en el contexto de los acreedores involuntarios o sin poder de negociación (*non-adjusting creditors*), como argumentó el gobierno danés en el denominado caso *Centros*<sup>106</sup>, puesto que en este escenario no podría subentenderse una eventual negociación que pretenda el auxilio de la posición de esta clase de acreedores.

Al respecto, cabe advertir que sostener la derogación de las reglas de capital supone comprender, por una parte, las consecuencias sociales que ella establece para empresas de menor tamaño, donde funciona como barrera de entrada para la realización de una actividad económica<sup>107</sup> y, por otra, analizar si por medio de ellas realmente se logra una protección para los *non-adjusting creditors*. Relacionado con el primer aspecto, se genera, por supuesto, un problema de competencia y economías de escala, al tiempo

<sup>104</sup> Así quedó reflejado en el informe del Grupo de Alto Nivel de Expertos en Derecho de Sociedades (conocido como el “Informe Winter”, disponible en [www.ecgi.org/publications/documents/report\\_en.pdf](http://www.ecgi.org/publications/documents/report_en.pdf), p. 82 [fecha de consulta: 15 de febrero de 2016], destacando que el grupo ha concluido que la única función del capital mínimo consiste en impedir a los particulares la constitución poco seria de sociedades que transan públicamente sus valores, descartando cualquier otra utilidad. Sobre el particular, ULMER (1998), p. 92; MIOLA (2005), p. 421; ALONSO LEDESMA (2007), p. 135; ROTH y KINDLER (2013), p. 36.

<sup>105</sup> SCHÖN (2004), p. 437; ARMOUR (2006), p. 15. Así se pronunció también el Tribunal de Justicia de la Unión Europea en el “Inspire Art” (ECJ, Case C-167/01 *Kamer van Koophandel en Fabrieken voor Amsterdam v. Inspire Art Ltd* [2003] ECR I. 10155), en la medida que determinó que los acreedores son capaces de negociar los términos del contrato basados en la información que pueden obtener de conformidad a la directiva 78/660/EEC y de la Directiva 89/666/EEC.

<sup>106</sup> ECJ, Case 212/97 *Centros Ltd v. Erhvervs-og Selskabsstyrelsen* [1999] 2 CMLR 551. El caso trataba de socios daneses que habían constituido una sociedad bajo la jurisdicción inglesa para la conducción de negocios en Dinamarca, presumiblemente, por la mayor flexibilidad del Derecho Societario inglés en materias de capital mínimo. Téngase presente, de manera adicional, que en este contexto el Derecho inglés aboga por la doctrina del país de constitución de la sociedad como factor de conexión en materia societaria –SCHÖN (2004), p. 430–. En este caso, el tribunal resolvió que las sociedades, en tanto personas, están igualmente resguardadas por la libertad económica que impera en la Unión Europea, de manera que el factor de conexión debe estar dado por la ley de su constitución.

<sup>107</sup> MIOLA (2005), p. 421.

en que se puede terminar desechando la realización de proyectos que, aunque riesgosos, tendrían un valor positivo neto. Respecto al segundo, John Armour argumenta que la derogación de la regla, si bien posibilitaría la realización de proyectos de una cualidad más marginal, supondría la necesidad de obtención de recursos por medio de acreedores privados que deberían medir su eficiencia a efectos de conceder financiamientos, de manera que por medio de los *adjusting creditors* que se lograría el mismo ajuste que pretenden las reglas de capital mínimo, sin dar lugar a las fallas antes indicadas<sup>108</sup>.

Luego, respecto a la posición misma de los *non-adjusting creditors*, John Armour argumenta la posibilidad de que los acreedores involuntarios sean resguardados por medio de la imposición de seguros obligatorios; que los créditos tributarios solo existen como tales en la medida en que se haya iniciado el ejercicio empresarial, lo que supone, previamente, la obtención de financiamiento en los términos antes descritos; y que los proveedores, que solo serían parcialmente *non-adjusting creditors*, no centran su decisión de concesión de crédito (por medio de la dilación en el pago del precio de compra) en el capital de la empresa, sino en su capacidad de endeudamiento y en la conducta histórica desplegada por el deudor<sup>109</sup>. Así se ha señalado también que la indicación de una regla de capital mínimo no tendría sino un carácter simbólico, puesto que el legislador y las autoridades responsables del registro de sociedades no pueden anticipar el monto de capital necesario para que la sociedad pueda dar completa cobertura a futuras responsabilidades<sup>110</sup>. Este habría sido el razonamiento del Tribunal de Justicia de la Unión Europea en *Centros*, resolviendo que las reglas de capital mínimo establecidas en la regulación danesa, no son necesarias ni apropiadas para conseguir la meta de protección antes indicada<sup>111</sup>. Así también se había observado por parte del Informe Winter, en que se señaló que el régimen del capital legal no lograría proteger de forma adecuada a los acreedores, al tiempo que este no es demostrativo de la capacidad de la sociedad de pagar sus deudas a corto y largo plazo<sup>112</sup>.

También se ha indicado que, en términos generales, las reglas que imponen un requisito de capital mínimo tenían sentido en esquemas de mercado en que la obtención y comprensión de los flujos de información

<sup>108</sup> ARMOUR (2006), pp. 18 y 19.

<sup>109</sup> *Op. cit.*, p. 19. Sobre la posibilidad de seguros obligatorios, también puede consultarse a DÍAZ VILLALOBOS (2011), p. 135.

<sup>110</sup> SCHÖN (2004), p. 438.

<sup>111</sup> Secciones 21 y 22 de la sentencia en el caso *Centros*.

<sup>112</sup> Informe Winter, disponible en [www.ecgi.org/publications/documents/report\\_en.pdf](http://www.ecgi.org/publications/documents/report_en.pdf), p. 79. [Fecha de consulta: 15 de febrero de 2016].

de la sociedad eran menores<sup>113</sup>. La indicación de la responsabilidad limitada<sup>114</sup>, del objeto social y del capital de manera constatable para terceros, y las reglas que, de alguna manera pretenden su conservación, eran la señal más distintiva para los terceros que comerciaban con la sociedad<sup>115</sup>. La ventaja de estas medidas estaría dada por la innecesaridad para los acreedores de verificar el cumplimiento de dichos antecedentes, puesto que era el propio ordenamiento el que reaccionaba ante cualquier forma de infracción. No obstante, la construcción de sistemas de información más eficientes, especialmente para las sociedades abiertas<sup>116</sup>, y la complejidad de la estructura financiera de las sociedades, hacen más que probable que el análisis por parte de los terceros haga que el dato del capital sea solo uno de aquellos que se toman en consideración para efectos del otorgamiento del crédito<sup>117</sup>.

A su vez, para la determinación del nivel que corresponde para la adecuada capitalización de la empresa, las opciones de solución se presentan de manera bastante compleja<sup>118</sup>. Por una parte, la conformación de reglas societarias de capital mínimo puede estimarse como inadecuadas en la medida en que no es posible determinar el importe exacto de capital que la sociedad debe contar en cada momento para cumplir con su finalidad de protección a los acreedores<sup>119</sup>. Así, la aproximación de la directiva europea, mediante un criterio de *one size fits all*<sup>120</sup>, ha sido calificado como el “eslabón más débil” de la cadena de disposiciones que pretenden otorgar protección

<sup>113</sup> ALONSO LEDESMA (2007), p. 133.

<sup>114</sup> DAVIES (2010), p. 65. A su vez, sobre la importancia de los requerimientos de la transparencia para la distribución de riesgos y evitar comportamientos oportunistas, véase MIOLA (2005), p. 420.

<sup>115</sup> GULLIFER y PAINE (2011), p. 118. De hecho, MIOLA (2005), pp. 423 y 424, ya nos advierte que la generación de normativa de transparencia de los estados financieros sociales ya son un indicativo de la necesidad de permitir una reacción del mercado.

<sup>116</sup> GULLIFER y PAINE (2011), p. 118.

<sup>117</sup> Lo anterior justifica, por ejemplo, que GUASCH MARTORELL (1999), p. 1491, critique los conceptos de infracapitalización regidos solo por medio de la observación del capital estatutario, debiendo hacerse una referencia general a la estructura financiera de la sociedad. En similar sentido, BORETTO (2015), p. 2095.

<sup>118</sup> DÍAZ VILLALOBOS (2011), p. 134.

<sup>119</sup> EASTERBROOK y FISCHER (1985), p. 114; GUASCH MARTORELL (1999), p. 1492.

<sup>120</sup> MIOLA (2005), p. 425; PAYNE (2009), p. 129; GULLIFER y PAINE (2011), p. 127; ALONSO LEDESMA (2007), p. 135. En igual sentido se había expresado PORTALE (1991), p. 23, aseverando que la creación de una zona de seguridad por medio de la designación legal de un capital mínimo no era posible, por un lado, en razón de la veloz depreciación del monto por causa de la inflación y, por el otro, en razón de la imposibilidad de fijar un número abstracto sin tomar en consideración el transcurso del tiempo y el tipo de actividad desarrollada. Para un catastro de la situación actual en Europa respecto a la necesidad de capitales mínimos, véase especialmente ROTH y KINDLER (2013), p. 33.



a los acreedores por medio de una aproximación legal<sup>121</sup>. Lo anterior, en ambos extremos, puesto que confieren una protección menor para aquellas sociedades que llevan a cabo un negocio que resulta más riesgoso para los acreedores, como también puede resultar en un monto demasiado elevado para empresas menores<sup>122</sup>, lo que nos retrotrae, de nuevo, a la cuestión social que se esconde detrás del planteamiento moderno del Derecho Societario y, en especial, de la justificación de la responsabilidad limitada.

El monto del capital estatutario, que genera la obligación de parte de los socios a la sociedad de dotarla con los aportes prometidos, tiene por principal finalidad el poder realizar las actividades iniciales de la sociedad. Pero la suma que refleja el capital mínimo no parece ser relevante como forma de protección a los acreedores, puesto que está destinado a ser prontamente utilizado por la sociedad en el manejo de sus negocios, ni tampoco resulta en particular indicativa de su solvencia en la medida que son otros los factores que inciden en su valoración<sup>123</sup>. La idea del capital mínimo genera, a su vez, un conjunto de reglas que permiten asegurar que efectivamente los aportes son realizados y no son retirados por parte de los socios (en razón del denominado “principio de intangibilidad”<sup>124</sup>), de manera que aquellas también pueden observarse desde la problemática que implica identificar, caso a caso, el estándar adecuado para no caer en una situación de infracapitalización<sup>125</sup>. No ofreciéndose una vinculación real entre el importe señalado en los estatutos y aquel que resulta necesario para que la sociedad realmente pueda llevar a cabo sus actividades, puede producirse un claro desajuste. En este caso, conocido como “infracapitalización material”<sup>126</sup>, el peligro se encuentra en la búsqueda de mecanismos alternativos para que la sociedad pueda realizar sus actividades, normalmente provocando que los activos con los que opera no se encuentren en su patrimonio, quedando fuera del poder de ejecución de sus acreedores<sup>127</sup>.

Si bien la alternativa está en el análisis de ciertos cálculos financieros para llegar a un número más preciso, midiendo la solvencia económica

<sup>121</sup> SCHÖN (2004), p. 437.

<sup>122</sup> DAVIES (2010), p. 76.

<sup>123</sup> SCHÖN (2004), p. 437.

<sup>124</sup> DANA-DÉMARET (1989), pp. 276-277.

<sup>125</sup> ROTH y KINDLER (2013), p. 35.

<sup>126</sup> Una definición clara sobre el concepto de infracapitalización material puede encontrarse en BOLDÓ RODA (1996), p. 409, al señalar que ella “se produce cuando los socios no dotan a la sociedad de los recursos patrimoniales necesarios para llevar a cabo el objeto social, ni por la vía de un capital de responsabilidad, ni por la vía de créditos otorgados por ellos mismos”.

<sup>127</sup> SÁNCHEZ RUS (2012), p. 614.



por medio de *ratios* entre recursos propios y niveles de endeudamiento<sup>128</sup>, ella también presenta problemas por los costos que implicaría en relación con la capacidad técnica de su verificación. En el espacio europeo solo encontramos el ejemplo de Bélgica, que propone esta medida, no para dar curso a una autorización de ejercicio de actividades por parte de la sociedad, sino como un mecanismo para generar responsabilidad por parte de los socios que no la han dotado de suficientes recursos<sup>129</sup>. Sin embargo, ya Giuseppe Portale proponía reemplazar el concepto de capital mínimo por una norma que fijara una cierta proporcionalidad entre el capital propio (de riesgo) y el capital de crédito conferido por terceros<sup>130</sup>. O, como se había efectuado en la normativa americana (en 1975 en la ley californiana, y en 1980 en la revisión del *Model Business Corporation Act*)<sup>131</sup>, un reemplazo de la norma de capital mínimo por medio de otros mecanismos de protección de los acreedores, como el *test* de solvencia para la distribución de dividendos<sup>132</sup>. Este *test* supone el cumplimiento de dos niveles: por una parte, un *leverage test*, dado por la conservación de activos por un monto de al menos ciento veinticinco por ciento de los pasivos netos y un *liquidity test*, conforme al cual los activos corrientes deben ser al menos iguales a los pasivos corrientes. Sobre el punto, Massimo Miola advierte que la estandarización de esta clase de parámetros también lleva implícita similares críticas que las que se aprecian en materia de capital mínimo<sup>133</sup>. Lo anterior, que se reitera en la lógica del ordenamiento inglés, se explica en la idea de que la legislación societaria no tiene como obje-

<sup>128</sup> ALONSO LEDESMA (2007), p. 135.

<sup>129</sup> Así, el art. 215 del *Code des Sociétés* belga dispone que, antes de la formación de la sociedad de responsabilidad limitada, los socios fundadores deben efectuar un plan financiero en el que justifiquen el monto del capital de la sociedad señalado en su acta de constitución. Por su parte, el art. 229 agrega que los socios fundadores serán responsables de manera solidaria de los pasivos sociales, en una cantidad fijada por el juez que conoce de la quiebra de la compañía dentro de los tres años contados desde su constitución, si el capital era manifestamente insuficiente para asegurar el ejercicio normal de la actividad prevista para un período de al menos dos años.

<sup>130</sup> PORTALE (1991), p. 24, solución reinstalada por MIOLA (2005), p. 429. Este último señala que las reglas de capital mínimo no imponen restricciones en razón del monto de la deuda que puede ser adquirida por la sociedad, sin perjuicio de las teorías que establecen ciertas limitaciones a la infracapitalización societaria. Todas ellas dependen de la confianza de los acreedores sociales en los activos de la sociedad y en otras formas de garantía, que van mucho más allá de la doctrina del capital legal.

<sup>131</sup> MANNING (1990), p. 176; SANCHEZ RUS (2012), pp. 112 y 113. Sobre el origen, contenido y desarrollo de dichas disposiciones (pp. 177-192). Asimismo, para una observación de tal solución en contraste con los ordenamientos continentales, en especial, el italiano, véase MONTANARI (1980), pp. 577-578.

<sup>132</sup> PORTALE (1991), pp. 24 y 25.

<sup>133</sup> MIOLA (2005), p. 456.

tivo principal la protección de acreedores, como sí lo hace la normativa de insolvencia<sup>134</sup>, y se ha erigido como un modelo alternativo en el que Europa ha puesto sus ojos ante la crisis de la idea del capital social<sup>135</sup>.

Esta valoración crítica a la noción del capital mínimo, como también las decisiones del Tribunal de Justicia de la Unión Europea en materias societarias, han provocado un rápido y expansivo movimiento en Europa a efectos de evitar la constitución de sociedades en las jurisdicciones que imponen menores restricciones<sup>136</sup>. Al respecto, precursor en estas materias, el ordenamiento inglés no establece reglas de capital mínimo para las sociedades cerradas en la *Companies Act*<sup>137</sup>, generando un elemento distractor en las decisiones de política legislativa de los demás miembros de la Unión Europea. Esta consecuencia también se ha denominado como el *Delaware effect* en razón de las similitudes con el argumento utilizado en la década de 1970 para dar cuenta de un *race-to-the-bottom* de los estados federales en Estados Unidos<sup>138</sup>. Así, se ha creado una serie de estatutos en el ámbito europeo que han empezado a minusvalorar, con mayor o menor énfasis, la lógica del capital mínimo<sup>139</sup>.

En Francia, dando inicio a la reacción en la Europa continental, lo anterior se produjo por medio de la reforma de 2003, que eliminó el capital mínimo para SARL (L. 223-2 del *Code de Commerce*)<sup>140</sup>, y que por ello recibe el nombre de *société à responsabilité limitée* a un euro. En Alemania, encontramos a las *Unternehmergeellschaft*, incorporadas por la

<sup>134</sup> SCHÖN (2004), p. 431, con referencia al *White Paper* relativo a la modernización del Derecho Societario inglés y las propuestas legislativas posteriores. Sobre la evolución de la lógica inglesa en este sentido, véase MIOLA (2005), pp. 436-441.

<sup>135</sup> ALONSO LEDESMA (2007), p. 130.

<sup>136</sup> MIOLA (2005), p. 417; EMBID IRUJO (2008), p. 28. Lo anterior asociado con las propuestas de simplificación de la Segunda Directiva por medio de las recomendaciones del SLIM-Working Group (grupo de trabajo encargado de la simplificación del Derecho de Sociedades en el marco de la iniciativa SLIM) y el Grupo de Alto Nivel de Expertos en Derecho de Sociedades, creado por la Comisión Europea en septiembre de 2001.

<sup>137</sup> Para una explicación del tenor del *Companies Act* 2006, véase PAYNE (2009), pp. 138-155.

<sup>138</sup> MIOLA (2005), p. 436; EMBID IRUJO (2008), p. 11.

<sup>139</sup> No obstante, cabe observar, como expone EMBID IRUJO (2015), p. 7, que la modernización y simplificación del Derecho Societario europeo debe entenderse en el marco de la crisis europea de los últimos años, y las consecuencias derivadas de la prescindencia y relajación de la regulación imperativa y del sistema de supervisión financiera.

<sup>140</sup> Noción introducida por la *Loi pour l'initiative économique*, de 1 de agosto de 2003, que da cuenta de la tensión entre la consagración de un capital mínimo para las sociedades y el fomento de las denominadas *start-up companies*, justificando, a la vez, la supresión del capital mínimo de las *sociétés* para *actions simplifiées* por medio de la *Loi N° 1008-776*, de *modernisation économique*, de 4 de agosto de 2008, véase COURET (2010), pp. 21-22; CONAC (2015), pp. 128-129.

reforma de la sección 5ª de la *GmbHG* por parte de la *MoMiG*<sup>141</sup>. Otro ejemplo se presenta en las *SPRL-starter* en Bélgica<sup>142</sup>, con un régimen intermedio en que no se establece un capital mínimo inicial, pero a más tardar cinco años después de su constitución o cuando la sociedad emplea a cinco trabajadores a tiempo completo, debe aumentarse a lo menos a dieciocho mil quinientos cincuenta euros, general para todas las sociedades de responsabilidad limitada<sup>143</sup>. En Italia, por su parte, primero se contempló la *società a responsabilità limitata a capitale ridotto*, con un capital mínimo de un euro<sup>144</sup>, la que luego fue reemplazada por la *società semplificata a responsabilità limitata* (art. 2463-bis del *CC*), con un capital mínimo de un euro, pero inferior a diez mil euros<sup>145</sup>. En Portugal, otro tanto se dio por medio de la modificación del art. 201 del *Código das Sociedades Comerciais* por el decreto-ley N° 33/2011, de 7 de marzo, en que se reemplazó la norma de capital mínimo de cinco mil euros, por la indicación que el monto del capital social puede ser fijado libremente en el contrato de sociedad, correspondiendo a la suma de las cuotas suscritas por los socios<sup>146</sup>. Por último, similar fenómeno se observa en España, mediante la figura de la “sociedad en régimen de formación sucesiva” en el art. 4 bis del real decreto legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, introducido por la ley 14/2013, de 27 de septiembre, de apoyo a los emprendedores y su internacionalización, con una fórmula que incluye retenciones de utilidades para crear reservas legales, limitaciones a la distribución de

<sup>141</sup> Aunque, como señala DAUNER-LIEB (2010), p. 48, el legislador alemán no ha pretendido crear un nuevo estatuto societario, sino un submodelo aligerado de la *GmbH*, como una forma de hacer competencia con las sociedades británicas. Se ha dispuesto que un cuarto de las utilidades anuales sea excluido de la distribución de dividendos y destinados a la conformación de una cuenta de reserva. Ello, como indica BACHNER (2009), p. 16, manifiesta la insistencia del pensamiento germánico en conservar la protección de los acreedores por vía de capital, en la esperanza que con esta dotación de recursos la sociedad así constituida deba sustituir su régimen jurídico al propio de las *GmbH*. Y, como agrega SPINDLER (2015), p. 149, a pesar de la tendencia internacional y el cambio de ciertas normativas de protección de los acreedores desde la sede societaria a la de insolvencia, parece mantenerse la aproximación tradicional germana que observa las reglas de capital mínimo como una suerte de escudo protector.

<sup>142</sup> Introducida en el *Code des Sociétés* belga por medio de la ley de 12 de enero de 2010.

<sup>143</sup> Art. 214 del *Code des Sociétés* belga.

<sup>144</sup> Introducida al *Codice Civile* por medio del art. 3 del *decreto-legge* de 24 de enero de 2012, N° 1, convertido en ley, con modificaciones por medio de la ley de 24 de marzo de 2012, N° 27.

<sup>145</sup> Reformulando la figura anterior por medio del decreto ley de 28 de junio de 2013, convertido en ley por medio de la ley de 9 de agosto de 2013, N° 99. Sobre los fundamentos de dicha modificación, véase GUIZZI (2015), pp. 107-109.

<sup>146</sup> ENGRÁCIA ANTUNES (2015), p. 199.

beneficios y la consagración de responsabilidad solidaria de los socios y administradores sociales en caso de liquidación cuando el patrimonio de la sociedad es insuficiente para el pago de las deudas.

Debemos considerar que, desde el momento en que se aprecia que el capital deja de producir una garantía real para los acreedores<sup>147</sup>, resulta discutible concluir que los ordenamientos jurídicos, ni directamente ni por medio del recurso a la buena fe o la equidad, establezcan una obligación por parte de los socios de realizar nuevos aportes o dotaciones financieras para la continuación del negocio<sup>148</sup>. Ante este silencio, resulta cuestionable que los ordenamientos hayan admitido un mayor influjo de la autonomía privada en este punto, sin anticipar de modo expreso su reemplazo por medio de medidas represivas ante una inadecuada capitalización. En este caso, en los que probablemente la empresa se encuentra en situaciones de extrema iliquidez o, lisa y llanamente, en un escenario de insolvencia, la solución primaria está en el recurso a los procedimientos concursales, en sus diversas variables, sea para una reorganización o liquidación de la empresa.

De este modo, bien puede aplicarse en este escenario la máxima “re-capitaliza o cierra” expresada por Massimo Miola<sup>149</sup>, y que justifica, entre otros, las lógicas de la subordinación de los denominados “préstamos sustitutivos de capital”<sup>150</sup>, las reglas del *wrongful trading*<sup>151</sup> o la responsabilité pour insuffisance d’actif en Francia<sup>152</sup>. No obstante, creemos que todas estas medidas pretenden reemplazar la función del capital legal (como medio de protección preventiva), por reglas de responsabilidad respecto a los socios y administradores de la sociedad (como medios de protección sancionatorios). Sin embargo, en los casos en los que tal responsabilidad provenga de la inadecuada capitalización de la sociedad para el desarrollo de su negocio, resultará que ahora, de manera *ex post*, los tribunales deberán llevar a cabo un análisis de su conducta sobre la base de la fijación de un estándar de comparación a efectos de configurar un elemento de imputación subjetiva. Para tales efectos, como veremos a continuación, las normas propuestas por los diversos ordenamientos deberán utilizar

<sup>147</sup> PUGA VIAL (2013), p. 169, recoge esta visión al entender que el establecimiento de niveles de capital mínimo en razón del objeto social llevaría a arbitrariedades y falsas sensaciones de seguridad, en la medida en que el capital social no es garantía para nadie.

<sup>148</sup> BACHNER (2009), p. 4; GULLIFER y PAINE (2011), p. 128. Lo anterior, contrastando por la posición tradicional que ha advertido que, ante la ausencia de reglas expresas de capitalización adecuada, la propia autonomía privada debe reconocer como limitación un criterio de congruencia –MÉNDEZ (2005), p. 676–, aunque el propio legislador lo haya ido desarticulando en las diversas esferas donde ella parecería admisible.

<sup>149</sup> MIOLA (2005), p. 427.

<sup>150</sup> *Infra*, III.2.b.iii.

<sup>151</sup> SCHÖN (2004), p. 431; MIOLA (2005), p. 419; DAVIES (2010), pp. 86-90.

<sup>152</sup> CONAC (2015), p. 129.

fórmulas abiertas que logren ajustarse a la realidad de cada sociedad deudora, las que serán difícilmente previsibles para los citados agentes en una valoración *ex ante* de las decisiones a ser tomadas<sup>153</sup>. Así, tal vez se anticipará la respuesta concursal para evitar el hecho desencadenante de la responsabilidad mediante comportamientos conservadores, incluso cuando no pueda comprobarse aún una situación de peligro para los acreedores. Del mismo modo, tal estructura abierta de nuevo podrá poner en jaque la propia lógica de la regla de limitación de responsabilidad, volviendo a localizar el riesgo en manos de los socios, aunque ahora por medio de normas de responsabilidad de carácter sancionatorio, que es lo que la propia regla pretende evitar en razón de las ventajas sociales antes anunciadas.

b. La responsabilidad de los socios y administradores sociales por los daños producidos a los acreedores en razón del deterioro de sus posibilidades de cobro

Como hemos anticipado, una alternativa, que deslinda los márgenes del Derecho Societario y Concursal, se detecta en la búsqueda de mecanismos que ponen el acento en los daños producidos a los acreedores con motivo de una inadecuada actuación de los administradores sociales que ha repercutido en un deterioro en sus posibilidades de cobro<sup>154</sup>. El énfasis, como señala Heliodoro Sánchez Rus, se encuentra en el incremento del peligro de adopción de estrategias de gestión que impliquen un nivel de riesgo superior al habitual<sup>155</sup>. Ello, sea tomando en consideración la continuación de las actividades del deudor en escenarios en los que se debieron propiciar fórmulas de protección, especialmente dadas por los procedimientos concursales disponibles, sea mediante la dotación anómala de fondos en lugar de fortalecer los recursos propios. A continuación, examinaremos la forma en que se han planteado dichas alternativas en el marco del Derecho Comparado, ofreciendo, en cada caso, sus fundamentos y una visión crítica a su formulación.

i. El wrongful trading del Reino Unido

Se trata de una solución inicialmente propiciada por el Derecho inglés (sección 214 de la *Insolvency Act* de 1986)<sup>156</sup>, como una de las respuestas a

<sup>153</sup> De ahí el problema de inseguridad jurídica para el socio inversor apuntado por GUASCH MARTORELL (1999), p. 1493.

<sup>154</sup> Sobre quién debe ser considerado responsable por la infracapitalización, BORETTO (2015), pp. 2099 y 2100, ofrece un panorama que deslinda deberes entre los socios y administradores, dependiendo de si la infracapitalización es originaria o sobreviniente.

<sup>155</sup> SÁNCHEZ RUS (2012), p. 113.

<sup>156</sup> En su parte relevante, la sección 214 del *Insolvency Act* dispone: “The court shall not make a declaration under this section with respect to any person if it is satisfied that after the condition specified in subsection 2(b) was first satisfied in relation to him that person

la preocupación descrita por el Informe Cork ante la falta de suficientes incentivos para los directores a efectos de prevenir pérdidas para los acreedores sociales en escenarios de insolvencia<sup>157</sup>. Puntualmente, se pretende solucionar el caso en el que el director conoce o debe conocer que no existirían posibilidades razonables para evitar el inicio de un procedimiento concursal liquidatorio y no llevó a cabo actuaciones a efectos de minimizar las posibilidades de pérdida de los acreedores, en la esperanza de generar un incentivo concreto para que la administración diera curso a soluciones concursales que permitiesen poner a mayor resguardo los derechos de los acreedores.

La solución ha sido destacada por el Informe Winter como un mecanismo que pretende incrementar la responsabilidad de los directores cuando la sociedad se encuentra amenazada por la insolvencia<sup>158</sup>. Al efecto, parte de los comisionados del Grupo de Alto Nivel de Expertos en Derecho de Sociedades consideraba que estas normas debían establecerse en el marco de la regulación concursal. El Informe Winter, en cambio, consideró que esta era una conclusión errada, puesto que las reglas relativas al *wrongful trading* deberían ser incorporadas en el contexto de las normas de buen gobierno corporativo<sup>159</sup>. Lo relevante para este discurso, sin embargo, es que su consagración ha sido descrita como el fin de la responsabilidad limitada en el Reino Unido, como consecuencia del hecho de que el directorio debería perseguir que la empresa se encuentre adecuadamente capitalizada ante la ausencia de una regla de capital mínimo en la *Companies Act*<sup>160</sup>. En consecuencia, es posible entender que, detrás de esta regla de responsabilidad, se esconde un criterio paliativo a la transferencia de riesgos que provoca la limitación de responsabilidad de los socios, pero que se asume

---

took every step with a view to minimizing the potential loss to the company's creditors as (assuming him to have known that there was no reasonable prospect that the company would avoid going into insolvent liquidation) he ought to have taken".

<sup>157</sup> MOKAL (2000), pp. 338-339. Al efecto, PRENTICE (1990), p. 265 y ZIEBEL (1993), p. 521, explican que el recurso a las reglas del *fraudulent trading* no eran suficientes para abordar el problema de los deberes fiduciarios a favor de los acreedores, toda vez que estos remedios se centraban en la existencia de un elemento subjetivo (deshonestidad) por parte de la administración en el manejo de los negocios sociales. Tampoco lo era la figura prevista en la sección 332 de la antigua *Companies Act* inglesa, que sancionaba civil y penalmente a la continuación del negocio con la intención de defraudar a los acreedores, que, como se observa, requería de un *mens rea* para su configuración. Para una nota de la evolución de los deberes de los directores en asuntos relativos a la insolvencia, véase GOODE (2011), pp. 639-641.

<sup>158</sup> Informe Winter, disponible en [www.ecgi.org/publications/documents/report\\_en.pdf](http://www.ecgi.org/publications/documents/report_en.pdf), p. 86. [Fecha de consulta: 15 de febrero de 2016].

<sup>159</sup> *Ibid.*

<sup>160</sup> ZIEBEL (1993), p. 522.

como un criterio que ofrece mayor flexibilidad que las reglas de capital mínimo y las que se integran como base del principio de intangibilidad del capital. Su operativa, fundada en la regla del “recapitaliza o cierra”, encierra la necesidad de que la administración social (incluyendo a los administradores de hecho y a los *shadow directors*)<sup>161</sup> tome decisiones que eviten el perjuicio a los acreedores, a partir de la mayor información que estos poseen sobre la conformación de los recursos propios de la empresa y las necesidades puntuales para el desarrollo de sus actividades. De este modo, siguiendo una justificación indemnizatoria, el alcance de la reacción jurídica se encontrará limitado al monto de los perjuicios efectivamente causados a los acreedores con motivo de la continuación de los negocios<sup>162</sup>.

Como justificante de lo anterior, se advierte que el solo hecho de que el acreedor haya concedido créditos a la sociedad en la esperanza de su pago al vencimiento genera, como indica Rizwaan Mokal, un problema de agencia entre estos y la administración<sup>163</sup>. Lo anterior se presenta de modo evidente si se considera que las regulaciones societarias asumirían que los deberes fiduciarios del directorio se establecen con relación con la sociedad y, luego, a los intereses de maximización de los socios<sup>164</sup>. De ser de este modo, el acreedor social queda expuesto a que la utilización del crédito obtenido por la sociedad pase a ser dispuesto en favor de intereses que no le son propios y que, en situaciones extremas, pueden resultar contradictorios. El punto en cuestión que se plantea aquí resulta de determinar si es posible configurar alguna suerte de deber de cuidado de parte de los administradores sociales respecto a terceros, a fin de dar lugar a una responsabilidad personal que resguarde la posición de los acreedores sociales<sup>165</sup>.

En caso de que la sociedad haya entrado en un trance patológico de su desarrollo, obviar el respeto a los derechos de los acreedores resulta en un aspecto que también puede desincentivar el acceso al crédito. La tensión del directorio en este punto es evidente: si se mantuviesen incólumes los deberes fiduciarios a favor de la sociedad en esta etapa, ello implicaría que este podría tender a llevar a cabo acciones desesperadas que incrementan el riesgo de los acreedores, quienes no podrán alterar

<sup>161</sup> GOODE (2011), pp. 641-646.

<sup>162</sup> *Op. cit.*, p. 640.

<sup>163</sup> MOKAL (2000), pp. 346-347.

<sup>164</sup> En la órbita del Derecho inglés, ello se expresa en la idea de que el directorio le debe lealtad a la sociedad como un todo, cuestión que ha sido interpretada como un deber hacia sus accionistas presentes y futuros, KEAY (2005), p. 617.

<sup>165</sup> Sobre las dificultades de construir estos deberes de cuidado, véase BARROS BOURIE (2006), p. 818.



las condiciones preestablecidas de sus respectivos créditos, a efectos de favorecer la posición de los socios. Como señala Daniel Prentice, cuando la compañía es insolvente, los socios y directores tienen un incentivo a mantener las operaciones, pues tienen todo por ganar y nada que perder. Esto último, dado que la existencia de la regla de responsabilidad limitada implicará que no podrá producirse un deterioro mayor para los socios en razón de tal continuidad, de manera que el riesgo se traspassa íntegramente a los acreedores<sup>166</sup>.

Todas estas actuaciones solo se justificarían ante la observación de que la apertura del procedimiento liquidatorio probablemente importará la pérdida de las facultades de administración de la sociedad y en la desaparición de los derechos económicos de los socios, quienes por lo general resultan impagos de sus aportaciones societarias, en tanto estas constituyen pasivos no exigibles. La aparición del riesgo moral, como fenómeno en razón del cual la eventualidad de pérdida logra situarse en cabeza de terceros, fomentaría el detrimento de la posición de los acreedores por medio de la conducción de actividades de alto riesgo<sup>167</sup>. Si bien la responsabilidad de los administradores sociales puede deducirse en caso de la comisión de ilícitos relacionados con la insolvencia<sup>168</sup>, el problema se plantea aquí de un modo más amplio. No se refiere al supuesto en que la conducción de los negocios haya derivado fraudulentamente en la crisis patrimonial, sino que, constatada esta (o su proximidad), se haya llevado adelante un manejo de los negocios en que no se haya puesto el interés de los acreedores en un punto central, o, al menos, relevante.

Sin embargo, una posición de tutela se traduciría en el establecimiento de deberes fiduciarios de la administración a favor de los acreedores sociales, cuestión que puede resultar controversial al tiempo de pretender su compatibilidad con el régimen general de los deberes del directorio respecto a los intereses sociales y, en consecuencia, la responsabilidad por las acciones u omisiones tomadas por el directorio en razón de las pérdidas generadas a la sociedad. El posicionamiento de estos nuevos deberes fiduciarios a favor de terceros extraños a la estructura corporativa parece exorbitante a su naturaleza<sup>169</sup>, por lo que la doctrina inglesa prefiere considerar que, en caso de insolvencia, ellos se integran al elenco de los deberes generales de la administración respecto a la socie-

---

<sup>166</sup> PRENTICE (1990), p. 265.

<sup>167</sup> KEAY (2005), p. 623.

<sup>168</sup> BARROS BOURIE (2006), p. 822.

<sup>169</sup> Para una reflexión sobre el punto, véase ZIEBEL (1993), pp. 517-518.



dad<sup>170</sup>, y que, ya en el marco del procedimiento concursal, las responsabilidades derivadas de su infracción serán perseguidas por el liquidador<sup>171</sup>. Como conclusión de tal configuración en el marco del *wrongful trading*, Andrew Keay nos indica:

“el deber, estando establecido a favor de la sociedad, y no de los acreedores, implica que no se satisface únicamente con la abstención por parte del directorio de disponer indebidamente de los activos o desviando su propiedad a los *insiders* de la sociedad, sino que se extiende a todos los deberes que el directorio tiene con la sociedad, incluyendo los deberes de lealtad”<sup>172</sup>.

La difícil consagración de estos deberes fiduciarios en el marco del *Common Law* se encuentra, otra vez, en los efectos de la regla de responsabilidad limitada y en la esperanza de encontrar, más allá del texto legal, una situación de equilibrio entre los riesgos a asumir por los socios y los acreedores. De este modo, el frágil modelo normativo que pretende la protección de estos últimos mediante señales de publicidad en el nombre corporativo, la doctrina del *ultra vires* o las exigencias de capital mínimo, ha sido complementado por una aproximación tutelar de los acreedores<sup>173</sup>, aunque no de carácter universal<sup>174</sup>. Aquí el punto de quiebre se encontraría en la situación de insolvencia en la que se encuentra la sociedad<sup>175</sup>, al extremo de sostener que financiera, mas no jurídicamente, los dueños residuales (*residual owners*) ya no son los socios, sino sus acreedores, y, solo a partir de ellos, encontrar un tratamiento que resulte similar a aquel que configura sendos deberes de lealtad entre los administradores y los titulares del patrimonio<sup>176</sup>.

Es en este sentido que la jurisprudencia inglesa ha indicado que, en situaciones de insolvencia, los intereses de los acreedores se sobreponen a

<sup>170</sup> Véase KEAY (2005), p. 614, al indicar que ya se ha establecido en el derecho inglés, como también en otras jurisdicciones del *Common Law*, que cuando la compañía enfrenta alguna situación de dificultad financiera, los directores no pueden ignorar los intereses de los acreedores sociales.

<sup>171</sup> KEAY (2005), p. 618.

<sup>172</sup> *Op. cit.*, p. 619 (traducción del autor).

<sup>173</sup> Como señala ZIEBEL (1993), p. 518, un hito en esta materia fue el caso de Walker v. Wimborne (1976) 50 ALJR 446, 449, en que Mason J señaló que los mejores intereses de la sociedad no se encontraban restringidos a los intereses de los acreedores, incluyendo también a los de sus acreedores.

<sup>174</sup> ZIEBEL (1993), pp. 512-514.

<sup>175</sup> KEAY (2005), pp. 614-615.

<sup>176</sup> PARDOW LORENZO (2008), pp. 567-568.

los intereses de los accionistas, dado por la maximización de su utilidad<sup>177</sup>, y que, cuando la sociedad es insolvente, los intereses de los acreedores son los más relevantes (*paramount*)<sup>178</sup>. En el contexto de la jurisprudencia estadounidense, aun sin contar con una regla de *wrongful trading*, también se ha enunciado que cuando la sociedad deviene insolvente, los deberes fiduciarios de los directores cambian de los accionistas a los acreedores<sup>179</sup>. Ello implicaría que los directores deben privilegiar estos últimos maximizando su riqueza y eliminando todas las decisiones de alto riesgo que pudieron haber adoptado en épocas en que la sociedad era solvente en miras a cumplir con sus deberes a favor de los socios<sup>180</sup>. Sin embargo, aún hay dudas respecto de si privilegiar los intereses de los acreedores hace desaparecer el de los accionistas o si, al contrario, debe llevarse a cabo un esfuerzo de coordinación. Al respecto, la jurisprudencia estadounidense ha indicado que el directorio tiene una obligación con la comunidad de intereses en juego, debiendo ejercer sus decisiones con un esfuerzo informado y de buena fe para maximizar la capacidad creadora de riqueza a largo plazo de la sociedad<sup>181</sup>.

## ii. La responsabilité pour insuffisance d'actif en Francia

En el sistema francés, encontramos un modelo similar bajo la idea de la action en responsabilité pour insuffisance d'actif<sup>182</sup>, con la evidente similitud que también se dispone en el ámbito de la normativa concursal. Su estructura se basa en las reglas de responsabilidad de los dirigentes sociales (sean de hecho o de derecho)<sup>183</sup> o del empresario individual de

173

<sup>177</sup> Liquidator of West Mercia Safetywear Ltd. v Dodd (1988) 4 B.C.C. 30.

<sup>178</sup> Re Pantone 485 Ltd. [2002] 1 B.C.L.C. 266.

<sup>179</sup> Federal Deposit Insurance Corp v Sea Pines Co (1982) 692 F2d 973, 976-7.

<sup>180</sup> KEAY (2005), p. 620.

<sup>181</sup> Crédit Lyonnais Bank Nederland NV v Pathe Communications No CIV.A. 12130, 1991 Del Ch LEXIS 215, 108-9, citado por McCORMACK (2007), p. 527.

<sup>182</sup> En su parte pertinente, el art. L.651-2 del Code de Commerce dispone: "Lorsque la liquidation judiciaire d'une personne morale fait apparaître une insuffisance d'actif, le tribunal peut, en cas de faute de gestion ayant contribué à cette insuffisance d'actif, décider que le montant de cette insuffisance d'actif sera supporté, en tout ou en partie, par tous les dirigeants de droit ou de fait, ou par certains d'entre eux, ayant contribué à la faute de gestion. En cas de pluralité de dirigeants, le tribunal peut, par décision motivée, les déclarer solidairement responsables. // Lorsque la liquidation judiciaire a été ouverte ou prononcée à raison de l'activité d'un entrepreneur individuel à responsabilité limitée à laquelle un patrimoine est affecté, le tribunal peut, dans les mêmes conditions, condamner cet entrepreneur à payer tout ou partie de l'insuffisance d'actif. La somme mise à sa charge s'impute sur son patrimoine non affecté".

<sup>183</sup> LEGROS (2012), pp. 746-752; JACQUEMONT (2013), pp. 603-608; PÉROCHON (2014), pp. 775-777.

responsabilidad limitada, apreciando que su mala administración (*faute de gestion*) puede haber llevado a la crisis financiera de la sociedad y, en consecuencia, a la insuficiencia del activo en sede liquidatoria<sup>184</sup>. En este aspecto, la respuesta también se diseña en el marco de las herramientas concedidas para enfrentar los riesgos de la limitación de responsabilidad, atendiendo a que, en las estructuras sociales de responsabilidad ilimitada, el eventual perjuicio a los acreedores quedaría mejor cubierto en razón de la responsabilidad subsidiaria o solidaria de los socios<sup>185</sup>.

Para su operatividad, la normativa dispone la constatación de tres requisitos copulativos: la insuficiencia del activo, la mala administración y el vínculo de causalidad entre uno y otro<sup>186</sup>. Nos interesa detenernos en los dos primeros. Respecto a la insuficiencia del activo, el problema se presenta al tiempo de determinar los elementos a ser considerados y el tiempo de su constatación. Respecto al primer punto, Françoise Pérochon nos informa que el art. L.651-2 del *Code de Commerce* no concede un término preciso, de modo que tradicionalmente se ha atendido a la existencia de un pasivo anterior externo que sea superior al activo existente al momento en que el tribunal realiza la ponderación<sup>187</sup>. En referencia a su temporalidad, la incógnita se presenta porque mientras no se produzca la terminación del procedimiento concursal liquidatorio, no existirán evidencias del importe faltante y, en consecuencia, del nivel de lesión al derecho de los acreedores<sup>188</sup>. De ahí que, en virtud de la justificación indemnizatoria del instituto, será necesaria la certeza del importe de los activos realizados y, por tanto, el monto al que ascienden los créditos insatisfechos<sup>189</sup>.

Con relación a la mala administración, se trata también de un requisito de deslindes difusos, en tanto su calificación no se encuentra definida en la legislación concursal francesa. De este modo, corresponderá al tribunal su constatación por medio de su comparación con un sujeto ideal, como es el de un dirigente de competencias normales ubicado en la misma situación<sup>190</sup>, basado en el modelo del buen padre de familia<sup>191</sup>. En este punto, las dificultades del supuesto se concentran nuevamente

---

<sup>184</sup> LEGROS (2012), p. 756.

<sup>185</sup> JACQUEMONT (2013), p. 597.

<sup>186</sup> Respecto al vínculo de causalidad, los tribunales franceses lo han interpretado de manera bastante laxa, aplicando la teoría de la equivalencia de las condiciones, LEGROS (2012), p. 756.

<sup>187</sup> PÉROCHÓN (2014), p. 784.

<sup>188</sup> JACQUEMONT (2013), p. 609.

<sup>189</sup> PÉROCHÓN (2014), p. 785.

<sup>190</sup> JACQUEMONT (2013), p. 609; PÉROCHÓN (2014), p. 781.

<sup>191</sup> LEGROS (2012), p. 753.

en la valoración cualitativa de la conducta (sea activa u omisiva) desplegada por el dirigente, lo que se traduce en un análisis cuantitativo que detecte el incumplimiento de ciertos deberes que circunscriben la órbita de su actuación esperada<sup>192</sup>, aunque no se encuentren tipificados legal o reglamentariamente<sup>193</sup>. Lo anterior predetermina que el análisis a llevar a cabo por parte de los tribunales deba tomar en consideración todos los elementos de juicio necesarios para la ponderación de la conducta, lo que se inscribe en las dificultades propias de la calificación de la prudencia o imprudencia en las actuaciones económicas y financieras. Sobre el particular, empleando una interpretación extensiva de tal falta, se ha observado que la dilación a dar inicio a soluciones preventivas dispuestas a favor de los acreedores (como el nombramiento de un *mandat ad hoc*, la *conciliation* y la *sauvegarde*)<sup>194</sup>, si bien facultativos, pueden ser constitutivos de falta, en especial si de ello deriva una posterior cesación de pagos<sup>195</sup>.

Lo relevante en este punto es que la mala administración debe haber contribuido a la aparición o agravación de la cesación de pagos, y de ahí que se justifique la reacción indemnizatoria a favor de los acreedores. Si bien no hay referencia expresa a los efectos de la limitación de responsabilidad, la jurisprudencia ha calificado en esta órbita el comportamiento aventurado, sobre todo si se ha ejecutado una actividad deficitaria con conocimiento de causa<sup>196</sup>. De ello se deduce, en términos similares a los explicados para el *wrongful trading*, que, creada o agravada una situación de insolvencia, los deberes de los directores se deben centrar en evitar el perjuicio que sus decisiones pueden provocar en los acreedores, especialmente en aquellos casos en los que se constata la existencia de un problema de riesgo moral como el ya explicado. No obstante, la ausencia de criterios ciertos fijados *ex ante* para orientar la decisión de los dirigentes puede resultar problemático, en especial si la calificación a ser efectuada por el tribunal se dará en un momento en que ya ha tenido lugar la cesación de pagos y el riesgo de insolvencia al que se han enfrentado los acreedores ha pasado a ser cierto<sup>197</sup>. La ausencia de dichos criterios puede, de nuevo, conducir a ineficiencias en las decisiones empresariales orientadas a la maximización de la riqueza de los involucrados, especialmente si por la gravedad de las consecuencias

<sup>192</sup> JACQUEMONT (2013), p. 609.

<sup>193</sup> LEGROS (2012), p. 753.

<sup>194</sup> LEGROS (2012), p. 745, dando cuenta de la modificación propiciada por la Loi N° 2012-346, de 22 de marzo de 2012.

<sup>195</sup> PÉROCHON (2014), p. 781.

<sup>196</sup> LEGROS (2012), p. 753.

<sup>197</sup> BARROS BOURIE (2006), p. 823.

establecidas se produce una apertura temprana de los procedimientos concursales<sup>198</sup>.

### iii. El denominado “préstamo sustitutivo de capital”

Como señala Francesco Galgano:

“desde siempre ha sido visto desfavorablemente que los socios efectúen préstamos a la sociedad dado que, en sustancia, ocupan simultáneamente la posición de acreedor y deudor y, en esta segunda calidad, se encuentran en grado de atribuirse a sí mismos, en su contrapuesta condición de acreedores, mejores condiciones contractuales, colocándose así en una posición ventajosa respecto de los demás acreedores de la sociedad”<sup>199</sup>.

Por ello, un segundo modelo de reacción societaria está teñido de la denominada “infracapitalización nominal” de la sociedad desde la idea del denominado “préstamo sustitutivo de capital” o “financiamiento anómalo”. Ello puede observarse, con algunas variantes, en la teoría alemana de los *Eigenkapitalersetzende Gesellschafterdarlehen*<sup>200</sup>, primero creada jurisprudencialmente y luego recogida en la *GmbH-Reformgesetz*<sup>201</sup> (por medio de una normativa hoy derogada)<sup>202</sup>; por la legislación italiana<sup>203</sup> (en los arts. 2467 y 2497-*quinquies* del *Codice Civile*, incorporados por el decreto legis-

<sup>198</sup> Sobre los problemas asociados a dicha apertura temprana, véase GOLDENBERG (2012), pp. 339-342.

<sup>199</sup> GALGANO (2007), p. 150.

<sup>200</sup> Antecedentes que se remontan al año 1938 (RG 16 de noviembre de 1938). Aunque su mayor referencia está dada por el caso *Flugtaxi* de 1959 (BGHZ 31, 258ff).

<sup>201</sup> O Gesetz zur Änderungen des Gesetzes betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung und anderer handelsrechtlicher Vorschriften, de 4 de julio de 1980. La citada reforma se enmarcó en las medidas tomadas para el reforzamiento de las reglas de formación y conservación del capital de las sociedades de responsabilidad limitada, como indica ULMER (1998), p. 82, “como reacción frente a la proclividad a la insolvencia de las empresas con forma de sociedad limitada y el sinnúmero de situaciones de insolvencia producidas”.

<sup>202</sup> La §32a *GmbHG* identificaba los denominados préstamos sustitutivos de capital en las sociedades de responsabilidad limitada como “aquellos efectuados por el socio al tiempo en que un socio actuando como un ordenado comerciante hubiese aportado capital a la sociedad”. Si bien la norma pretendía originalmente la sustitución del criterio jurisprudencial, el *Bundesgerichtshof* entendió que la nueva regulación debía estimarse como complementaria, dando lugar a una duplicidad regulatoria sobre el punto: STADLER (1997), p. 5; GELTER (2006), p. 479; VERSE (2008), p. 1110; BACHNER (2009), p. 140. Por su parte, sobre la inaplicabilidad de la solución por analogía a otros tipos societarios (en especial, la sociedad anónima), véase KETZER (1989), pp. 25-30.

<sup>203</sup> PORTALE (2003), p. 663; CAMPOBASSO (2008), p. 441.

lativo de 17 de enero de 2003)<sup>204</sup> y por la legislación austriaca (por medio de la *Eigenkapitalersatz-Gesetz*, que entró en vigor el 1 de enero de 2004).

En todos estos casos, el tratamiento legal del “préstamo sustitutivo de capital” supone la identificación de un concepto material de capital que supera con creces la cifra nominal considerada en los estatutos sociales<sup>205</sup>. La transformación (aunque funcional) de los préstamos en capital propiamente tal supone, entonces, comprender la necesidad de estabilidad que no le proporciona el estatuto del financiamiento habitual, como tampoco la posibilidad de compartir los riesgos con los acreedores sociales<sup>206</sup>. De ahí que la reacción se bifurque en la revocación de los pagos efectuados en razón de los mismos en instancias anteriores a la crisis (facilitando la operatoria de la revocación concursal) y en la postergación del pago del crédito en la aplicación de las reglas de prelación de crédito en un escenario de liquidación.

Sin embargo, la lógica de cualquier suerte de reacción normativa enfrentada a la infracapitalización nominal pasa por la evaluación de dos puntos previos: por una parte, una vez más, la constatación de un deber de los socios de adecuar el capital al objeto social para el cumplimiento de sus actividades, aunque se trate de un principio no escrito en la legislación<sup>207</sup> y, por la otra, la identificación de una función del capital (y de su conservación) consagrada como garantía para los acreedores, en los términos explicados en la sección III.2.a<sup>208</sup>, que resulta analógicamente

<sup>204</sup> VITTONI (2006), p. 919. Aunque el debate en Italia sobre la reacción postergatoria se inició en razón del *versamento in conto capitale*, ABBADESSA (1988), pp. 506-508; ROSSI (2011), pp. 2 y 3 en materias más bien asimilables a una recaracterización de la deuda en razón de la voluntad de las partes GELTER (2006), p. 481, cuestión que se supera con creces en la dicción de la norma, aunque siguieron aplicándose los criterios jurisprudenciales de posposición, OLIVIERI (2013), p. 517. En contra, BALP (2007), p. 356, puesto que la infracapitalización nominal sólo podría haber sido abordada mediante una recaracterización del financiamiento como aportación de capital, lo que no puede lograrse por medio del mecanismo de la subordinación.

<sup>205</sup> LUTTER y HOMMELHOFF (1979), p. 42; GUASCH MARTORELL (1999), p. 1507.

<sup>206</sup> LUTTER y HOMMELHOFF (1979), pp. 33 y 34; RODRÍGUEZ SÁNCHEZ (2007), recurso electrónico disponible en CD Anuario de Derecho Concursal: 2003-2010.

<sup>207</sup> KETZER (1989), p. 19; ULMER (1998), p. 93. Para MÉNDEZ (2005), p. 669, es la función productiva del capital la que resuelve el punto: al tiempo que el capital social se constituye en un conjunto de medios propios para el desarrollo de una actividad determinada en cumplimiento del objeto social, su cuantía debe ser determinada para lograr su correcta adecuación a dicho propósito. En similar sentido, BORETTO (2015), p. 2093.

<sup>208</sup> Reconducción que, como advierte D'AIELLO (2014), p. 344, resulta más compleja en la medida en que no se expresa en la legislación un deber abstracto de dotar de capital suficiente a la sociedad para el ejercicio de la actividad y, acaso más, en razón de la tendencia legislativa europea a disminuir el importe de capital legal (o hacerlo desaparecer) al tiempo de constitución de la sociedad.

aplicable a aquellos tipos de financiación que efectivamente pretenden la sustitución del capital. Así, de nuevo se argumenta que solo es posible aplicar el beneficio de la limitación de responsabilidad en la medida en que exista un grado de protección para quienes negocian con la sociedad<sup>209</sup>, no bastando la mera publicidad del contenido del estatuto<sup>210</sup>. Ello puesto que, en caso contrario, el ordenamiento jurídico toleraría de forma implícita un segundo medio de traslación del riesgo de los socios a los acreedores, especialmente a los acreedores débiles<sup>211</sup>, perdiendo todo fundamento la función protectora del capital. Las dudas se presentan nuevamente en razón de las continuas modificaciones legales que han debilitado la lógica de la función de garantía del capital.

De este modo, la regla societaria que lleva a la recalificación funcional del financiamiento anómalo se entiende principalmente como un mecanismo de reequilibrio de las posiciones de riesgo<sup>212</sup> que deben asumir los socios en relación con sus acreedores<sup>213</sup>. Por ello, es posible apreciar las razones redistributivas, en especial si se atiende a la ausencia de un claro elemento subjetivo de imputación de un resultado dañoso<sup>214</sup>, que tampoco aparece enunciado de forma clara desde la perspectiva de los acreedores<sup>215</sup>. Porque si la limitación de responsabilidad tiene por principal objetivo la reducción de los riesgos del emprendimiento<sup>216</sup>, no es difícil seguir la línea en razón de la cual el ordenamiento jurídico puede reaccionar en los casos en que, aun a pesar de este beneficio, el socio pretenda limitar

<sup>209</sup> KETZER (1989), p. 19.

<sup>210</sup> PAZ-ARES (1983), p. 1597 llega a tal conclusión indicando que la ausencia de responsabilidad se sustituye por capital, de modo que la falta de capital debería reemplazarse con responsabilidad.

<sup>211</sup> GALGANO (2007), p. 151.

<sup>212</sup> PAVONE LA ROSA (1967), p. 674.

<sup>213</sup> Para un resumen de la justificación italiana a la reacción normativa, véase D'AIELLO (2014), p. 343.

<sup>214</sup> PORTALE (1991), p. 110; BALP (2007), p. 406, justificando el criterio objetivo dado por la norma en razón de una efectiva tutela del tercero. La ausencia de elementos subjetivos, en este caso, se reemplaza por la enunciación de una circunstancia típica en la que el financiamiento debe haber sido llevado a cabo, que representa el requisito objetivo para la aplicación de la regla de posposición en los términos antes indicados. Y, aunque debatiblemente, ofrece las bases para una presunción de un comportamiento oportunista en la forma de dotación de recursos, VITTONI (2006), p. 922, o, alternatively, como un modelo de posposición automática e independiente de la situación de anomalía por parte del socio financiador (OLIVIERI [2013], p. 519).

<sup>215</sup> En este sentido, STADLER (1997), p. 7; CAHN (2006), p. 292; VERSE (2008), p. 1112 reconocen las distancias con el modelo anglosajón que requiere de una conducta inequitativa que justifique el ejercicio de los poderes de equidad del tribunal para ofrecer una respuesta basada en la posposición del crédito.

<sup>216</sup> VATTERMOLI (2012), p. 94.



todavía más su exposición, trasladándolo al acreedor externo mediante la concesión de recursos por vía de financiamiento en lugar de aportes de capital<sup>217</sup>. De ahí que, en esta construcción, aún pueda entenderse que la reacción normativa lleva envuelto un juicio de reproche<sup>218</sup>, dando pie a una justificación sancionatoria<sup>219</sup>, lo que nos retrotrae nuevamente al deber implícito de correcta dotación de los recursos propios a la sociedad para el ejercicio de sus actividades.

Sin embargo, debe partirse de la base que no todo mecanismo de financiación por parte de los socios es repudiable y merece, en consecuencia, un trato desfavorable<sup>220</sup>. En la misma línea también se ha expresado parte de la doctrina alemana e italiana, al indicar que, si bien no existe obligación de dotación, si el socio la efectúa debe hacerlo de la manera financieramente correcta<sup>221</sup>, de manera de “no transferir el riesgo conexo a la actividad de la empresa abusando del beneficio de la responsabilidad limitada”<sup>222</sup>. De lo anterior, surge la necesidad de fijar con claridad la órbita de aplicación de esta reacción normativa, configurando los límites técnicos del financiamiento anómalo<sup>223</sup>, lo que usualmente es logrado mediante la identificación de un criterio de imputación objetiva de los eventuales perjuicios de la operación y la definición de la ausencia de un capital adecuado para la conducción de los negocios sociales<sup>224</sup>.

El criterio de imputación objetiva aplicado por Cándido Paz-Ares supone esencialmente la identificación de una posición de control por parte del socio financiador. De este modo, será evidente en el caso del socio mayoritario (imputación positiva), salvo cuando pueda separarse de manera objetiva su conducta con su participación en la sociedad, medida en razón del control sustancial de los fondos que administra (imputación negativa)<sup>225</sup>. Esta medición, que en el ordenamiento alemán solo se incorporó en la reforma propiciada a la *GmbHG* en abril de 1998<sup>226</sup>, y que

<sup>217</sup> GUASCH MARTORELL (1999), p. 1507.

<sup>218</sup> Reproche que, a juicio de MÉNDEZ (2005), p. 695, provendría precisamente del enmascaramiento de la ausencia de medios propios, dando una apariencia de estabilidad.

<sup>219</sup> En este sentido, PUGA VIAL (2013), p. 170; OLIVIERI (2013), p. 524.

<sup>220</sup> BERMEJO GUTIÉRREZ (2002), p. 455; LÓPEZ DÍAZ (2003), p. 302; RODRÍGUEZ SÁNCHEZ (2007), recurso electrónico disponible en *CD Anuario de Derecho Concursal: 2003-2010*.

<sup>221</sup> BACHNER (2009), p. 139; ROTH y KINDLER (2013), p. 61; OLIVIERI (2013), p. 523.

<sup>222</sup> OLIVIERI (2013), p. 523 (traducción del autor).

<sup>223</sup> OLIVIERI (2013), pp. 517-518.

<sup>224</sup> MARÍN DE LA BÁRCENA (2010), recurso electrónico disponible en <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=3129233> [fecha de consulta: 15 de febrero de 2016]; VATTERMOLI (2012), pp. 91-92.

<sup>225</sup> PAZ-ARES (1983), pp. 1628 y 1629.

<sup>226</sup> GELTER (2006), p. 480; CAHN (2006), p. 291.



se regula ampliamente en la *Eigenkapitalersatz-Gezetz* austriaca<sup>227</sup>, se presenta en la legislación italiana solo en el supuesto previsto en el art. 2497-*quinquies* del *CC*<sup>228</sup>, mas no en la regulación general dispuesta en su art. 2467<sup>229</sup>. Esta idea, como hemos señalado, se concentra en la noción de que las reglas de protección a los acreedores en el contexto societario (y, veremos, luego en sede concursal) se justifican en la lógica de que el peligro que implica la regla de responsabilidad limitada pudiese generar comportamientos oportunistas, pero solo situados en quienes pueden efectivamente llevar a cabo los mismos, como son los controladores<sup>230</sup>.

A nuestro juicio, la solución italiana tiende a que una imputación basada en el control de la sociedad deudora tiene una mayor relación con la restitución del pago efectuado antes en el curso del año anterior al inicio del procedimiento concursal (art. 2467 del *CC*, segunda parte), puesto que es en razón de aquel que el socio financiador puede haber forzado una restitución temprana de los recursos en las proximidades de la declaración de insolvencia<sup>231</sup>. La sociedad, por tanto, puede pasar de estar capitalizada en apariencia a infracapitalizada de manera sorpresiva por el solo arbitrio del socio financista<sup>232</sup>, por la mera aplicación de la

180

<sup>227</sup> Al efecto, el §5(1) de la citada normativa trata del supuesto subjetivo de la figura el préstamo sustitutivo de capital haciendo referencia al control de la sociedad, al hecho de tener una participación de al menos un veinticinco por ciento del capital nominal o cuando el accionista posea la mayoría de los votos o ejerza una posición dominante sobre la sociedad.

<sup>228</sup> GALGANO (2007), p. 150, explica la norma situando su justificación en la influencia dominante sobre la sociedad financiada.

<sup>229</sup> OLIVIERI (2013), p. 521. Obsérvese que el modelo italiano no ofrece excepciones a la operatividad de la regla en razón de una menor participación en el capital social, ni hace referencias expresas a una posición de control. En este sentido, CAMPOBASSO (2008), p. 445, indica la rigidez de la disposición se justifica por la voluntad del legislador de conceder poder de administración a todos los socios, o, al menos, acceso a la información y el derecho de inspección mediante las amplias facultades dispuestas en el art. 2476 del *CC*, lo que daría cuenta de una actitud pasiva ante el método de dotación de recursos por medio de financiamientos anómalos. En similar sentido, BALP (2007), pp. 407 y 408 apunta a que la conducta de financiamiento del socio no debe ser evaluada conforme a un criterio que pretende individualizar una determinada forma de influencia en la gestión social, como sí se presentaba en el ordenamiento alemán.

<sup>230</sup> BACHNER (2009), p. 21.

<sup>231</sup> VERSE (2008), p. 1116.

<sup>232</sup> De ahí que la reacción normativa puede representarse como un medio de protección de los terceros acreedores ante la apariencia de normalidad financiera que estos tipos de financiamiento pueden conseguir, especialmente en aquellos casos en los que su finalidad está asociada a la prolongación de la situación crítica que vive la empresa. Por ello, la respuesta suele encabezarse por la conducta desplegada por los socios, por medio de la elección de una forma de dotación de recursos que, en cualquier tiempo, puede ser revertida, regresando a la sociedad al estado de crisis que le antecedió, LUTTER y HOMMELHOFF (1979), pp. 35 y 36.

mecánica del pago<sup>233</sup>. Pero respecto a la posposición propiamente tal, la falta de una referencia al punto permite entender que el art. 2467 del CC establece que la cuestión encaja mejor con la idea de una asimetría informativa, en términos que el socio financiador conoce (o, al menos, puede conocer) la situación de la empresa de mejor forma que los acreedores externos, lo que siembra las sospechas de la búsqueda de un mecanismo que pretenda posicionarle en igual situación que estos para el caso de conflicto<sup>234</sup>, justificando una respuesta basada en la inadecuación de la traslación del riesgo<sup>235</sup>.

Si bien en todos estos casos la estructura pareciese asumir un daño a los acreedores por parte de los socios que no han efectuado las correspondientes aportaciones de capital<sup>236</sup>, no se plantea una solución similar a la dispuesta en el modelo de la *equitable subordination* estadounidense que, como veremos<sup>237</sup>, permite apreciar la extensión de dicho daño a efectos de efectuar el reequilibrio de las posiciones de los diversos acreedores. En tal sentido, la postergación prevista en la derogada legislación alemana, en la ley austriaca y en el *Código* italiano se presenta como total y completa<sup>238</sup>, como una forma de reubicación del riesgo dada en razón de un financiamiento anómalo concedido en una situación de crisis financiera, alterando la estructura de riesgo que supone una sociedad de responsabilidad limitada<sup>239</sup> sin requerir de la identificación de acreedores cuyos intereses resulten particularmente tutelados por la norma<sup>240</sup>. Se deduce, en consecuencia, que se trata de una regla por medio de la cual se pretende

<sup>233</sup> De ahí la posible reacción legislativa que obliga a la devolución del pago del financiamiento efectuado con anterioridad a la apertura del concurso, sobre la base de la incongruencia en el actuar del socio financiador que, por una parte, dotó de fondos a la empresa para permitir su operatividad y, por la otra, la privó de los mismos sin que se haya logrado efectivamente su objetivo. Así, PAZ-ARES (1983), p. 1624 justifica esta reacción conforme a los postulados de la teoría de los actos propios.

<sup>234</sup> ABBADDESA (1988), p. 498; VATTERMOLI (2012), pp. 93-94; ABRIANI (2013), p. 702; OLIVIERI (2013), p. 516. La ubicación y dicción de la norma postergatoria, Sin embargo, puede dar lugar a dudas sobre su operatividad fuera de un procedimiento concursal, OLIVIERI (2013), pp. 529-531. En especial, su tratamiento en sede societaria (y no en el marco de la LF) y la traslación del riesgo como conducta indebida pueden justificar su utilización en supuestos en que no se ha constatado aun la existencia de un escenario de insolvencia (art 5 de la LF) o se ha declarado su apertura.

<sup>235</sup> BALP (2007), p. 351; OLIVIERI (2013), p. 526.

<sup>236</sup> ABRIANI (2013), p. 702. Obsérvese sobre el particular el intento de VITTONI (2006), pp. 942-944, de reconducir la figura a la lógica de la responsabilidad por la concesión abusiva del crédito por parte del socio.

<sup>237</sup> *Infra*, III.3.b.

<sup>238</sup> BALP (2007), p. 369.

<sup>239</sup> OLIVIERI (2013), p. 516.

<sup>240</sup> BALP (2007), p. 345.

asegurar el correcto financiamiento de la empresa<sup>241</sup>, y que, en razón de la infracción a dicho deber en una situación de infracapitalización nominal, sea por parte de los socios, sea por parte de aquellas sociedades que integran el grupo (particularmente, en el art. 2497-*quinquies* del *CC* italiano) o con las limitaciones otrora previstas en las §§32a y 32b del *GmbHG*, se produce el injusto que amerita la reacción postergatoria.

Por su parte, la constatación de que la sociedad efectivamente no presenta un capital adecuado, constituyendo los deslindes de un financiamiento anómalo, supone una labor de complejísima construcción<sup>242</sup>. Aquí el problema está dado por la identificación del supuesto típico que da lugar a la recalificación normativa hacia un concepto próximo al capital de riesgo<sup>243</sup>, en que no se conceden parámetros precisos para su constatación, sino mediante términos abiertos<sup>244</sup>, provocando de nuevo los problemas de certeza jurídica que se han reiterado a lo largo del presente artículo y que pueden terminar mermando toda la lógica de la limitación de la responsabilidad. Para ello se emplean conceptos de contornos difusos, tales como la capitalización que hubiese llevado a cabo un ordenado comerciante (§32a de la *GmbHG* alemana), o la consideración al tipo de actividad ejercitada, el desequilibrio excesivo en materia de *leverage* y la razonabilidad de la aportación (art. 2467 del *CC* italiano)<sup>245</sup>. Obsérvese, Sin embargo, que la doctrina judicial del *Eigenkapitalersetzender Gesellschaftendarlehen* se basaba en otra suerte de criterios, fundado principalmente en la aplicación analógica de las §§30 y 31 de la *GmbHG*, relativas a reglas societarias de conservación de capital<sup>246</sup>. Ello justifica que, en la aplicación de esta doctrina judicial, no se requiriese de una situación de insolvencia

<sup>241</sup> ABRIANI (2013), p. 704. De ahí que GALGANO (2007), p. 151, señale que la postergación forzosa es un remedio legal ideado contra el difuso fenómeno –*sub* art. 2327 (relativo al monto de capital mínimo)– de las sociedades por acciones o de responsabilidad limitada constituidas con un capital exiguo, desproporcionado respecto del tipo de actividad económica descrita en el estatuto como objeto social, pudiendo operar solo gracias al financiamiento constante de los socios o de terceros, que garantizan sus créditos con el patrimonio social de la empresa.

<sup>242</sup> D'AIELLO (2014), p. 347.

<sup>243</sup> *Op. cit.*, p. 341.

<sup>244</sup> O elásticos, como indica GALGANO (2007), p. 152, que deben ser integrados por principios de política económica elaborados por las ciencias económicas.

<sup>245</sup> OLIVIERI (2013), p. 518. Recalificación que, como agrega el autor (p. 527), no es completa puesto que solo se resuelve a modo de posposición del financiamiento del socio respecto a los demás acreedores, pero siempre permitirá el reembolso previo a los demás socios en caso de existir un remanente. De lo anterior, es posible sostener que el crédito sigue siendo considerado como tal, de manera que la proximidad con el capital de riesgo solo se produce respecto a los acreedores externos en razón del uso del instrumento de la subordinación legal del crédito.

<sup>246</sup> HUBER y HABENSACK (2006), pp. 373 y 390; BACHNER (2009), p. 139.

al tiempo de la dotación de recursos para llevar a cabo la recalificación<sup>247</sup>, cuestión que, como veremos, justifica el tratamiento dado por los §§39.5 y 135 de la InsO” a partir de la *MoMIG*.

En ambos casos, los criterios utilizados han sido observados desde la idea de un juicio que revela diversas concepciones en razón de los deslindes del reproche efectuado a este tipo de financiamientos:

- i) un criterio demostrativo de una inadecuada estructura financiera de la sociedad<sup>248</sup>, en que el financiamiento se otorga ante una conformación incorrecta de los recursos para el desarrollo de la actividad, dado por la desproporción entre capital y deuda<sup>249</sup>;
- ii) una constatación de la situación de crisis en la que se encontraba la empresa al momento del otorgamiento del crédito, sea sobre la base de su iliquidez o sobreendeudamiento<sup>250</sup>, especialmente

<sup>247</sup> BACHNER (2009), p. 141.

<sup>248</sup> BALP (2007), p. 401. A lo anterior, VITTONI (2006), p. 923 agrega que la norma claramente da cuenta de la posibilidad de existir un desequilibrio, dadas las particularidades del negocio y las ventajas en especial tributarias que resultan del endeudamiento, por lo que la operatividad de la regla solo resulta de un desequilibrio excesivo, como el que propone el art. 2467 del CC.

<sup>249</sup> PAZ-ARES (1983), p. 1626; PORTALE (1991), p. 108, identificando el supuesto de infracapitalización con el hecho de que la sociedad cuenta con medios para el cumplimiento de su objeto social, pero no por medio de aportaciones de capital de riesgo adecuado (en relación con la dimensión de la actividad) y la concesión del financiamiento en forma desproporcionada al capital social de la cual está dotada. Si bien ambos autores hacen referencia a la adecuación en razón del cumplimiento del objeto social, nos parece más representativa la dicción de la norma italiana, referida a las actividades desempeñadas por la sociedad. Esta cuestión amerita la referencia a la función histórica del objeto social, que inicialmente marcaba los linderos del monopolio otorgado mediante el sistema concesional (*charter, carta, octroi*), a su evolución en sistema liberales de conformación de sociedades a una función privatista que tiene por principal finalidad el delimitar los poderes de actuación de los administradores sociales, MONTANARI (1980), pp. 573-574. De tal suerte, la alusión al objeto social debe entenderse como una referencia a los límites máximos de actuación, pero no es necesariamente indiciario de todas las actividades que, en los hechos, son llevadas a cabo por la sociedad. Ahora bien, incluso si entendemos la implícita necesidad de adecuación en torno al efectivo ejercicio de las actividades sociales, la regla prevista en el *Código* italiano tampoco parece dar un criterio preciso para la determinación del excesivo desbalance entre capital y deuda, cuestión que puede justificarse en razón de las diversas realidades que se dan en las finanzas corporativas, cuestión que, como observa D’AIELLO (2014), pp. 349 y 350, –haciendo referencia al teorema de Modigliani y Miller– tampoco ha podido ser por completo resuelto por la teoría económica. En el mismo sentido, OLIVIERI (2013), p. 518, dando cuenta de la imposibilidad de que el legislador delimite *ex ante* un equilibrio entre los medios propios y ajenos, aun cuando entiende que, en razón de esta desproporción, parece justificarse una reacción sancionatoria por mantener una sociedad artificialmente con vida en razón de una incorrecta forma de dotación de recursos que ofrece una mayor presión a los acreedores externos (p. 524).

<sup>250</sup> VERSE (2008), p. 1111.

en los términos en que se configura el presupuesto objetivo del concurso en el ordenamiento alemán<sup>251</sup> y en el austriaco<sup>252</sup>, o, al menos, situando a la sociedad deudora en un escenario de riesgo de insolvencia, como apunta la doctrina italiana<sup>253</sup> y

- iii) por último, un análisis del *creditworthiness* o *Drittmanntest*<sup>254</sup>, realizado por medio de una valoración hipotética *ex post* con criterios de mercado<sup>255</sup>, asumiendo la posición de un tercero desinteresado debidamente informado<sup>256</sup>, sobre la base de la dinámica ya prevista en el ordenamiento alemán, y que retoma expresamente la norma austriaca<sup>257</sup> al tiempo que ha encauzado la comprensión del criterio jurisprudencial de la norma italiana<sup>258</sup>.

De tal suerte, la libertad de la que gozan los socios para dotar de recursos propios a la sociedad para el desarrollo de sus actividades cesaría al tiempo en que, en una fase patológica de la empresa, hubiese sido económicamente razonable una dotación de capital. Y, en tal caso, no se lleva a cabo una recaracterización del crédito a efectos de aplicar el estatuto propio de los aportes<sup>259</sup>, dado que la solución no se encuentra en una calificación de la voluntad presunta de las partes<sup>260</sup>, sino una reconducción económica dada imperativamente por la postergación hasta que sean satisfechos los acreedores no subordinados, reequilibrando la asignación del riesgo entre los socios y los acreedores<sup>261</sup>. Por tanto, se pretende asumir que el problema de la traslación del riesgo se aprecia en particular en aquellas situaciones en la que se utiliza en el contexto

<sup>251</sup> De ahí que STADLER (1997), p. 7 emplee como parámetro el deber impuesto a los directores en la §64(1) *GmbHG* de solicitar la apertura del procedimiento concursal.

<sup>252</sup> ROTH y KINDLER (2013), p. 65, advirtiendo que esta solución austriaca se basa en los estándares fijados en el contexto anglosajón. Al efecto, el §2 de la *Eigenkapitalersatz-Gesetz* delimita la situación de crisis en la que debe encontrarse la norma para la operatividad de la reacción a los préstamos sustitutivos de capital, haciendo referencia a la insolvencia, sobreendeudamiento y si la razón de capital de la sociedad es inferior al ocho por ciento y el plazo de amortización de la deuda asciende a más de quince años.

<sup>253</sup> OLIVIERI (2013), p. 524.

<sup>254</sup> LUTTER y HOMMELHOFF (1979), p. 33; STADLER (1997), p. 7; HUBER y HABENSACK (2006), p. 377; GELTER (2006), p. 480; BACHNER (2009), p. 138.

<sup>255</sup> ABBADESSA (1988), p. 505; OLIVIERI (2013), p. 525.

<sup>256</sup> VITTONI (2006), p. 923; CAMPOBASSO (2008), pp. 442 y 443; OLIVIERI (2013), p. 525.

<sup>257</sup> ROTH y KINDLER (2013), p. 65.

<sup>258</sup> BALP (2007), p. 405. OLIVIERI (2013), p. 525, agrega que este mecanismo permitirá resolver la ardua tarea de reconstruir la posición del socio financiador al tiempo del otorgamiento del financiamiento, volviendo a la regla de la “recapitalización o cierre” que aquel podría haber infringido.

<sup>259</sup> BALP (2007), p. 353; ROSSI (2011), p. 9; OLIVIERI (2013), p. 527.

<sup>260</sup> PORTALE (1991), p. 111; OLIVIERI (2013), pp. 518 y 519.

<sup>261</sup> ABBADESSA (1988), p. 504; VITTONI (2006), p. 920.

de crisis de la empresa<sup>262</sup>. La cuestión va más allá de la vulneración de la transparencia en el tráfico jurídico<sup>263</sup> y se observa en términos más generales como una obstaculización a los derechos de los acreedores (como infracción al deber de *nonhindrance*, al que hace referencia Robert Clark)<sup>264</sup>, de manera que el injusto se produce precisamente por la prolongación de una crisis, en que el nuevo financiamiento ofrece resultados inciertos, cuando lo que probablemente hubiese correspondido era solicitar de forma directa la liquidación de la sociedad<sup>265</sup>. En razón de ello, Gustavo Olivieri y Massimo Massella Ducci Teri señalan que este tipo de reglas también se fundamenta implícitamente en el deber de “recapitalizar o cerrar” impuesto a los socios como un medio de tutela a los acreedores<sup>266</sup>. Esta noción se traduce en la constatación de la existencia de un riesgo moral<sup>267</sup>, en que el financiamiento produce una traslación inadecuada del riesgo por cuanto no hay posibilidad que los acreedores califiquen el mérito o conveniencia de la entrega de recursos, en especial si se atiende a la situación financiera en que se encuentra la sociedad deudora. De otro modo, añade Dirk Verse, el socio financista que opta por continuar con el negocio termina especulando a expensas de sus acreedores<sup>268</sup>, de manera que la sanción que se imprime en la posposición del crédito se justifica como un intento de frenar un comportamiento ineficiente por parte de los socios.

En este sentido, Gaia Balp nos indica que la lógica del art. 2467 del CC nos anuncia que el comportamiento llevado a cabo por el socio que ha efectuado un financiamiento ante una situación de precario equilibrio financiero de la sociedad descarga el riesgo de *default* en los acreedores, conducta que puede ser calificada como desleal y perjudicial a tales terceros, ameritando una reacción por parte del ordenamiento jurídico<sup>269</sup>. El injusto, nos señala Massimo Rossi, parece representarse por las dudas que merecen al legislador los intentos de evitar los riesgos que implicaría la

<sup>262</sup> A diferencia del modelo anglosajón, CAHN (2006), p. 292. Solo en estos contextos de crisis se estimó admisible la reacción jurídica por parte del ordenamiento, mientras su otorgamiento en un contexto no patológico de la empresa son considerados inofensivos, por lo que su tratamiento es equivalente al de un préstamo otorgado por un tercero independiente. Véase LUTTER y HOMMELHOFF (1979), p. 34; VERSE (2008), p. 1111.

<sup>263</sup> LUTTER y HOMMELHOFF (1979), pp. 35 y 36.

<sup>264</sup> CLARK (1977), pp. 512-517.

<sup>265</sup> Así también, GELTER (2006), p. 480 nos señala que el criterio de imputación está dado por la necesidad de responsabilidad por las consecuencias de las decisiones financieras (*Finanzierungsfolgenverantwortung*).

<sup>266</sup> OLIVIERI (2013), pp. 523-526.

<sup>267</sup> *Op. cit.* (2013), p. 526.

<sup>268</sup> VERSE (2008), p. 1114.

<sup>269</sup> BALP (2007), p. 346.

aportación de capital (riesgo de “residualidad”), pretendiendo ocupar una posición equivalente a la de los acreedores externos<sup>270</sup>. O, como se advierte en el trabajo de Giuseppe Portale, como una sanción a la infracapitalización nominal, pero solo en cuanto a que el préstamo efectivamente pueda ser calificado como anómalo, lo que da cuenta del contexto específico en el que se llevó a cabo, permitiendo su “conversión” en capital de riesgo<sup>271</sup>. La reacción no toma en consideración elementos volitivos referidos a la intención del socio financiero al tiempo del otorgamiento del crédito<sup>272</sup>, de modo que ella se presenta de manera automática en la medida en que el financiamiento sea calificado de forma objetiva como anómalo.

Sin embargo, en relación con este punto, Martin Gelter observa lo siguiente: el principal problema que ha notado mayormente la doctrina es que una reacción degradatoria por parte de la ley o de los tribunales al financiamiento de los socios está dada por mermar las posibilidades de un salvamento eficiente de la empresa<sup>273</sup>. Aún más, se ha señalado que de la regla de subordinación derivaría una eventual privación a los deudores de una alternativa de financiación que puede resultar mucho más simple y barata que la que puede obtenerse de acreedores externos, incluso en el caso que estos estuvieran dispuestos a prestarla en atención a su situación financiera y patrimonial<sup>274</sup>. Efecto de lo anterior podría estar dado, como reconoce el informe de la UNCITRAL, en un retroceso en la actitud de las personas relacionadas al deudor de conceder este tipo de créditos, generando un proceso acelerador de la eventual liquidación del negocio<sup>275</sup>. Todo lo anterior porque la operación de rescate solo se realizará en la medida en que el beneficio esperado en una eventual liquidación sea superior al monto del endeudamiento<sup>276</sup> o, en otros términos, cuando el valor de la empresa, deducido el monto del préstamo de rescate, es superior al valor de

---

<sup>270</sup> ROSSI (2007), p. 4.

<sup>271</sup> PORTALE (1991), pp. 109 y 117.

<sup>272</sup> Sobre la solución inversa a la que había llegado la jurisprudencia italiana a partir de la década de los setenta, por supuesto, previo a la incorporación de la regla en el *Codice Civile* en 2003, véase OLIVIERI (2013), pp. 518-520.

<sup>273</sup> GELTER (2006), p. 480, dejando constancia de que fueron estas las razones, por ejemplo, por las cuales el ordenamiento suizo no fue reformado a fin de codificar una reacción a los supuestos de infracapitalización nominal (p. 481). Otras referencias sobre este aspecto pueden encontrarse, entre otros, en ARMOUR *et al.* (2009b), p. 138 y, en especial, en el Informe Winter, disponible en [www.ecgi.org/publications/documents/report\\_en.pdf](http://www.ecgi.org/publications/documents/report_en.pdf), p. 149, [fecha de consulta: 15 de febrero de 2016], al tiempo que algunos de los comisionados no compartían la medida de la subordinación por temer que esta puede constituir un obstáculo para el financiamiento de la empresa por parte de las personas relacionadas (*insiders*).

<sup>274</sup> SEBASTIÁN QUETGLAS (2010), p. 447.

<sup>275</sup> BLASCO GASCÓ (2010), p. 327.

<sup>276</sup> GELTER (2006), p. 484.



liquidación que recibirá<sup>277</sup>. Sin regla de subordinación, el monto esperado de recuperación sería, evidentemente, mayor al que le correspondería en un caso en que el crédito resulte subordinado, por lo que el incentivo racional a realizar el rescate, en este último caso, ofrece una barrera superior al modificarse en lo sustancial el valor de liquidación esperado.

Como corolario de lo anterior, esta solución presenta problemas de dos índoles: el primero, por la necesaria utilización de criterios abiertos para lograr el reproche al socio financiero, restando certeza jurídica y provocando dificultades en la aplicación práctica de la norma; luego, porque estas medidas pueden acelerar la liquidación de la empresa al tiempo que dificulta la concreción de un mecanismo de dotación de recursos que puede parecer más barato y flexible para asegurar la continuación de la empresa viable.

#### iv. El levantamiento del velo corporativo

La doctrina del alzamiento del velo corporativo, construida a fin de ignorar la separación entre socios y sociedad, aparece como un tema controversial en la literatura del Derecho Societario<sup>278</sup>. Ello se justifica porque, salvo la acreditación de un abuso de la personalidad jurídica o, directamente, fraude a la ley, su aceptación indiscriminada puede terminar por restar toda justificación a los modelos sociales, en especial aquellos que se cifran precisamente en la limitación de la responsabilidad de los socios<sup>279</sup>. Sin embargo, el estudio de esta posibilidad ha surgido en la materia que estudiamos puesto que, sea descartando o complementando los modelos de responsabilidad civil antes enunciados, la mirada se dirige ahora a la búsqueda de soluciones propiamente societarias ante los problemas de infracapitalización<sup>280</sup>. Así, y como puede advertirse desde la perspectiva estadounidense bajo la idea del *instrumentality rule*<sup>281</sup>, lo que se pretende es trasladar el problema a uno propio de la noción y fines de la personalidad jurídica<sup>282</sup>, de manera de generar una corrección por medio de sortear el hermetismo societario a fin de extender la responsabilidad a quienes han dotado a la sociedad con recursos insuficiente<sup>283</sup>.

187

<sup>277</sup> GELTER (2006), p. 485.

<sup>278</sup> Por todos, DE ÁNGEL YAGÜEZ (1995), pp. 16-17 y LYON PUELMA (2002), p. 61.

<sup>279</sup> MIGUENS (1995), pp. 335-336.

<sup>280</sup> MÉNDEZ (2005), p. 695. Para un estudio de la jurisprudencia española sobre la materia, véase DE ÁNGEL YAGÜEZ (2013), pp. 751-780.

<sup>281</sup> Para una referencia sobre el punto, véase MIGUENS (1995), pp. 332-336. El punto, como observa el autor, situaba la solución en ignorar la personalidad en los casos en que la sociedad se encontrase organizada y controlada de tal modo que la filial fuere simplemente un mero instrumento de la otra.

<sup>282</sup> PAZ-ARES (1983), p. 1591.

<sup>283</sup> LÓPEZ DÍAZ (2003), p. 304.

En particular, la citada regla de la instrumentalidad ofrece una solución bastante más radical que las ya indicadas<sup>284</sup>, bajo parámetros que jurisprudencialmente pueden rastrearse a *In re Watertown Paper Co*<sup>285</sup>. Al respecto, ya en el ámbito concursal, dicha regla proporciona dos consecuencias adicionales a considerar: por una parte, impide la comunicación del crédito, bajo la idea de que no pueden existir créditos en contra de la misma entidad (*alter ego*)<sup>286</sup> y, por la otra, se ofrece como solución la extensión de la responsabilidad en el pago de los créditos de la sociedad filial a los accionistas de la sociedad matriz<sup>287</sup>.

Dado que esta doctrina reconoce sus bases en fórmulas basadas en parámetros de equidad, y, por tanto, flexibles en su articulación<sup>288</sup>, la cuestión se traduce en configurar un tipo puntual de abuso por parte de los socios que pretenden resguardarse bajo el manto protector del tipo societario<sup>289</sup>, sin equilibrar de manera adecuada los riesgos de los terceros por medio del entero de contribuciones de capital que resulten adecuadas para la realización de su giro<sup>290</sup>. Se supone, entonces, que la facilidad dada por la responsabilidad limitada, permitiendo al socio arriesgar solo el capital aportado, no puede ser utilizada como un mecanismo para defraudar los intereses de terceros<sup>291</sup>.

<sup>284</sup> TAYLOR (1947), pp. 8-10.

<sup>285</sup> *In re Watertown Paper Co* (169 F.252 (2nd Cir. 1909), cuyo desarrollo y explicación puede consultarse en MIGUENS (1995), pp. 332-336.

<sup>286</sup> DE ÁNGEL YAGÜEZ (2013), p. 762 da cuenta del parecer de la jurisprudencia española en el sentido de que la unidad de actuación, en caso que dé lugar a la instrumentalización de la sociedad deudora, constituye un elemento a ponderar en la utilización de la doctrina del alzamiento del velo.

<sup>287</sup> Así, la doctrina de la instrumentalidad había sido utilizada solo en el contexto de las filiales de propiedad exclusiva de la sociedad controladora (*wholly-owned subsidiaries*). Véase ISRAELS (1942), p. 378. Por su parte, para revisar este mecanismo como un modo de exclusión, alternativo a la posibilidad de revocación de los créditos al interior del grupo, véase VATERMOLI (2009), p. 1404. Finalmente, como un medio justificativo de la subordinación, en los casos en que la instrumentalidad se aneje al control en detrimento de la filial y de las personas relacionadas a la misma, véase HERZOG y ZWEIBEL (1961/1962), pp. 102-112, y de la posibilidad de una consolidación sustantiva de activos y pasivos del grupo (*substantive consolidation*) (WES JR. [1977], *passim*).

<sup>288</sup> BOLDÓ RODA (1996), p. 151.

<sup>289</sup> DÍAZ VILLALOBOS (2011), p. 133, en la medida en que en el caso concreto se haya abusado de la responsabilidad limitada o se constituya como una forma de fraude. En similar sentido, WALDE JÁUREGUI (2015), p. 183.

<sup>290</sup> O, como indica BORETTO (2015), p. 2093: “como contrapeso por el excepcional beneficio de exclusión de la responsabilidad patrimonial personal de los socios, se reclama que el capital social sea adecuado a las actividades que la empresa realiza y que sea mantenido durante toda la vida societaria, so pena de frustrar los derechos de los terceros contratantes a quienes pretende proteger el instituto”.

<sup>291</sup> BORETTO (2015), p. 2101. En contra, LYON PUELMA (2002), p. 76, quien entiende que la separación de patrimonios debe permanecer inalterada porque es una realidad jurídica

Entonces, el problema nuevamente parte de la base de que la responsabilidad limitada se configura como un privilegio que requiere de un contravalor, de manera que su ausencia configuraría un claro supuesto de abuso que merece la descalificación, no tanto de todos los aspectos asociados a la personalidad jurídica<sup>292</sup>, sino de la mentada limitación<sup>293</sup>. Lo anterior parece producir un ajuste a la comprensión general de la doctrina del levantamiento del velo, solo focalizándolo en aquellos terceros que realmente necesitan de protección<sup>294</sup>. Volviendo a la idea subyacente expresada al tiempo de plantear las soluciones contractuales<sup>295</sup>, resulta irrisorio que la reacción pretenda un levantamiento general del velo y que proponga el desconocimiento de la personalidad (y, en consecuencia, la posibilidad de dirigirse en contra de los socios) incluso respecto de aquellos acreedores que han previsto el riesgo y lo han incorporado en los términos y condiciones de la relación crediticia<sup>296</sup>. Así, en este caso la técnica pasaría de nuevo por una protección a los *non-adjusting creditors*<sup>297</sup>, y solo respecto a ellos se comprendería cabalmente la desestimación de la limitación de responsabilidad.

Asimismo, y como se puede observar, tal reacción tiene mayor vinculación con la noción de infracapitalización material<sup>298</sup>, puesto que es aquí donde puede advertirse un eventual incumplimiento del deber implícito de dotación adecuada de recursos por parte de los socios, al tiempo en que logra constatare la manifiesta incongruencia entre el capital aportado y los medios necesarios para el desarrollo de la actividad social<sup>299</sup>. Ahora bien, la inexistencia de normas que tratasen directamente al tema

189

---

emanada de la ley, siendo el dolo o el fraude irrelevante para el desplazamiento de la forma.

<sup>292</sup> Así, DE ÁNGEL YAGÜEZ (2013), p. 122 explica como el levantamiento del velo no produce la desaparición o la nulidad de la sociedad, sino solo “desconocer alguna de las consecuencias a las que puede llevar el principio de que la personalidad del ente es distinta independiente de las de los sujetos –sean a su vez personas físicas o jurídicas- que lo integran”.

<sup>293</sup> BOLDÓ RODA (1996), p. 411 y MÉNDEZ (2005), p. 654.

<sup>294</sup> Así, no nos parece, como señala LÓPEZ DÍAZ (2003), p. 312, que la reacción termine con el hermetismo que supone la personalidad, sino solo esta particularidad de ciertos tipos societarios.

<sup>295</sup> *Supra*, III.1.

<sup>296</sup> DE ÁNGEL YAGÜEZ (2013), pp. 772-778, invocando la idea de que si el acreedor sabía con quien contrataba, en qué condiciones lo hacía, y, en suma, la entidad del riesgo asumido, no puede suscitar *a posteriori* la desproporción entre el capital social y la obra acometida.

<sup>297</sup> BOLDÓ RODA (1996), pp. 412 y 413.

<sup>298</sup> *Op. cit.*, p. 410.

<sup>299</sup> BORETTO (2015), p. 2098 expone que la infracapitalización material (a diferencia de la nominal) implica un peligro actual para los terceros y, por tanto, tendría una mayor gravedad. Sobre esta posibilidad en el ámbito de la insolvencia, véase ORTIZ SOLORZA y VARELA FLECKENSTEIN (2013), pp. 353-354.

de la infracapitalización de sociedades con limitación de responsabilidad, especialmente en modelos como los anglosajones que no contienen mayores reglas de protección de los acreedores en sede societaria, produjo un primer acercamiento por medio de la doctrina del levantamiento del velo, como un mecanismo técnico dirigido a justificar la responsabilidad de los socios, ahí donde la ley parecía ofrecer una respuesta inversa<sup>300</sup>. Para los efectos de delinear el abuso en torno a la regla de la instrumentalidad, por tanto, se requeriría una situación de dominación o control, además de una conducta reprochable por fraude<sup>301</sup>.

Aunque la fundamentación en el abuso como criterio rector se advierte como ineludible, tal respuesta asume que la dotación de menores recursos a los que resultan adecuados puede constituir en sí misma un artificio fraudulento, incluso en aquellos casos en los que el ordenamiento haya liberado a los socios de reglas de capital mínimo. En este parecer, la libertad que el sistema ofrece sobre el punto no implica una desaparición del deber de capitalización, el que, implícito, provocará la reubicación del riesgo en cabeza de los socios por la desaparición de la separación entre el patrimonio propio y el patrimonio social para dar mejor cobertura a los acreedores sociales<sup>302</sup>. Pero a efectos de no ofrecer una solución que termine por poner en riesgo las ventajas sociales de la propia limitación de responsabilidad, existiría acuerdo en que debe existir una relación manifiestamente desproporcionada entre ambos rubros (capital y necesidades del negocio)<sup>303</sup>, aunque no se establezcan claros parámetros para su medición.

Como podrá adelantarse de lo que ya se ha indicado, las críticas sobre esta fórmula de solución comparten varias de aquellas que hemos enunciado previamente. Nuevamente, fundándose toda la construcción en el deber implícito de capitalización, el problema redunda en cómo puede articularse sobre modelos en los que, incluso en el tratamiento del capital, se han visto invadidos por reglas basadas en la autonomía privada. Asimismo, la propia pérdida (o, al menos, deterioro) de la función de garantía del capital social ofrecen pocas luces de cómo sería posible fundar una medida tan radical

---

<sup>300</sup> RODRÍGUEZ SÁNCHEZ (2007), recurso electrónico disponible en *CD Anuario de Derecho Concursal: 2003-2010*.

<sup>301</sup> BOLDÓ RODA (1996), p. 154. En similar sentido, DE ÁNGEL YAGÜEZ (2013), p. 759 nos da cuenta como la jurisprudencia española ha advertido que la sola insolvencia de la sociedad no justifica por sí misma la aplicación de la doctrina del levantamiento del velo, puesto que la excepcionalidad de la medida exige adicionalmente la concurrencia de actuaciones anormales o irregulares de carácter fraudulento.

<sup>302</sup> Es así como LÓPEZ DÍAZ (2003), p. 309 sostiene que la infracción sancionada se constituye como una consecuencia de la autonomía concedida a los socios para la determinación del capital mínimo, la que se vería limitada por el principio de congruencia, dando lugar al deber de capitalización adecuada.

<sup>303</sup> BOLDÓ RODA (1996), p. 432.

como la que ofrece la pérdida de la limitación de responsabilidad ante una situación que está siendo progresivamente descartada por el Derecho Societario como un medio válido de protección. A lo anterior se suma que toda ponderación deberá ser efectuada *a posteriori*<sup>304</sup>, liberado de los matices históricos en los que dicha adecuación era exigida por el Estado al tiempo de brindar el reconocimiento de la personalidad jurídica y la limitación de responsabilidad. Con ello no se hace sino trasladar las dificultades que implica un esquivo nivel de capitalización adecuada –con todos los problemas de seguridad jurídica que ello supone– de un agente estatal (sea el legislador, sea una entidad administrativa), a otro (los tribunales de justicia), sin ofrecer ninguna justificación del por qué estos se encontrarían en mejor posición para resolver el dilema.

*3. Mecanismos de solución concursales:  
la tutela por medio de las reglas de prelación de créditos  
y los problemas para su implementación*

Atraer la idea de la adecuada dotación de recursos a una esfera concursal supone asumir que es en esta órbita donde deben ofrecerse mecanismos de tutela a los acreedores, situándolos ya ante un supuesto de insolvencia del deudor<sup>305</sup>. Aquí el peligro se encuentra principalmente en que los socios y accionistas pretendan desvincularse o limitar sus riesgos por medio de un pago, sea preferente, sea proporcional a los demás acreedores<sup>306</sup> o por el hecho de haber llevado a cabo conductas inequitativas, en su calidad de acreedores internos, que puedan haber perjudicado los derechos de cobro de los demás.

En primer término, ello queda de manifiesto en las reglas que disponen que los aportes societarios no constituyen créditos concursales y que solo podrán volver a manos de socios y accionistas al tiempo que se haya llevado a cabo el pago íntegro del pasivo exigible<sup>307</sup>. Esta reacción, como señalan Frank Easterbrook y Daniel Fischel, se fundamenta en la existencia de un problema de asimetría de información: al tiempo que los socios son considerados como *residual claimants*, estos tendrán incentivos para conocer en términos más precisos la situación de la empresa y el tipo de negocios que encabeza. Por el contrario, si estamos ante un acreedor externo, es esperable que el nivel de información sea menor, pero justificado en el colchón de soporte que implica el hecho de que los socios sean pagados de

<sup>304</sup> RODRÍGUEZ SÁNCHEZ (2007), recurso electrónico disponible en *CD Anuario de Derecho Concursal: 2003-2010*.

<sup>305</sup> GULLIFER y PAINE (2011), p. 145.

<sup>306</sup> PAYNE (2009), p. 134.

<sup>307</sup> PORTALE (1991), p. 12.

sus aportes una vez satisfechas las deudas sociales<sup>308</sup>. Ello, aun cuando no se logre obligar a los socios a que efectúen mayores contribuciones sociales ni pueda extenderse su responsabilidad más allá del aporte comprometido o realizado<sup>309</sup>. Se trata esta, por decirlo de algún modo, de la primera regla de reequilibrio que mantiene la lógica de la limitación de responsabilidad.

El punto en cuestión se produce, por tanto, cuando quienes están a cargo de velar por la dotación de recursos a la sociedad, tienen, a la vez, la calidad de acreedores sociales. Para efectos de este discurso, y sin perjuicio de la mayor amplitud que reviste el problema, solo nos situaremos en uno de sus elementos, como es el que corresponde al problema del financiamiento efectuado por los socios u otras personas relacionadas al deudor, cuestión que tradicionalmente se ha observado a la luz de la denominada infracapitalización “nominal”<sup>310</sup> o “formal”<sup>311</sup>. Ya nos indicaba Antonio Pavone La Rosa que, en esta forma de dotación de recursos,

“el dispositivo de la responsabilidad limitada, en tales condiciones, se hace ineficaz: las aportaciones de los socios no son estrictamente predeterminadas, pero se establecen gradualmente, en relación con el desarrollo y las necesidades de los asuntos sociales. Así sucede que ahora la sociedad, dotada formalmente con un modestísimo capital social, tiene un imponente giro negocial, que a menudo amplía mediante el recurso a la financiación externa de los bancos o de terceros en favor de tales socios, quienes prestan de forma individual, sin limitaciones ni garantías personales”<sup>312</sup>.

En términos generales, se trata de un supuesto en el que

“los socios financian adecuadamente la empresa social, con la particularidad de que dicha financiación la dejan fuera de la esfera de retención de la cifra estatutaria del capital social”<sup>313</sup>,

o, de modo más preciso, de

“la decisión de los socios de una sociedad de capital de dotarla de nuevos recursos a través de préstamos que ellos mismos le con-

<sup>308</sup> EASTERBROOK y FISCHEL (1985), p. 91.

<sup>309</sup> *Op. cit.*, p. 98.

<sup>310</sup> Una síntesis del problema de la infracapitalización nominal se encuentra disponible en VATTERMOLI (2012), pp. 90-96.

<sup>311</sup> PUGA VIAL (2013), p. 170.

<sup>312</sup> PAVONE LA ROSA (1967), p. 71 (traducción del autor).

<sup>313</sup> PAZ-ARES (1983), pp. 1618 y 1619.

ceden cuando ésta se encuentra despatrimonializada y no puede obtenerlos del mercado”<sup>314</sup>.

Los mecanismos por los que se lleva a cabo esta forma de financiamiento pueden presentarse de múltiples maneras, aunque resulta habitual su configuración mediante la creación de cuentas corrientes mercantiles entre los socios (o el grupo de sociedades) y la sociedad<sup>315</sup> o, lisa y llanamente, por medio de la concesión de créditos dinerarios.

Si estas fórmulas de dotación de recursos fuesen admisibles se pondría de manifiesto una posibilidad que la propia regla de distribución de riesgos en el marco de las sociedades de responsabilidad limitada quiere evitar, permitiendo dar viabilidad *de facto* a una empresa con un capital desproporcionadamente menor al necesario para el desarrollo de su objeto<sup>316</sup>. Lo anterior porque por medio de este tipo de mecanismos de financiación, el socio logra despojarse de los estrictos criterios aplicables al capital social, y, dado que conserva el control de las operaciones del deudor, puede fácilmente recuperar el dinero facilitado aun en tiempos de crisis<sup>317</sup>. A su vez, parece una alternativa de interés para los socios y la sociedad, tanto en razón de sus efectos tributarios (la deducibilidad del pago de los intereses, que no se presenta en el pago de dividendos) y la mayor rentabilidad de capital en razón del aumento del apalancamiento (o *leverage*)<sup>318</sup>.

Por su parte, mediante esta técnica el socio logra trasladar el riesgo de la operación a los acreedores o, al menos, a compartirlo con ellos, por cuanto el nacimiento de un crédito también permitirá la participación en el eventual concurso (o en la liquidación) de la sociedad deudora en igualdad de condiciones, cuestión que no habría podido lograr si hubiese efectuado una contribución societaria<sup>319</sup>. Aquí el problema se aprecia en una dotación inadecuada de recursos, no por su ausencia, sino por el mecanismo elegido a tales efectos, que logra desarticular una distribución ideal de riesgos entre socios y acreedores. La pregunta que resurge, en consecuencia, es si también encontramos aquí un incumplimiento a los deberes fiduciarios con los acreedores en razón de tal inadecuación<sup>320</sup>.

<sup>314</sup> BERMEJO GUTIÉRREZ (2002), p. 454.

<sup>315</sup> COZIAN *et al.* (2014), pp. 142 y 143, método que, al menos en el Derecho francés, no recibe tratamiento normativo en el marco de la regulación societaria, sino únicamente desde la perspectiva tributaria.

<sup>316</sup> ROTH y KINDLER (2013), p. 50.

<sup>317</sup> ROTH y KINDLER (2013), pp. 50 y 61.

<sup>318</sup> SÁNCHEZ RUS (2012), p. 612 y D’AIELLO (2014), p. 342.

<sup>319</sup> KETZER (1989), p. 18.

<sup>320</sup> PORTALE (1991), p. 29.



Al respecto, si bien es cierto que el planteamiento legal podría emplear normas genéricas, basadas en la consagración de los citados deberes fiduciarios, esta asunción es discutible: en primer lugar porque este tipo de reglas debería tener por finalidad evitar que, durante la vigencia del crédito, los administradores sociales trasladen indebidamente mayores riesgos hacia los acreedores por medio de la concesión de créditos en lugar de aportaciones de capital, del mismo modo como se haría por medio de *covenants*, que impidiesen o limitasen tal posibilidad<sup>321</sup>. De tal suerte, la formulación de cualquier clase de regla subsidiaria sobre este punto lo más probable se formularía en términos inadecuados e imprecisos y demandarían una renegociación que no cumpliría con el objetivo de las *default rules*: la disminución de los costos de transacción. En segundo lugar, porque la alternativa de un planteamiento genérico de los deberes fiduciarios difícilmente presentaría contornos adecuados, pudiendo llevar implícitos sendos problemas de certeza jurídica<sup>322</sup>. De este modo, las soluciones legales para conceder protección a los acreedores requieren del diseño de reglas imperativas que puedan estimarse como más eficientes, lo que no siempre puede lograrse en sede contractual<sup>323</sup>. En este caso, advierte Paul Davies, el legislador debe predecir una determinada conducta que pueda dar curso a un comportamiento oportunista que tiene la potencialidad de extenderse a todo acreedor, de manera que resulta económicamente eficiente, por razones de costos de transacción, que se encuentre ya sancionada por parte del legislador<sup>324</sup>.

#### a. La subordinación automática en los ordenamientos alemán y español

En un escenario de insolvencia, Wainman propone dos cursos de acción respecto a los préstamos efectuados por socios y administradores sociales para restablecer el equilibrio financiero de la empresa. El primero está directamente dado por la conversión del préstamo en capital, y el segun-

<sup>321</sup> KANDA (1992), p. 440.

<sup>322</sup> Obsérvese, por ejemplo, los amplios términos en los que se priva de la forma societaria a una entidad bajo la idea del levantamiento del velo corporativo (*piercing of the corporate veil*), en la forma descrita en *United States v. Milwaukee Refrigerator Transit Co.*, 142 F. 247, 255, 1 A.F.T.R. (P-H) P 131 (C.C.E.D. Wis. 1905): “Una sociedad será considerada como una entidad legal como regla general, y hasta que aparezcan suficientes razones para asumir lo contrario; pero, cuando la noción de entidad legal es usada para frustrar la conveniencia pública, justificar el mal, proteger el fraude o defender el crimen, la ley considerará que la sociedad es una asociación de personas” (traducción del autor). En sentido crítico, EASTERBROOK y FISCHER (1985), p. 109.

<sup>323</sup> DAVIES (2010), p. 70.

<sup>324</sup> *Op. cit.*, p. 71.

do pretende la conservación de los beneficios adicionales dados por una estructura crediticia, añadiendo la declaración de subordinación por parte del socio financiador, subordinación que será general y beneficiará, en consecuencia, a todos los demás acreedores<sup>325</sup>.

La primera alternativa ha sido considerada por la jurisprudencia estadounidense desde la doctrina de la recaracterización del crédito como aportación de capital<sup>326</sup>. Para tales efectos, y por medio de una jurisprudencia vacilante, no se requiere de un comportamiento inequitativo por parte del acreedor<sup>327</sup>, al tiempo que el beneficio de la recaracterización recaerá en todos los acreedores sociales, lo que claramente la diferencia de la subordinación en equidad<sup>328</sup>. Los estándares para llevar a efectos esta recalificación del crédito, también basados en parámetros de equidad, provienen de factores tales como la ambigüedad en la documentación o en los términos del crédito (por ejemplo, sin indicar de forma clara un calendario de pagos o una tasa de interés)<sup>329</sup> o de su otorgamiento en tiempos de crisis financiera<sup>330</sup>, cuestión esta última que nos reconduce otra vez a los problemas de la infracapitalización nominal<sup>331</sup>. En el primero de los casos, bien podrá tratarse de una herramienta por medio de la cual los socios controladores han incumplido sus deberes de veracidad y transparencia, generando una apariencia de suficiencia financiera que deriva en la contratación de nuevos créditos por parte de terceros incautos que no conocen de la existencia de un capital que no posee la virtud de ser un capital de

<sup>325</sup> WAINMAN (1999), pp. 5-6.

<sup>326</sup> Teoría que se acerca más al rechazo de la comunicación del crédito (*disallowance*) que a la subordinación. La calificación del crédito como aportación, en este sentido, no solo impedirá su cobro hasta satisfecha la totalidad de los acreedores del deudor, sino que le privará de todos los derechos asignados a su calidad de tal, HERZOG y ZWEIBEL (1961/1962), pp. 85-88). Por ello, como agrega BOLDÓ RODA (1996), p. 152, esta solución no aparece vinculada a la infracapitalización nominal, sino que se pone en tela de juicio su existencia por el hecho de tratarse únicamente de un crédito aparente en que deudor y acreedor son, en realidad, una misma persona (*alter ego*).

<sup>327</sup> MARÍN DE LA BÁRCENA (2010), disponible en <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=3129233>. [Fecha de consulta: 15 de febrero de 2016].

<sup>328</sup> SKEEL JR. y KRAUSE VILMAR (2006), p. 265. Como indica BLUM (2014), p. 469, el foco aquí no está en la conducta inequitativa, sino en la naturaleza subyacente del aporte.

<sup>329</sup> Se ha sugerido también la utilización de los criterios para la recalificación empleados en el campo de la legislación tributaria, en que si los fondos han sido otorgados con la expectativa real de pago se considerarán créditos, mientras que sí, desde una perspectiva de realidad económica, se encuentran sujetos al riesgo del éxito de la empresa, se considerarán capital, HERZOG y ZWEIBEL (1961/1962), pp. 94 y 95.

<sup>330</sup> Para una visión de criterios no taxativos para la consideración de esta recaracterización, puede consultarse *In re Autostyle Plastics*, 269 F.3d at 750.

<sup>331</sup> MARÍN DE LA BÁRCENA (2010), disponible en <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=3129233>. [Fecha de consulta: 15 de febrero de 2016].

riesgo; y, en el segundo, una vulneración al deber de no obstaculizar los derechos de los terceros, puesto que el otorgamiento de dichos créditos puede provocar la demora en el inicio de un procedimiento concursal, especialmente de carácter involuntario, por la continuidad en el pago de las deudas, aunque ello solo haya sido posible por los préstamos efectuados por los socios<sup>332</sup>. En la segunda variante, dada por la subordinación del crédito, se pretende evitar que los acreedores internos tengan los mismos derechos que los demás, buscando privar al socio de los beneficios que implican su posicionamiento como acreedor y concederles un trato similar al que corresponde a la aportación de capital<sup>333</sup>. Para lograr lo anterior, es necesario conferir un sustrato material que logre la citada conversión, lo que usualmente se justifica en el ambiguo compromiso financiero que deben tener los socios respecto a la sociedad a la que pertenecen<sup>334</sup>.

Bien se podrá indicar que, en el fondo, esta construcción no difiere de aquella dada para los denominados “préstamos sustitutivos de capital” ya estudiados<sup>335</sup>. No obstante, Wolfgang Schön destaca que la traslación de estas reglas a la legislación de insolvencia tiene sus beneficios, en especial en lo que se refiere a dar competitividad a la legislación interna (en su caso, la alemana). De esta forma, el radical cambio dado por la *MoMIG*, derogando las reglas dispuestas en la *GmbHG* alemana respecto a los *Eigenkapitalersetzenden Gesellschafterdarlehen*, y su ajuste en el campo de la *InsO*, puede observarse como una consecuencia de las resoluciones tomadas en *Überseering*, *Inspire Act* y *Centros*<sup>336</sup>. De este modo, se ha pretendido aplicar la solución degradatoria del financiamiento conferido por los socios a cualquier tipo de estructura societaria (no solo a las *GmbH*), incluso a aquellas que, estando constituidas en el extranjero, tuvieren el centro principal de sus intereses (*COMI*) en Alemania<sup>337</sup>.

<sup>332</sup> SKEEL JR. y KRAUSE VILMAR (2006), pp. 270-276.

<sup>333</sup> ROTH y KINDLER (2013), p. 61.

<sup>334</sup> ROTH y KINDLER (2013), p. 61.

<sup>335</sup> *Supra*, III.2.b.iii.

<sup>336</sup> MARÍN DE LA BÁRCENA (2010), disponible en <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=3129233>. [fecha de consulta: 15 de febrero de 2016].

<sup>337</sup> ARMOUR (2006), pp. 24 y 25; HUBER y HABENSACK (2006), p. 372; BAUERLE (2010), p. 348. Con mayor detalle del impacto de dicha resolución en la reforma a la *GmbHG* por parte de la *MoMIG*, véase BACHNER (2009), pp. 1-17, y, en especial en el contexto del financiamiento sustitutivo de capital, pp. 140 y 141. Al respecto, el autor argumenta que la *MoMIG* intentó solucionar el “nudo gordiano” provocado por la dificultad de trazar una correcta línea divisoria entre la legislación societaria (regida, a partir de *Centros* por la regla de la incorporación societaria) y la legislación concursal (regida por la noción del centro principal de los intereses del deudor), favoreciendo esta última a efectos de captar las sociedades registradas en el extranjero, pero sujetas a la legislación alemana en relación a los procedimientos de insolvencia dispuestos en la *InsO*.

No obstante, la reacción prevista en la *MoMIG* no resultaba nueva en el contexto europeo. En el marco de la regulación concursal española, la subordinación de los créditos de las personas en especial relacionadas al deudor se encuentra prevista solo en el contexto de la LC, como ya se había anticipado en el Anteproyecto de la Ley Concursal de 1995. Si bien existió interés en incorporar soluciones societarias basadas en la figura del “préstamo sustitutivo del capital” en Alemania, como consta en el campo del Borrador de Anteproyecto de la Ley de Sociedades de Responsabilidad limitada en el año 1993<sup>338</sup>, tal idea finalmente no prosperó<sup>339</sup>. Aunque no hay constancia de que tal decisión se debiese a los problemas derivados de la competencia regulatoria de las normas societarias europeas, su formulación alcanza igual consecuencia a la derivada del movimiento legislativo alemán, a pesar de que el propósito cierto del legislador español se centraba en integrar este tipo de créditos en una categoría especial (los créditos subordinados), para diseñar su participación disminuida en el ámbito concursal<sup>340</sup>. Así, no resulta extremo indicar que la asunción de un modelo en que el capital social ya no es considerado como una suficiente tutela para los acreedores y que, al tiempo de la crisis, bien puede haber desaparecido, justifica una reacción *ex post* por parte del ordenamiento jurídico en que, no requiriéndose un capital mínimo, la sanción se traslada a otras órbitas, como la acción de responsabilidad a los administradores<sup>341</sup> o a una nueva reflexión sobre el tratamiento jurídico de los préstamos de socios<sup>342</sup>.

Pero la reforma impulsada por la *MoMIG* también ha implicado que, en su nueva formulación concursal, la *ratio legis* de la norma ya no se encuentra en la responsabilidad del socio por la forma de dotación de recursos en supuestos de crisis de la sociedad<sup>343</sup>, sino que la reordenación de la posición del crédito se dará con independencia de las circunstancias de hecho que llevaron a esta decisión<sup>344</sup>. La nueva política legislativa, del todo controvertida desde un punto de vista científico<sup>345</sup>, parece estar direc-

197

<sup>338</sup> Disposición adicional 12ª en el Anteproyecto de Ley de Sociedades de Responsabilidad limitada.

<sup>339</sup> FERRÉ FALCÓN (2005), pp. 36-43; RODRÍGUEZ SÁNCHEZ (2007), recurso electrónico disponible en *CD Anuario de Derecho Concursal: 2003-2010*.

<sup>340</sup> Esta es la concepción concursal a la que se refieren FERRÉ FALCÓN (2005), p. 46 y MARÍN DE LA BÀRCENA (2010), disponible en <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=3129233>, [fecha de consulta: 15 de febrero de 2016], expresiva de la orientación dada por Ángel Rojo ya desde las discusiones a las reformas al régimen de las sociedades de responsabilidad limitada de la que tratamos previamente.

<sup>341</sup> SCHALL (2010), p. 6.

<sup>342</sup> NEUSSNER (2012), p. 292.

<sup>343</sup> *Op. cit.*, p. 291.

<sup>344</sup> KLEINDIEK (2011), p. 438; SCHMIDT y HERCHEN (2013), pp. 419-420.

<sup>345</sup> KLEINDIEK (2011), pp. 437 y 438.

tamente asociada a la limitación de responsabilidad<sup>346</sup>, que aparece como presupuesto fáctico para la aplicación de la norma en el §39.4.1 InsO. Se estaría asumiendo que la concesión de financiamiento supone siempre un abuso de aquella, al tiempo que el socio elige una forma que no se ajusta a su condición de socio y a los riesgos que, en tal calidad, debería asumir en razón del diseño legal de las sociedades de responsabilidad limitada<sup>347</sup>. En este punto, el centro de la cuestión estaría en que, en razón de la limitación de responsabilidad, todas las dotaciones de fondos efectuadas por los socios o accionistas –independiente de su forma– deben ser utilizadas para el pago de los acreedores externos, por lo que resulta irrelevante si al tiempo de ser efectuadas la sociedad se encontraba o no en un supuesto de crisis<sup>348</sup>. O, como explica Fernando Marín de la Bárcena:

“este criterio guarda relación, también tras la reforma, con el principio de la *Finanzierungsverantwortung* en el limitado sentido de que los socios, como primeros inversores de la sociedad y partícipes de los beneficios que genere la actividad empresarial, son los responsables (en el sentido de competentes) de la atribución de riesgo a los acreedores derivados de su financiación mediante capital de crédito en lugar de realizar aportaciones”<sup>349</sup>.

198

Bien podrá indicarse que la lógica se encuentra en la configuración de un supuesto compromiso mínimo que deben tomar los socios respecto a los resultados del negocio<sup>350</sup>, de modo que la regla de subordinación de esta clase de créditos pretende una protección de los terceros acreedores, para quienes resultará indistinta la forma de financiamiento escogida por los socios o accionistas. No obstante, como indica Detlef Kleindiek, esta enunciación solo tendría un valor descriptivo, mas no aporta a efectos de lograr una justificación de la reacción normativa, que, a su juicio, solo tiene relevancia en el contexto de un financiamiento sustitutivo de capital en un escenario de crisis<sup>351</sup>. En otros términos, la ausencia de un criterio temporal para la reacción subordinatoria puede producir ineficiencias *ex ante* en la medida en que se restringe en acceso a la dotación de recursos

<sup>346</sup> NEUSSNER (2012), p. 291.

<sup>347</sup> MARÍN DE LA BÁRCENA (2010), disponible en <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=3129233> [Fecha de consulta: 15 de febrero de 2016] y SCHMIDT y HERCHEN (2013), p. 420.

<sup>348</sup> HUBER y HABENSACK (2006), p. 391.

<sup>349</sup> MARÍN DE LA BÁRCENA (2010), disponible en <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=3129233>. [Fecha de consulta: 15 de febrero de 2016].

<sup>350</sup> HUBER y HABENSACK (2006), pp. 393 y 394.

<sup>351</sup> KLEINDIEK (2011), p. 4389.

por vía de financiación, que traen ventajas implícitas, como son los beneficios tributarios relacionados a la rebaja de los intereses como gastos y a los efectos positivos del apalancamiento.

El automatismo de la solución<sup>352</sup>, que no diferencia mayormente la causa del crédito ni una actitud fraudulenta o culposa del acreedor, también ha sido duramente criticada por gran parte de la doctrina española<sup>353</sup>. Se trata, como resume Abel Veiga Copo, de un régimen en que

“la postergación del crédito es automática y objetiva, sin discriminar la naturaleza y causa del crédito relegado. Se declina simplemente a hacerlo. Las causas de subordinación son objetivas y cerradas”<sup>354</sup>.

No obstante, a favor de la solución se argumentaría una simplificación de la respuesta, aliviando la carga del tribunal o del administrador concursal de averiguar o comprobar la efectiva concurrencia de este tipo de elementos subjetivos<sup>355</sup>, que tantas dificultades parecen haber producido o producir en los ordenamientos estadounidense y alemán<sup>356</sup>. La principal crítica dada a esta justificación ha estado dada por el hecho de que, a pretexto de evitar la litigiosidad, se establece una medida que resulta indiscriminada, sin distinguir el origen y la finalidad del crédito ni permite apreciar la conducta del acreedor en concreto<sup>357</sup>, cuestión que desmarca la real posibilidad de entender que, tras el resultado de la subordinación, se establezca efectivamente una fórmula sancionatoria. Ello habida cuenta de la difícil construcción de un incumplimiento de un deber concreto asignado a las personas relacionadas, a menos que se entienda que la calificación del acreedor como tal conjura una sospecha de fraude<sup>358</sup> que, a nuestro juicio, no se incardinarían en la redacción expresa de las normas en comento.

En el ámbito alemán, el cambio conceptual también suele justificarse en criterios de simplificación y claridad, ante las difusas motivaciones

<sup>352</sup> Respecto a este punto, BOLDÓ RODA (1996), p. 417 expresa que se trata de una formulación concursal al problema de la infracapitalización nominal, que se destaca “por la imposibilidad técnica –o, al menos, la extrema dificultad– de exigir legalmente una concreta proporción entre fondos propios y fondos ajenos con carácter general”.

<sup>353</sup> SEBASTIÁN QUETGLAS (2010), p. 444; BLASCO GASCÓ (2010), p. 326; VEIGA COPO (2012), pp. 1299-1317.

<sup>354</sup> VEIGA COPO (2012), p. 1246.

<sup>355</sup> IGLESIAS PRADA y VAQUERIZO ALONSO (2004), pp. 3756 y 3757; FERRÉ FALCÓN (2005), p. 350 y MARÍN DE LA BÁRCENA (2010), disponible en <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=3129233>. [Fecha de consulta: 15 de febrero de 2016].

<sup>356</sup> FERRÉ FALCÓN (2005), p. 349.

<sup>357</sup> SEBASTIÁN QUETGLAS (2010), p. 453.

<sup>358</sup> VEIGA COPO (2012), pp. 1243 y 1244.

dadas para la formulación de la doctrina del Eigenkapitalersatzrecht<sup>359</sup> o para comprender los requisitos otrora previstos en la §32a de la *GmbHG*<sup>360</sup>. No obstante, la ausencia de elementos subjetivos como también de excepciones a la aplicación de la nueva regla subordinatoria en la InsO provocan que, en realidad, no se pretenda contrarrestar una conducta en concreto, sino aseverar, no sin dificultades, que la responsabilidad limitada importa un privilegio que no puede concederse de modo irrestricto a los socios, en especial en aquellos casos en los que se pueda constatar una inadecuada dotación de recursos<sup>361</sup>.

Ahora bien, ausente de los criterios de aplicación analógica de las reglas de conservación de capital –§§ 30 y 31 de la *GmbHG*–, las nuevas normas aplicables de la InsO carecen de todo elemento subjetivo, justificándose únicamente en la posición de control que se establece respecto a esta clase de acreedores<sup>362</sup>. Ello puede justificar también la intensa relación que existe entre las acciones de reintegración patrimonial o de Insolvenzafechtung (§135 de la InsO) que, nuevamente, utilizan un catálogo similar de personas relacionadas al deudor como medio de fortalecer la posición de los acreedores<sup>363</sup>. En ambos casos, la lógica parece estar centrada en el riesgo de ejercicio abusivo del referido control, en este caso, para obtener un rescate del financiamiento otorgado a la sociedad, sea con anterioridad o posterioridad al inicio del procedimiento concursal, con especial consideración a la disparidad informativa entre los acreedores internos y externos. No obstante, si bien dichos elementos tienden a justificar el ejercicio de las acciones de reintegración patrimonial, ellos pueden tener un difícil engarce en materia de subordinación de créditos. Si no se establecen parámetros que acrediten el efectivo ejercicio de ese poder o de esa asimetría (que el ordenamiento alemán asumiría por el solo hecho de tener una determinada participación societaria), podrá ponerse en duda una mecánica sancionatoria o distributiva<sup>364</sup>.

Además de los expedientes de facilitación procesal del resultado postergatorio<sup>365</sup>, la respuesta dada por la LC española también se ha apreciado desde la óptica de la existencia de una posición de control o, al menos, de asimetría de información respecto al resto de los acreedores externos que ter-

<sup>359</sup> HUBER y HABENSACK (2006), p. 390; SCHALL (2010), p. 13.

<sup>360</sup> ROTH y KINDLER (2013), p. 62.

<sup>361</sup> SCHALL (2010), p. 13.

<sup>362</sup> BACHNER (2009), p. 142.

<sup>363</sup> *Op. cit.*, p. 39.

<sup>364</sup> KLEINDIEK (2011), p. 438; NEUSSNER (2012), p. 291.

<sup>365</sup> En sentido crítico de entender que esta es la única justificación a la propuesta de subordinación ofrecida por la legislación concursal española, véase BLASCO GASCÓ (2010), p. 328.



minan participando en un procedimiento concursal<sup>366</sup>. Pero también, como señala Fernando Marín de la Bárcena, si bien ello puede ser justificativo en el caso de los administradores y apoderados generales (art. 93.2, apartado 2 de la LC), no se presentaría de modo tan claro en el primer apartado de la norma en comento, en que se establece una participación de un diez o un cinco por ciento del capital de la sociedad, lo que no sería necesariamente indicativo de control o información, sino la constatación de un interés empresarial que el ordenamiento estima como suficientemente relevante<sup>367</sup>.

Como señala Rafael Sebastián Quetglas, en estos casos de subordinación legal, “la norma no tipifica un supuesto de subordinación, sino que crea la subordinación”<sup>368</sup>; o, como añade Abel Veiga Copo: “no reprocha siquiera, imputa, objetiva las conductas de un modo per se automático”<sup>369</sup>. De lo anterior, resulta que el catálogo de las personas especialmente relacionadas del que da cuenta el art. 93 de la LC tiene por principal función el delimitar los supuestos en que puede observarse esta posibilidad de riesgo en relación con los acreedores externos, por medio de una técnica que no admite discusión en contrario, funcionalmente utilizada para concentrar en este tipo de créditos todas las consecuencias legales aunadas a la calificación subordinada del crédito<sup>370</sup>.

Basado únicamente en el grado de cercanía entre las partes, bien puede advertirse que el sustrato de la reacción legislativa parece encontrarse, como indica Juan Ferré, en

“un desvalor en la distribución del patrimonio concursal en atención a la diferente posición que hayan podido ostentar frente al deudor, consecuencia de la cual se presume, con carácter preventivo, que habrán podido procurarse ventajas de cara a un futuro proceso concursal –los cuales, como es sabido, se anticipan de modo paulatino–, lo que les hace merecedores de un trato perjudicado respecto de la totalidad de la masa pasiva externa, sea ésta privilegiada, ordinaria o subordinada”<sup>371</sup>.

<sup>366</sup> De ahí que SEBASTIÁN QUETGLAS (2010), p. 443 nos indique: “El análisis de los créditos subordinados por su especial relación con el deudor concursado hunde sus raíces en los grupos de sociedades”. Por ello, también, RODRÍGUEZ SÁNCHEZ (2007), recurso electrónico disponible en *CD Anuario de Derecho Concursal: 2003-2010*, nos indica que la infracapitalización y los préstamos sustitutivos de capital son también situaciones típicas y frecuentes en los supuestos de grupos de sociedades.

<sup>367</sup> MARÍN DE LA BÁRCENA (2010), disponible en <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=3129233>. [Fecha de consulta: 15 de febrero de 2016].

<sup>368</sup> SEBASTIÁN QUETGLAS (2010), p. 447.

<sup>369</sup> VEIGA COPO (2012), p. 1238.

<sup>370</sup> FERRÉ FALCÓN (2005), pp. 593-687.

<sup>371</sup> *Op. cit.*, pp. 350-351.

El problema, de nuevo, se refiere al carácter automático de esta clase de subordinación, en la que se desecha cualquier posibilidad de que el tribunal indague en la conducta del acreedor o en el efectivo perjuicio causado<sup>372</sup> o, lo que puede resultar más peligroso, en la estructuración objetiva de la norma que tampoco permite invertir la carga de la prueba a efectos de comprobar que, por más que el acreedor se encuentre en el listado de las personas relacionadas que concede el art. 93 de la LC, no ha existido en los hechos, ni se ha infringido un hipotético nivel de diligencia, un verdadero abuso de la posición de control o del uso de la información privilegiada sobre la posición financiera del deudor al tiempo de la concesión del crédito<sup>373</sup>.

En suma, apreciando las dificultades para imputar un resultado dañino producto de una inadecuada conformación del capital de riesgo, tales ordenamientos terminan por ofrecer una respuesta simplificada, pero que puede resultar excesiva. No existiendo referencias a la infracapitalización, bien puede concluirse que se desestima la existencia de deberes hipotéticos de adecuada capitalización, sino que el ordenamiento reacciona a fin de reequilibrar la posición de los acreedores externos, ante el conflicto con aquellos que, a la vez, detentan el control de la sociedad o, al menos, se encuentran en una posición que les asegura un mejor acceso a sus antecedentes financieros.

b. La solución estadounidense desde la perspectiva de la doctrina del *equitable subordination*

La doctrina de la subordinación en equidad (o *equitable subordination*), como mecanismo de posposición involuntaria del crédito<sup>374</sup>, nació hacia fines de la década del treinta del siglo pasado sin contar en ese entonces con reconocimiento legal en el *Bankruptcy Act* de 1898<sup>375</sup>. Los tribunales de la quiebra, considerados como tribunales de equidad, fueron consolidando sus deslindes a partir de diversos fallos en los que se consideró que podía alterarse la graduación de los créditos en la órbita de su prelación cuando se acreditase una conducta inequitativa por parte del acreedor<sup>376</sup>,

---

<sup>372</sup> VEIGA COPO (2012), p. 1241, advirtiendo, asimismo, que esta es la solución que ofrece el ordenamiento estadounidense del *equitable subordination*, al menos en lo que se refiere a la posibilidad de identificar los múltiples y variados ejemplos que ofrece la calificación de una conducta inequitativa.

<sup>373</sup> VEIGA COPO (2012), pp. 1247 y 1305.

<sup>374</sup> VATTERMOLI (2012), p. 88.

<sup>375</sup> Para una referencia de la evolución jurisprudencial de la materia, véase MIGUENS (1995), pp. 337-349.

<sup>376</sup> BLUM (2014), p. 467.

reconociendo una superioridad ética de algunos créditos frente a otros<sup>377</sup>. A diferencia de otras soluciones alcanzadas por los tribunales en el pasado, no se trataba esta de una forma de impedir la comunicación del crédito al concurso en razón de su inexistencia o invalidez (*disallowance*)<sup>378</sup> ni se pretendía el desconocimiento de la radical separación entre la entidad matriz y su filial por medio del levantamiento del velo corporativo a través de la ya estudiada regla de la instrumentalidad.

Se pretendía, al contrario, reconocer la validez del crédito –como condición previa para la operatividad del ejercicio de la potestad subordinante<sup>379</sup>– y una solución equitativa incluso en aquellos casos en los que la sociedad filial concursada no fuese un mero apéndice o instrumento de la matriz. Para ello se adecuan las reglas de distribución de activos a través de la construcción de una excepción negativa a la regla del *pari passu*<sup>380</sup>, como medio de compensación a los acreedores que hubiesen sido lesionados por la conducta inequitativa de otro de los acreedores concursales<sup>381</sup>. Así, puede concluirse que la subordinación no priva al acreedor de su carácter de tal en el concurso y se refiere solo a la posición del crédito en el orden de pagos<sup>382</sup>.

Es así como los primeros estudios relativos a esta reacción judicial se detuvieron en el hecho de que no se trataba de un nuevo derecho conce-

<sup>377</sup> HERZOG y ZWEIBEL (1961/1962), pp. 83 y 113. Como indican DE NATALE y ABRAM (1983), p. 419, por medio de esta figura, el tribunal invoca sus poderes de equidad para examinar las circunstancias que rodean un crédito a fin de constatar si existe o no justicia en la administración de la masa concursal (traducción del autor).

<sup>378</sup> En caso de *disallowance*, el desconocimiento de la existencia o validez del crédito produce el efecto que el remanente del concurso no es destinado al pago del crédito impugnado, sino que vuelve a las manos del deudor, efecto que se produce de manera inversa en el caso de la aplicación de la subordinación como solución –HERZOG y ZWEIBEL (1961/1962), p. 87–, dado que las reglas de subordinación solo tienen por efecto alterar el orden de los pagos –ISRAELS (1942), p. 379–. Asimismo, como señala CARLSON (2003/2004), pp. 200 y 201, el rechazo del crédito tiene como beneficiarios a todos los acreedores del deudor, mientras, veremos, la regla de subordinación en equidad permite la identificación de uno o más acreedores afectados como beneficiarios, dada la naturaleza compensatoria de la figura.

<sup>379</sup> TAYLOR (1947), p. 2. De ahí que DICKENS (1987), p. 804 y DE NATALE y ABRAM (1983), p. 425 señalen que, en relación con el examen de los créditos comunicados por los acreedores, los tribunales deban desarrollar dos funciones consecutivas, como son aquellas referidas a su validez y existencia de acuerdo con la ley estatal y la aplicación de los principios de equidad en relación con su posicionamiento en el orden de distribución de las resultas del concurso.

<sup>380</sup> TAYLOR (1947), p. 1.

<sup>381</sup> La idea de la conducta inequitativa, fundada en el sentido de la lealtad y transparencia, logró superar los problemas que había presentado la operatividad de la *instrumentality rule*, especialmente por una suerte de automatismo que fue repudiado por los tribunales. Véase MIGUENS (1995), pp. 334 y 336-337.

<sup>382</sup> CARROLL (1980), p. 250.

dido en el contexto concursal, sino de una nueva herramienta (o *remedy*) que solo pretendía la simplificación de soluciones ya reconocidas por el sistema concursal norteamericano<sup>383</sup>. Para tales efectos, se partió de la base que la conducta inequitativa podía reflejarse de forma clara en una infracción de los deberes fiduciarios que la administración de la sociedad controlada tenía para con ella misma (Taylor v. Standard Gas & Electric Company, conocido comúnmente como el caso *Deep Rock*)<sup>384</sup> o, incluso, con los acreedores y otros inversionistas en el desarrollo del giro social (Pepper v. Litton)<sup>385</sup>. Aunque no ha sido utilizada solo en el contexto de la situación de los créditos de las personas relacionadas (o *insiders*) del deudor<sup>386</sup>, este es el campo que ha demandado la mayor atención en la evolución de la doctrina<sup>387</sup>. Visto de este modo, las conductas inequitativas del socio controlador podrían apreciarse como atentatorias a los citados deberes fiduciarios, no por la sola circunstancia de duplicar su posición en el concurso de la sociedad en tanto accionista y acreedor, ni por el hecho de tener el control real de sus destinos ni por la acreditación de la infracapitalización social, sino en la medida que cualquiera de dichas circunstancias, entre otras, pudieren provocar un perjuicio directo o indirecto para los acreedores.

La distinción entre los casos *Deep Rock* y *Pepper v. Litton* se sitúa precisamente en este último punto<sup>388</sup>. En el primero, la infracción a los deberes fiduciarios se reflejó de manera directa en un daño que afectaba a la compañía controlada, lesión que, alternatively, podría haber dado lugar al ejercicio de una acción derivativa por parte de los restantes accionistas, o, en un supuesto de concurso, por el *trustee in bankruptcy*<sup>389</sup>. Visto de este modo, el crédito adquirido por la sociedad concursada en contra de la sociedad controladora podría haber sido compensado con el

---

<sup>383</sup> TAYLOR (1947), pp. 17-18.

<sup>384</sup> Taylor v. Standard Gas and Electric Company, 306 U.S. 307 (1939).

<sup>385</sup> Pepper v. Litton, 308 U.S. 295. 295 (1939).

<sup>386</sup> Aunque respecto a la posibilidad de subordinación de los créditos de los *non-insider*, la doctrina requiere de la identificación de deberes fiduciarios que aparecen más difusos que en el caso de los *insiders*, y que se darán principalmente en los casos en los que, probablemente en razón de los poderes dados a los acreedores externos en la documentación del crédito, se ha configurado una situación de control asimilable a la que goza la administración de la sociedad o la sociedad controladora. De este modo se logra separar aquella tenue línea entre el control propiamente tal y la legítima búsqueda de protección que posee cualquier acreedor respecto a su crédito –CHAITMAN (1984), p. 1565 y HASS (1987), *passim*–, entendiendo que solo el control genera deberes de fidelidad, DE NATALE y ABRAM (1983), pp. 424 y 425.

<sup>387</sup> DICKENS (1987), p. 820.

<sup>388</sup> TAYLOR (1947), pp. 26 y 27.

<sup>389</sup> *Op. cit.*, pp. 21-24.

crédito verificado al concurso por esta última, de manera de impedir su participación sino solo por el remanente. En este sentido, la subordinación busca simplificar el intrincado aparataje para llegar a una solución que bien puede conseguir similar resultado mediante la posposición en el pago del crédito a favor de todos aquellos que hubiesen resultado perjudicados, pero solo hasta por el límite del perjuicio. Respuesta que, por lo pronto, también facilita la revisión de cada uno de los actos que habían sido llevados a cabo por la sociedad controladora mediante su unificación en la idea del comportamiento inequitativo, esta vez en contra de la sociedad controlada<sup>390</sup>.

En *Pepper v. Litton*, la solución empleada tenía un ingrediente adicional: la conducta inequitativa no ocasionaba un perjuicio a la sociedad controlada, sino directamente a sus acreedores, cuestión que solo podría haber sido resuelta por medio del reconocimiento de una acción derivativa directa a tales acreedores y la consecuente compensación de créditos. Aquí la facilitación de la solución dada por la doctrina de la subordinación en equidad debe sostener una extensión de los deberes fiduciarios de la sociedad controladora o de la administración de la sociedad controlada a los acreedores de esta última<sup>391</sup>. Tal circunstancia, previamente desechada en el sistema inglés<sup>392</sup>, fue observada de manera positiva por la jurisprudencia estadounidense, disponiendo de la posposición en el rango crediticio del crédito del *insider*, pero solo hasta el monto del perjuicio irrogado a estos.

De este modo, la subordinación equitativa del ordenamiento estadounidense se aprecia como una regla cuya naturaleza no es sancionatoria, sino eminentemente indemnizatoria<sup>393</sup>, empleando las reglas de prelación de créditos como un medio para que, en equidad, se restablezca la posición de los acreedores o accionistas inocentes, como si la conducta inequitativa no hubiese ocurrido. Será este elemento el que dará también mayor flexibilidad a la subordinación como respuesta judicial, en tanto el tribunal podrá posponer el pago de todo o parte del crédito, según corresponda, hasta el monto del perjuicio irrogado, y en favor de uno o más de los acreedores o accionistas minoritarios<sup>394</sup>, considerando la comprobación de aquellos que han sido efectivamente dañados<sup>395</sup>.

<sup>390</sup> CLARK (1977), pp. 526-527.

<sup>391</sup> TAYLOR (1947), p. 16. Lo anterior quedó claramente reflejado en el caso *Pepper v. Litton* (at 307), al tiempo de señalar la existencia de deberes fiduciarios destinados a la protección de toda la comunidad de intereses en la sociedad, incluyendo a los acreedores como interesados.

<sup>392</sup> *Supra*, III.2.b.i.

<sup>393</sup> MIGUENS (1995), p. 329 y BLUM (2014), p. 468.

<sup>394</sup> VATTERMOLI (2009), p. 1402.

<sup>395</sup> KROTINGER (1942), p. 1127. Sobre el particular, TAYLOR (1947), pp. 4-6, aclara que a una solución similar se llegaba por medio de la doctrina del *estoppel*, que impedía hacer

En 1977, la doctrina fue explicitada por medio de un examen tripartito de requisitos producto en *In re Mobile Steel*<sup>396</sup>, lo que se ha apreciado como el núcleo de los elementos para la operatividad de la subordinación en equidad y la base para su posterior codificación. Estos elementos son:

- i) una conducta inequitativa;
- ii) la existencia de perjuicios y
- iii) la consistencia con la normativa prevista en la legislación concursal.

Si bien no nos interesa por el momento desgranar cada uno de dichos elementos, sí queremos reconducirlos a la tutela concedida a los acreedores por comportamientos inequitativos de los *insiders*, especialmente en lo que se refiere a la conducta inequitativa. Sobre el particular, De Natale y Abram observan que en la capa superior se encuentra el fraude propiamente tal, pero el límite inferior está dado por un deslinde elusivo, como una conducta que impacta en la conciencia del tribunal<sup>397</sup>. Sin embargo, en cuanto a las personas relacionadas al deudor<sup>398</sup> y especialmente en atención a la existencia de tal relación<sup>399</sup>, se ha considerado un patrón más exigente en lo que se refiere al cumplimiento de sus estándares de conducta<sup>400</sup>, en especial ante el riesgo de manipulación de los asuntos de la sociedad controlada que puede provocar un perjuicio a terceros (sean acreedores o accionistas), incumpliendo con los deberes fiduciarios que le son propios<sup>401</sup>. En el campo de la sociedad controladora, el riesgo se produce por el hecho de que, en el perfeccionamiento y desarrollo del crédito, esta ha estado en ambos lados de la operación, por lo que se facilita la posibilidad de haber llevado a cabo acciones diseñadas para bloquear

---

valer el crédito en contra de aquellos que habían sido defraudados por el acreedor –*Ingram v. Lehr* 41 F.2d 169 (C.C.A. 9th 1930) e *In re Bauman Hardware and Electric Co.*, 67 F.2d 792 (C.C.A. 7th 1933)–, pero requería de un elemento subjetivo más intenso que el previsto para la subordinación equitativa, como era la acreditación del comportamiento fraudulento del acreedor.

<sup>396</sup> *In re Mobile Steel Company*, 563 F.3d 692, 700 (5th Cir. 1977).

<sup>397</sup> DE NATALE y ABRAM (1983), p. 424. Sin embargo, generalmente se identifica una lista que incluye el fraude, la ilegalidad y la infracción de los deberes fiduciarios, la infracapitalización, y el uso del deudor como una mera instrumentalidad, TELFER (2002), p. 44.

<sup>398</sup> Obsérvese que las definiciones legales de *insider* en la legislación estadounidense (dada especialmente para el ejercicio de las *avoidable transfers*) no constituyen listas taxativas. La sugerencia está dada por la cercanía y el control, como consta del reporte legislativo que indicaba que “un *insider* es alguien que tiene una relación lo suficientemente cercana con el deudor que su conducta debe ser sujeta a un mayor escrutinio que el referido a aquellos que negocian con el deudor en condiciones de mercado” (traducción del autor). Sobre el particular, y, en especial, sobre el concepto de control, véase WINSHIP (1983), pp. 249-254.

<sup>399</sup> DE NATALE y ABRAM (1983), p. 424.

<sup>400</sup> TELFER (2001), p. 44.

<sup>401</sup> KROTINGER (1942), p. 1143; SPRECHER (1943), p. 336 y CLARK (1977), p. 533.

los derechos de los acreedores<sup>402</sup>. Sin embargo, no es esta la circunstancia que conforma directamente la conducta inequitativa, sino la que ofrece un caldo de cultivo a la misma, por lo que deberá acreditarse ante el tribunal que, en razón de dicha posición, se han vulnerado los deberes fiduciarios correspondientes y, como veremos a continuación, se ha producido un detrimento en la posición de otros acreedores o accionistas minoritarios.

Si abordamos el punto preciso de la infracapitalización como conducta inequitativa, ella tampoco resulta completamente convincente por sí misma<sup>403</sup>, sino en la medida en que dé cuenta de una falta de razonabilidad en la estructuración financiera de los negocios<sup>404</sup>. En el caso de Deep Rock se estableció de manera adicional que la sociedad controladora había administrado la sociedad en su solo interés, y no en la de la sociedad controlada y, en este contexto había otorgado capital adicional en forma de préstamo al considerar injustificada la necesidad de nuevas aportaciones sociales<sup>405</sup>. Se conjugan, entonces, dos clases específicas de conductas inequitativas observables a efectos de permitir la operatoria de la regla de subordinación: la mala administración de la sociedad y la infracapitalización societaria.

La mala administración se inserta en la difusa mecánica del grupo de sociedades, en que la sociedad controladora ha dirigido a las entidades relacionadas para su propio beneficio<sup>406</sup>. Lo anterior no viene sino a corroborar las reacciones jurídicas necesarias al observar el comportamiento de los grupos de sociedades, en que no parece suficiente un análisis individual (*entity law*) sino conjunto (*enterprise law*) a efectos de medir las consecuencias del alejamiento de los intereses individuales de cada uno de sus integrantes y sus esferas de interesados, incluyendo, por de pronto, a sus respectivos acreedores. Se trata de una infracción a los deberes de fidelidad de los órganos de administración<sup>407</sup> (o, incluso, de los administradores de hecho) que debe ser acreditada ante tribunales<sup>408</sup>, por ejemplo, en razón de que la rentabilidad de la filial ha sido sacrificada por el bienestar del grupo<sup>409</sup>. Esta idea no es sino uno de los tantos reflejos de la noción de la empresa como una unidad cerrada y su observación en el contexto grupal, lo que, desde una mirada concursal se ha apreciado

<sup>402</sup> SKEEL JR. y KRAUSE VILMAR (2006), p. 260.

<sup>403</sup> BOLDÓ RODA (1996), p. 156.

<sup>404</sup> MIGUENS (1995), pp. 354-360.

<sup>405</sup> ISRAELS (1942), p. 383.

<sup>406</sup> *Op. cit.*, p. 384.

<sup>407</sup> MIGUENS (1995), p. 361.

<sup>408</sup> HERZOG y ZWEIBEL (1961/1962), p. 112.

<sup>409</sup> WES JR. (1977), p. 723.



en razón de la revisión de los negocios desarrollados con los *insiders*<sup>410</sup>, especialmente a través de la extensión o facilitación de la revocación de estos por medio de la herramienta del *fraudulent conveyance*.

Respecto a la infracapitalización societaria, la doctrina reactiva a la decisión de Deep Rock daba cuenta que no lograba definir la extensión de los deberes de proporcionar un capital adecuado a la sociedad, destacando las mayores dificultades del caso en el supuesto en que los accionistas controladores hubiesen contribuido a los fondos del deudor por medio de préstamos en lugar de aportaciones sociales<sup>411</sup>. El problema de la falta de adecuación del capital se presenta en la elaboración de un *test* que realmente permita constatar su existencia a efectos de justificar una reacción por parte de los tribunales. Al efecto, se han planteado múltiples posibilidades: en primer término, el juicio de un hombre de negocios que estimaría insuficiente el capital aportado en relación al tamaño y naturaleza de la actividad (*business standard*); luego, la incapacidad de la filial de obtener un crédito similar de parte de un tercero informado (*creditworthiness standard*) y, por último, la existencia de contribuciones por medio de créditos excesivos frente a las aportaciones de capital (*leverage standard*)<sup>412</sup>.

No obstante, en todos estos casos, la afirmación de una conducta inequitativa por infracapitalización se circunscribe también a determinar la existencia de una mala administración de la sociedad<sup>413</sup>, de manera que no siempre puede ser considerada como un criterio independiente para la operatividad de la subordinación en equidad<sup>414</sup>. Como ha indicado la jurisprudencia estadounidense, el mero error de juicio en continuar las operaciones de una sociedad en dificultades financieras no justifican penalizar a quienes, teniendo deberes fiduciarios, han aportado dinero para intentar una maniobra de rescate<sup>415</sup>. La inequidad de este tipo conducta, por tanto, debe satisfacerse por medio de la constatación de que, abusando de la limitación de responsabilidad, se mantuvieron los negocios sin contar con el capital suficiente para la satisfacción de los créditos. Matiz que, al ser de difícil acreditación, probablemente requiere de tribunales especializados en materias mercantiles, societarias y concursales, lo que, lamentablemente, no constituye el estándar habitual en todas las juris-

<sup>410</sup> MIGUENS (2010), p. 241.

<sup>411</sup> ISRAELS (1942), p. 383.

<sup>412</sup> REMBAR (1939), p. 916.

<sup>413</sup> TAYLOR (1967), p. 29.

<sup>414</sup> FERRIEL y JANGER (2007), p. 379, quienes, si bien señalan que la infracapitalización por sí sola no puede llevar a la subordinación, ella puede conseguirse cuando se refiere a créditos a favor del *insider* en razón de préstamos efectuados a sociedades con escaso capital (*thin-capitalized business*).

<sup>415</sup> Barlow v. Budge, 127 F. 2d 440 (C.C.A. 8<sup>th</sup> 1942).

dicciones, de manera que la formulación estadounidense no siempre es fácilmente exportable a otros ordenamientos jurídicos.

Tal construcción, sin embargo, requiere de la consagración de deberes fiduciarios implícitos de los socios y la administración a favor de los acreedores, que, de nuevo en este caso, se sitúan en la adecuada capitalización de la sociedad. El problema en este punto, desde la perspectiva del *Common Law*, se basa en la existencia de criterios diversos por parte de la jurisprudencia inglesa, específicamente en el célebre caso de *Salomon v. Salomon*, en que lord Macnaghet expresó:

“Los acreedores comunes de A Salomon & Co. Ltd pueden ser merecedores de simpatía, pero sólo ellos pueden ser culpados de sus desgracias. Ellos confiaron en la sociedad, supongo, porque ellos habían negociado durante largo tiempo con el señor Salomon, y ellos siempre fueron pagados de este modo, pero ellos tuvieron plenas noticias que ellos ya no estaban negociando con un individuo”<sup>416</sup>.

De ahí el punto de quiebre entre la reacción estadounidense y la inglesa, en la medida que la justificación de la subordinación de créditos en razón de la infracapitalización logre resolverse con mayor facilidad en el ámbito del *Bankruptcy Code*, al tiempo que parecería una herramienta discutible en el marco de la aplicación de la *Insolvency Act* inglesa. Y, de ahí también, las dificultades para justificar las bases del *wrongful trading* en el Reino Unido, si no es por medio de asumir la existencia de deberes fiduciarios a favor de la sociedad, en que los acreedores terminan por beneficiarse de la extensión de responsabilidad de la administración en razón de los daños infringidos a aquella en razón de la continuación de negocios en los que no existían reales perspectiva de pago a los acreedores<sup>417</sup>.

209

#### IV. BASES PARA LA FORMULACIÓN DE UNA PROPUESTA ALTERNATIVA:

##### EL DEBER DE INICIAR UN PROCEDIMIENTO CONCURSAL COMO FÓRMULA DE RESGUARDO DE LOS ACREEDORES

Si apreciamos todos los mecanismos negociales, societarios y concursales que tratan de resolver los problemas derivados de la traslación del riesgo a los acreedores en razón de la limitación de la responsabilidad, podemos observar que cada uno de ellos presenta sus propias dificultades. A nuestro

<sup>416</sup> *Salomon v. A Salomon & Co. Ltd.* [1897] A.C. 22, 51 (traducción del autor).

<sup>417</sup> *Supra*, III.2.b.i.

juicio, las soluciones legales antes referidas asumen que la pérdida de la función de garantía asociada al capital social debe ser reemplazada por medio de instrumentos jurídicos que, de manera *ex post*, se articulen sobre la base de un deber implícito de adecuada capitalización. De esta manera podría ofrecerse una justificación técnica a la ruptura de la separación de patrimonios con los socios o, mejor dicho, de la irresponsabilidad personal, para conceder un parámetro para reequilibrar la posición de las partes intervinientes.

Se parte de la idea de que la incorporación de la autonomía privada en el ámbito societario no puede desconocer que dicha libertad debe equilibrarse con la asunción de las consecuencias de las decisiones tomadas por los socios o administradores, en su caso, para el evento en que el importe del capital no fuere suficiente para dar cobertura efectiva para el desarrollo del negocio social. El problema se avizora en cuanto las lamentaciones que producen las dificultades para fijar el nivel de cobertura necesaria en una formulación *ex ante* (principalmente por medio de la fijación de capitales mínimos), se replican con similar magnitud en un escenario en que tal apreciación deba ser realizada *ex post*. Por ello resulta llamativo que se propongan soluciones (o interpretaciones normativas) en las que se despoja de tal valoración al legislador, concediéndola ahora a los tribunales de justicia. De este modo, las mismas deficiencias antes observadas encuentran réplica en las apreciaciones necesarias para justificar la responsabilidad de los administradores, el tratamiento de los préstamos sustitutivos de capital y la técnica del levantamiento del velo corporativo. Ello, como si en los tribunales (acaso especializados en la materia), pudiese resolverse un punto que la ciencia económica no ha logrado hacer, como es la determinación de una combinación adecuada entre recursos propios y ajenos para la gestión de la sociedad.

Planteado desde esta perspectiva, hemos revisado cómo en los casos en los que se han intentado ofrecer mecanismos reactivos, los legisladores (o intérpretes) han debido utilizar formulaciones bastante abiertas para la ponderación de las circunstancias que circunscriben las conductas que resultan reprochables. Pero esos mismos criterios abiertos son los que, en suma, generan niveles de incertidumbre en el mercado, pudiendo decantar en menores niveles de eficiencia de los emprendimientos sociales. Ello parece contradictorio con la finalidad primaria del Derecho Societario, como también con la propia lógica de la regla de limitación de responsabilidad.

A nuestro juicio, todas dichas limitaciones ignorarían un punto que nos parece del todo pertinente. Y ello se refiere a que, en las situaciones de crisis societaria (o, tal vez, ante su potencialidad), son los derechos de los acreedores los que son puestos en riesgo. De este modo, sería prudente consultar a estos sobre aquellas medidas que estiman conducentes para

no deteriorar sus posibilidades de cobro. Dicha consulta se ofrece esencialmente en la órbita del Derecho Concursal, cuya principal finalidad es ofrecer una estructura para la negociación entre las partes para ajustar el destino del deudor (y de sus bienes) hacia la maximización de sus posibilidades de cobro<sup>418</sup>. Entonces, el problema no se plantearía en los deslindes de un hipotético deber de capitalización social, sino en cómo enfrentar sus efectos cuando los derechos de los acreedores se encuentran en peligro. Si el planteamiento financiero de la sociedad se encuentra en una fase patológica que impide la realización de su actividad y termina, en definitiva, traspasando de forma íntegra el riesgo a los acreedores, lo prudente sería orientar la solución a través de una estructura en que estos son congregados para su tratamiento.

Así, para evitar los comportamientos oportunistas de los administradores sociales, no parece adecuado transformar a estos en fiduciarios de los acreedores, sino restringir o privarlos de sus facultades, según el caso. En otras palabras, aun cuando pueda sostenerse que la insolvencia efectivamente transforma a los acreedores en los *residual claimants* de la sociedad, provocando que ahora sean estos los que ganen o pierdan en el margen, consideramos coherente que se les convoque a tomar las decisiones que parezcan más adecuadas a sus intereses. Dado que las fórmulas de control de la administración por parte de los acreedores no se ofrecen en el ámbito del Derecho Societario, la protección se concibe de mejor modo en la órbita de los diversos procedimientos concursales, sean reorganizativos o liquidatorios, que disponen de reglas específicas para enfrentar los problemas de conflictos de intereses y reprimir aquellos comportamientos que pudiesen provocar un detrimento al crédito.

Planteamos la justificación de dicha argumentación del siguiente modo. No nos parece razonable entender que, ante escenarios de crisis patrimonial, la dirección de la empresa pueda permanecer en manos de los administradores, solo variando legalmente a los beneficiarios de sus deberes fiduciarios. Ello importaría desplazar el interés de los socios y reemplazarlo por el de los acreedores como guía rectora de las decisiones corporativas. La articulación de los modelos de diligencia y responsabilidad de la administración, desde una perspectiva puramente societaria, parte de la base que los accionistas son los dueños residuales

---

<sup>418</sup> JACKSON (1986), *passim*, conforme al conocido modelo de la negociación de acreedores (*creditors' bargain model*). Y que, en torno a la estructuración de la función primordial del Derecho Concursal –GOLDENBERG SERRANO (2015)–, reconoce a la eficiencia “como un criterio normativo que inspira la totalidad de la legislación de quiebras”, NÚÑEZ OJEDA *et al.* (2012) p. 271.

de la sociedad<sup>419</sup>, bajo la lógica de su primacía<sup>420</sup>, y de ahí que los principales problemas que se pretenden resolver se dan en razón de la agencia vertical entre uno y otro grupo. Ello se refleja en que los administradores deben responder ante dichos socios como grupo<sup>421</sup>, para que los intereses de la sociedad y de sus dueños se encuentren efectivamente alineados<sup>422</sup>. Por tanto, si el Derecho Societario no es concebido como la sede ideal para la protección de terceros (como advertiría la pérdida de la función de garantía del capital social), incluir un deber de conducta frente a los acreedores resulta controversial.

A mayor abundamiento, estimamos que ofrecer mecanismos en los que se disponen de deberes fiduciarios a favor de terceros en el marco de la estructura societaria parece impropio de su construcción jurídica<sup>423</sup>. A pesar de considerar que el propio concepto de dichos deberes se presenta con contornos difusos<sup>424</sup>, este se basaría principalmente en la realización de conductas en el mejor interés de los terceros, sacrificando, incluso, el interés personal<sup>425</sup>. El problema se plantea técnicamente porque un deber fiduciario supone que su beneficiario ha delegado en otro sendos poderes discrecionales de actuación y que la propia relación entre ellos supone que tal discrecionalidad debe encontrarse enderezada por los intereses del beneficiario<sup>426</sup>. Por ello, incluso en aquellos casos en los que la comprensión de la sociedad se articule como un nexo de contratos<sup>427</sup>, la vinculación entre administradores y terceros daría poca cabida a deberes implícitos de verdadera lealtad. Cualquier construcción así planteada asumiría un imperativo de fidelidad subyacente a todo crédito, pero no respecto al deudor (en este caso, la sociedad), sino respecto a los administradores sociales, lo que se aleja del planteamiento tradicional de los derechos personales.

En razón de todo lo anterior estimamos más coherente una protección brindada en el marco del Derecho Concursal, en que los poderes de gestión o de supervisión se asignan a órganos diseñados para la tutela de los intereses de los acreedores (bajo las nomenclaturas de síndicos, administradores concursales, liquidadores, veedores, curadores, etc.). Ello justificaría también las reglas que ordenan la pronta apertura del concurso por parte de los administradores sociales en aquellos casos en los que se

<sup>419</sup> BAIRD (1996), p. 31.

<sup>420</sup> CRESPI (2007), p. 386.

<sup>421</sup> COWTON (2012), p. 23.

<sup>422</sup> BECKER y STÖMBERG (2012), p. 1932.

<sup>423</sup> Planteamiento que ya ofrecía SEALY (1962), p. 75.

<sup>424</sup> DE MOTT (1988), p. 879.

<sup>425</sup> EDELMAN (2014), pp. 23-27.

<sup>426</sup> FRANKEL (1983), pp. 808-809.

<sup>427</sup> JENSEN y MECKLING (1976), p. 311.

ha evidenciado el inicio de la crisis o, incluso, que pretenden favorecer a quienes se anticipan a una insolvencia potencial, evitándola por medio de concursos de tipo preventivos. Sin embargo, bien podrá indicarse que estas ideas reconducen toda solución a la esfera concursal<sup>428</sup>, ignorando los costos directos e indirectos que esta clase de procedimiento realmente ocasionan. No obstante, esta crítica puede ser conciliada con la incorporación al ordenamiento de instrumentos fundados en la preconcursalidad<sup>429</sup>, generalmente más livianos y privados, pero que igualmente involucran el interés de los acreedores afectados en el diseño de la solución que resulte más apropiada.

De este modo, si algún deber puede construirse en torno a los administradores sociales para dar protección a los acreedores, este se referirá a aquel que les impulse a tomar alguna de las medidas que ofrece el ordenamiento concursal consagra para tal fin. Así, no centrándose en mecanismos que se soportan en la función de garantía del capital social, hoy tan cuestionada, la responsabilidad se asociaría directamente a la omisión del mencionado deber y, en especial, a las consecuencias nocivas desplegadas con posterioridad a la existencia del presupuesto objetivo que desencadena la apertura del concurso. Estas ideas pueden observarse, por ejemplo, en los términos generales del *wrongful trading* o de la action de responsabilité pour insuffisance d'actif antes reseñadas. Ellas nos parecen más apropiadas al tiempo en que su interpretación se despoje del sustrato dado por la inadecuación del capital, y se centren en el comportamiento imputable de la administración que, pudiendo hacerlo, desestimó el foro concursal (o preconcursal) como herramienta legítima para resolver las dificultades de la empresa<sup>430</sup>.

## V. CONCLUSIONES

1. Si bien la doctrina ha llegado a un aparente consenso de los beneficios que imprime la limitación de responsabilidad al desarrollo de un régimen capitalista, su eficiencia puede ser puesta en duda si los socios y los órganos de administración pueden llevar a cabo estrategias que deterioren las posibilidades de cobro de los

<sup>428</sup> ÁVILA DE LA TORRE (2012), p. 58.

<sup>429</sup> Para una revisión de diversos instrumentos que pretenden la autocomposición y prevención de las crisis económicas en el Derecho Comparado, véase PULGAR ESQUERRA (2012), pp. 88-198.

<sup>430</sup> Esta solución se presenta, por ejemplo, en el ordenamiento español, en el que tal incumplimiento deriva en la calificación (civil) del concurso por medio de una presunción *iuris tantum* de la agravación de la insolvencia. Véase ÁVILA DE LA TORRE (2012), pp. 57-58.

acreedores sociales. Trasladado (aun parcialmente) el riesgo a los acreedores, la función de garantía del capital fue históricamente utilizada como contrapeso (especialmente en el contexto europeo), aunque los últimos tiempos han dado cuenta de un paulatino alejamiento del modelo (y una preponderancia del sistema anglosajón), que entiende que son otras las herramientas más adecuadas para resolver el dilema.

2. El modelo negocial supone que el recurso a las tasas de interés, garantías reales y personales y consagración de *covenants* financieros deslindan de mejor modo el riesgo implícito, incluso adecuándolos al tipo de actividad y características del deudor. Las reglas de protección legal solo tendrían sentido en cuanto la tipificación de estas formas de control pudiesen tener validez transversal y permanente, lo que, refutado, da pie a desestimar los medios de control subsidiario para dar cabida al pleno ejercicio de la autonomía privada. En este caso, los problemas se centrarán en que estos mecanismos solo estarán disponibles para los acreedores que tengan un poder de negociación tal que admita su incorporación en el texto contractual y que la cobertura solo favorecerá a estos, pero no se irradiará a otro tipo de acreedores menores. Asimismo, las dificultades de configurar *ex ante* un estándar que se adecúe a todas las vicisitudes que puede experimentar la sociedad deudora en el curso del financiamiento probablemente importarán la configuración de medidas de resguardo que superen los estándares de la tutela de los acreedores en escenarios de insolvencia, desvirtuando de manera preventiva la lógica societaria conducente a la maximización de las utilidades de los socios.
3. El modelo societario parte de la base de que el régimen legal debe articular formas preventivas de protección, en especial por medio de la instauración de reglas de capital mínimo y de conservación del capital. O, incluso, aplicando analógicamente sus reglas para generar estatutos aplicables a los denominados “préstamos sustitutos de capital” o “financiamientos anómalos”. En el primer caso, el problema se encuentra en las dificultades para establecer una cifra única (o lo suficientemente convincente) de capital mínimo que genere una cobertura suficiente para todos los acreedores, sin que aquella se convierta solo en un billete de entrada que puede generar problemas desde la lógica de la competencia. En el segundo, supone argumentar la existencia de un principio de adecuada capitalización social, a partir de parámetros abiertos tales como los del “ordenado comerciante”, el “desequilibrio excesivo” entre fondos propios y ajenos y otros tantos que gene-



ran sendos problemas de certeza jurídica. Lo anterior no solo en consideración a las dificultades técnicas para que los tribunales aprecien el cumplimiento de los requisitos para que tenga lugar la recalificación del préstamo, sino porque la ciencia económica no ha llegado (aún) al establecimiento de una fórmula exacta de equilibrio.

Adicionalmente, la reacción societaria puede fijarse en el establecimiento de un régimen de responsabilidad para quienes (socios o administradores) han desarrollado la actividad sin contar con un fondo de cobertura suficiente o no han instado por el cierre del negocio ante tal deficiencia de capitalización. Sin embargo, además de los problemas antes planteados para la fijación de tal suficiencia, aquí las dificultades dogmáticas incluyen los debates sobre la posible extensión de los deberes fiduciarios a favor de los acreedores, lo que, si resulta admisible, solo podría argumentarse en escenarios de insolvencia, en que los “dueños residuales” de la empresa han dejado de ser sus socios y han pasado a ser sus acreedores.

4. El modelo concursal, finalmente, tiende a apreciar el problema desde la perspectiva de la posición de los acreedores al interior del concurso, utilizando las reglas de prelación a fin de ofrecer un ajuste a los derechos de cobro. La cuestión, como en los demás aspectos valorados, no se presenta de modo uniforme. Así, existen sistemas que consagran fórmulas para minusvalorar los créditos de las personas relacionadas al deudor, argumentando que la posición de control permite la aplicación de un criterio de imputación lo suficientemente coherente para la aplicación del remedio. En estos casos, la subordinación automática puede evitar los problemas de certeza jurídica a los que nos hemos referido, pero genera otros tantos en relación con el aparente exceso de la solución. Otros sistemas, en cambio, se basan en criterios basados en la existencia de una conducta inequitativa y una finalidad indemnizatoria, pero, dada la laxitud del estándar, de nuevo se nos presentan los problemas de consistencia denunciados en el punto anterior.
5. Conforme a todo lo indicado precedentemente, creemos que el problema se encuentra actualmente planteado de modo contradictorio. Si los ordenamientos han ido superando la noción de que el capital social cumple una función de garantía, cualquier solución que se plantee sobre la base de un deber implícito de capitalización resulta inadecuada. Por ello, nos parece más pertinente revisar cuál es el verdadero riesgo al que se exponen los acreedores en

escenarios de infracapitalización, los cuales usualmente se traducen en la posibilidad de que la sociedad mantenga normalmente sus actividades y, en consecuencia, se acelere una situación de insolvencia. En tal punto, creemos que, si acaso admitimos que tal estado produce que los acreedores pasen a ser los verdaderos dueños residuales de la sociedad, la respuesta no puede ser encontrada en sede societaria. Resulta controversial plantear que, en este punto, la administración pasa a tener deberes fiduciarios con terceros ajenos a su estructura, toda vez que ello implicaría asumir un vínculo implícito de fidelidad entre la administración social y los acreedores que subyacería toda relación de crédito. Por ello, consideramos más adecuado sostener que, en tales eventos, el deber legal de la administración se produce en el pronto recurso a los procedimientos concursales que ofrece la legislación aplicable, toda vez que estos se encuentran enderezados en la protección de los derechos de los acreedores mediante la maximización de sus posibilidades de cobro. Conforme a lo anterior, resulta plausible generar una responsabilidad por infracción a dicho deber legal de manera que la administración indemnice a los acreedores por las actuaciones llevadas a efecto con posterioridad y que, finalmente, resultaron en un detrimento del crédito.

## BIBLIOGRAFÍA

- ABBADESSA, Pietro (1988). “Il problema dei prestiti dei soci nelle società di capital: una proposta di soluzione”. *Giurisprudenza Commerciale*. Año xv, Milán.
- ABRIANI, Niccoló (2013). “Debiti infragruppo e concordato preventivo: tra postergazione e compensazione”. *Banca Borsa Titoli di Credito*. Vol. 66. N° 6. Milano.
- ALONSO LEDESMA, Carmen (2007). “Algunas reflexiones sobre la función (la utilidad) del capital social como técnica de protección a los acreedores”, en *Estudios de derecho de sociedades y derecho concursal. Libro homenaje al profesor Rafael García Villaverde*. Madrid: Marcial Pons. Vol. 1.
- ARMOUR, John (2006). “Legal capital: an outdated concept?”. *European Business Organization Law Review*. N° 7. Hague.
- ARMOUR, John, Gerard HERTIG & Hideki KANDA (2009). “What is corporate law?”. *The Anatomy of Corporate Law: A comparative and functional approach*. Oxford: Oxford University Press
- ARMOUR, John, Gerard HERTIG & Hideki KANDA (2009). “Transactions with creditors”. *The Anatomy of Corporate Law: A comparative and functional approach*. Oxford: Oxford University Press.

- ÁVILA DE LA TORRE, Alfredo (2012). “La calificación del concurso como culpable: criterio de clasificación y régimen de presunciones”, en José Antonio GARCÍA-CRUCES. *Insolencia y Responsabilidad*. Cizur Menor: Civitas/Thomson Reuters.
- BACHNER, Thomas (2009). *Creditor protection in private companies: Anglo-German perspective for a European legal discourse*. Cambridge: Cambridge University Press.
- BAIRD, Douglas (1996). “A world without bankruptcy”, in Jagdeep S. BANDHARI & Lawrence A. WEISS (eds.). *Corporate bankruptcy. Economic and legal perspectives*. Cambridge: Cambridge University Press.
- BALP, Gaia (2007). “I finanziamenti dei soci “sostitutivi” del capitale di rischio: ricostruzione della fattispecie e questione interpretative”. *Rivista delle Società*. Anno 52, fascicoli 2 y 3, Milano.
- BARROS BOURIE, Enrique (2006). *Tratado de responsabilidad extracontractual*. Santiago: Editorial Jurídica de Chile.
- BÄUERLE, Elke (2010). “§39”, in Eberhard BRAUN (dir.), *Insolvenzordnung Kommentar*. München: C.H. Beck.
- BECKER, Bo & Per STRÖMBERG (2012). “Fiduciary duties and equity-debtholder conflicts”. *The Review of Financial Studies*, Vol. 25. Nº 6. New York.
- BERMEJO GUTIÉRREZ, Nuria (2002). *Créditos y quiebra*. Madrid: Civitas.
- BLASCO GASCÓ, Francisco de P. (2010). *El pago de los acreedores concursales*. Cizur Menor: Aranzadi Thomson Reuters.
- BOLDÓ RODA, Carmen (1996). *Levantamiento del velo y persona jurídica en el Derecho privado español*. Pamplona, Aranzadi.
- BLUM, Brian A. (2014). *Bankruptcy and debtor/creditor: examples & explanations*, 6ª ed. New York: Wolters Kluwer Law & Business.
- CAHN, Andreas (2006). “Equitable subordination of shareholder loans”. *European Business Organization Law Review*. Nº 7. Hague.
- CAMPOBASSO, Mario (2008). “Finanziamento del socio”. *Banca Borsa Titoli di Credito*. Vol. 61, Nº 4, Milano.
- CARLSON, David Gray (2003/2004). “The logical structure of fraudulent transfers and equitable subordination”. *William and Mary Law Review*. Vol. 45, Williamsburg.
- CARROLL, Stephen K. (1980). “Priorities and subordination in the bankruptcy reform act of 1978”. *Houston Law Review*. Vol. 17, Houston.
- CLARK, Robert Charles (1977). “The duties of corporate debtor to its creditors”. *Harvard Law Review*. Vol. 90, Nº 3, Cambridge.
- CONAC, Pierre-Henri (2015). “Modernization and simplification of French Company Law of Close Corporation”, en María Fernanda VÁSQUEZ PALMA y José Miguel EMBID IRUJO (dirs.), *Modernización del Derecho societario*. Santiago: Thomson Reuters La Ley.

- CORAPI, Diego y Barbara DE DONNO (2012). "European corporate law". *European private law: a handbook*. Berna / Durham: Stämpfli Publishers-Carolina Academic Press. Vol. II.
- COURET, Alain (2010). "Réflexions sur la fin du capital social en droit français", in Michel MENJUCQ y Bertrand FAGES (dirs.). *Actualité et évolutions comparées du droit allemand et français des sociétés*. Paris: Dalloz.
- COWTON, Christopher J. (2011). "Putting creditors in their rightful place: corporate governance and business ethics in the light of limited liability", *Journal of Business Ethics*. Vol. 102, Supplement 1: Ethics, Dordrecht.
- COZIAN, Maurice, Alain VIANDIER & Florence DEBOISSY (2014). *Droit des sociétés*. Paris: Lexis Nexis.
- CHAITMAN, Helen Davis (1984). "The equitable subordination of bank claims". *The Business Lawyer*. Vol. 39, N° 4, Chicago.
- CHAVA, Sudheer & Michael R. ROBERTS (2008). "How does financing impact investment? The role of debt covenants". *The Journal of Finance*. Vol. 63, N° 5, Malden.
- CRESPI, Gregory (2007). "Maximizing the wealth of fictional shareholders: which fiction should directors embrace?". *Journal of Corporation Law*, N° 32, Iowa City.
- D'AIELLO, Grazia Maria (2014). "Stato di crisi e finanziamenti "anomali" alla S.R.L.". *Banca Borsa Titoli di Credito*. Vol. 67, N° 3, Milano.
- DANA-DÉMARET, Sabine (1989). *Le capital social*. Paris: Litec.
- DAUNER-LIEB, Barbara (2010). "L'état du droit positif allemand", in Michel MENJUCQ et Bertrand FAGES (dirs.). *Actualité et évolutions comparées du droit allemand et français des sociétés*. Paris: Dalloz.
- DAVIES, Paul (2010). *Introduction to company law*, 2ª ed. New York: Oxford University Press.
- DE ÁNGEL YAGÜEZ, Ricardo (1995): "La doctrina del 'levantamiento del velo' y las sociedades interpuestas". *Revista Estudios de Deusto*, Vol. 43. N° 2, Bilbao.
- DE ÁNGEL YAGÜEZ, Ricardo (2013). *La doctrina del "levantamiento del velo" de la persona jurídica en la jurisprudencia*. 6ª ed. Cizur Menor: Civitas Thomson Reuters.
- DE CASTRO Y BRAVO, Federico (1984). *La persona jurídica*. Madrid: Civitas.
- DE MOTT, Deborah A. (1988): "Beyond metaphor: an analysis of fiduciary obligation". *Duke Law Journal*, Año 1988, N° 5, Durham.
- DÍAZ VILLALOBOS, José Ignacio (2011). "La limitación de la responsabilidad de los socios", en María Fernanda VÁSQUEZ PALMA (dir.). *Estudios de Derecho comercial. Primeras Jornadas Chilenas de Derecho Comercial, 2010*. Santiago: AbeledoPerrot LegalPublishing Chile.
- DICKENS, Jeremy W. (1987). "Equitable subordination and analogous theories of lender liability: toward a new model of 'control'". *Texas Law Review*. Vol. 65, Austin.
- DINE, Janet, Marios KOUTSIAS & Michael BLECHER, (2007). *Company Law in the New Europe: The EU Acquis, Comparative Methodology and Model Law*. Cheltenham-Northampton: Edward Elgar.

- DOBSON, Juan Ignacio (2010). *Interés societario*. Buenos Aires: Astrea.
- EASTERBROOK, Frank H. & Daniel R. FISCHER (1985). "Limited liability and the corporation". *The University of Chicago Law Review*. Vol. 52, N° 1, Chicago.
- EDELMAN, James (2014). "The role of status in the law of obligations", in Andrew GOLD & Paul B. MILLER (eds.), *Philosophical foundations of fiduciary law*. New York: Oxford University Press.
- EMBED IRUJO, José Miguel (2008). "A vueltas con el perfil tipológico de la sociedad de responsabilidad limitada", en Niccolò ABRIANI y José Miguel EMBED IRUJO, *La società a responsabilità limitata in Italia e in Spagna. Due ordinamenti a confronto*. Milano: Giuffrè.
- EMBED IRUJO, José Miguel (2015). "Modernización y simplificación del derecho de sociedades en España", en María Fernanda VÁSQUEZ PALMA y José Miguel EMBED IRUJO (dirs.). *Modernización del Derecho societario*. Santiago: Thomson Reuters La Ley.
- ENGRÁCIA ANTUNES, José (2015). "Modernização e simplificação do direito das sociedades em Portugal", in María Fernanda Vásquez Palma y José Miguel Embid Irujo (dirs.), *Modernización del Derecho societario*. Santiago: Thomson Reuters-La Ley.
- FERRÁN, Eilís (1999). *Company law and corporate finance*. New York: Oxford University Press.
- FERRÉ FALCÓN, Juan (2005). *Los créditos subordinados*. Cizur Menor: Thomson Civitas.
- FERRIEL, Jeff & Edward J. JANGER (2007). *Understanding bankruptcy*. 2ª ed. United State: Lexis Nexis.
- FRANKEL, Tamar (1983): "Fiduciary law", *California Law Review*, Vol. 71, N° 3, Berkeley.
- GALGANO, Francesco (2007). *Grupo de sociedades (dirección y coordinación de sociedades)*. Buenos Aires: La Ley.
- GELTER, Martin (2006). "The subordination of shareholder loans in bankruptcy". *International Review of Law and Economics*. N° 26, Sevenoaks/Kent.
- GOLDENBERG SERRANO, Juan Luis (2012). "El problema temporal en el inicio de los procedimientos concursales". *Ius et Praxis*. Año 18, N° 1, Talca.
- GOLDENBERG SERRANO, Juan Luis (2013). "El tratamiento privilegiado del crédito como medio de protección al acreedor sin poder de negociación", en Carmen Domínguez Hidalgo *et al* (coords.), *Estudios de Derecho Civil VIII. Jornadas Nacionales de Derecho Civil. Santa Cruz, 2012*. Santiago: Legalpublishing, Thomson Reuters.
- GOLDENBERG SERRANO, Juan Luis (2015). *La visión privatista del Derecho concursal*. Santiago: Thomson Reuters.
- GONDRA ROMERO, José María (1987): "La posición de la sociedad de responsabilidad limitada en el marco de la reforma del Derecho de Sociedades", en Alberto Alonso Ureba *et al*. (dirs.), *La reforma del Derecho español de sociedades de capital*. Madrid: Civitas.

- GOODE, Roy (2011). *Principles of corporate insolvency law*. United Kingdom: Sweet & Maxwell.
- GUASCH MARTORELL, Rafael (1999): “La doctrina de la infracapitalización: aproximación conceptual a la infracapitalización de las sociedades”. *Revista de Derecho Mercantil*, N° 234. Madrid.
- GUIZZI, Giuseppe (2015), “Modernizzazione e semplificazione nel Diritto societario italiano”, en María Fernanda VÁSQUEZ PALMA y José Miguel EMBID IRUJO (dirs.), *Modernización del Derecho societario*. Santiago: Thomson Reuters La Ley.
- GULLIFER, Louise & Jennifer PAYNE (2011). *Corporate finance law. Principles and policy*. Oxford and Portland, Oregon: Hart.
- HALPERN, Paul, Michael TREBILCOCK & Stuart TURNBALL, (1980). “An economic analysis of limited liability in corporation law”. *The University of Toronto Law Journal*. Vol. 30, N° 2, Toronto.
- HASS, Jeffrey John (1987). “Insights into lender liability: an argument for treating controlling creditors as controlling shareholders”. *University of Pennsylvania Law Review*. Vol. 135, N° 5, Philadelphia.
- HERZOG, Asa S. & Joel B. ZWEIBEL (1961/1962). “The equitable subordination of bankruptcy claims”. *Vanderbilt Law Review*. N° 15. Nashville.
- HUBER, Ulrich & Mathias HABENSACK (2006). “Zur Reform des Rechts der kapitalersetzenden Gesellschafterdarlehen”, in Marcus LUTTER (dir.). *Das Kapital der Aktiengesellschaft in Europa*. Berlin: De Gruyter Recht.
- IGLESIAS PRADA, Juan Luis y Alberto VAQUERIZO ALONSO (2004). “Sobre la subordinación legal en el concurso de los créditos pertenecientes a las personas especialmente relacionadas con el deudor”. *Estudios sobre la Ley Concursal: Libro Homenaje a Manuel Olivencia*. Madrid: Marcial Pons. Tomo IV.
- ISRAELS, Carlos L. (1942). “The implications and limitations of the ‘Deep Rock’ doctrine”. *Columbia Law Review*. Vol. 42. N° 3, New York.
- JACQUEMONT, André (2013). *Droit des entreprises en difficulté*. Paris: Lexis Nexis.
- JACKSON, Thomas H. (1986). *The logic and limits of bankruptcy law*. Cambridge, London: Harvard University Press.
- JENSEN, Michael C. & William H. MECKLING, (1976). “Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure”. *Journal of Financial Economics*. Vol. 3, N° 4, Laussane.
- KANDA, Hideki (1992). “Debtholders and equityholders”. *The Journal of Legal Studies*. Vol. 21, N° 2, Chicago.
- KEAY, Andrew (2005). “Formulating a framework for directors’ duties to creditors: an entity maximization approach”. *The Cambridge Law Journal*. Vol. 64, N° 3, London/Cambridge.
- KETZER, Axel (1989). *Eigenkapitalersetzende Aktionärsdarlehen*. Bonn: Carl Heymanns Verlag KG.



- KLEINDIEK, Detlef (2011). “§39”, in Gerhart KREFT (dir.). *Insolvenzordnung*. München: C.F. Müller.
- KROTINGER, Myron N. (1942). “The ‘Deep Rock’ doctrine: a realistic approach to parent-subsidiary law”. *Columbia Law Review*. Vol. 42, N° 7. New York.
- LAZO GONZÁLEZ, Patricio (2012). “Limitación de la responsabilidad: bases romanas de un dogma iusprivatista”. *Revista de Derecho de la Universidad Austral de Chile*. Vol. XXV. N° 1. Valdivia.
- LÓPEZ DÍAZ, Patricia (2003). *La doctrina del levantamiento del velo y la instrumentalización de la personalidad jurídica*. Santiago: Lexis Nexis.
- LUTTER, Markus und Peter HOMMELHOFF (1979). “Nachrangiges Haftkapital und Unterkapitalisierung in der GmbH”. *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht*. Vol. 8, N° 1, Berlin.
- LYON PUELMA, Alberto (2002). *Personas jurídicas*. 4ª ed. Santiago: Ediciones Universidad Católica.
- MANNE, Henry G. (1967). “Our two corporation systems: law and economics”. *Virginia Law Review*. Vol. 53, N° 2, Charlottesville.
- MANNING, Bayless (1990). *Legal capital*. Westbury: Foundation Press.
- MARÍN DE LA BÁRCENA, Fernando (2010). “Subordinación de créditos de socios y concurso de sociedades de capital”. *Revista de Derecho concursal y paraconcursal*, N° 12, Madrid. Disponible en <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=3129233> [Fecha de consulta: 7 de septiembre de 2016].
- MCCORMACK, Gerald (2007). “Control and corporate rescue: an Anglo-American Evaluation”. *The International and Comparative Law Quarterly*. Vol. 56, N° 3, London.
- MÉNDEZ, Juan J. (2005). “Responsabilidades emergentes de la infracapitalización societaria”. *Derecho comercial y de las obligaciones. Revista de Doctrina, Jurisprudencia, Legislación y Práctica*. Año 38. Buenos Aires.
- MIGUENS, Héctor José (1995). “La subordinación equitativa de las demandas intersocietarias dentro de un grupo de sociedades en el derecho concursal norteamericano”. *Revista del Derecho comercial y de las obligaciones*. Año 29, N°s 169 a 174, Buenos Aires.
- MIGUENS, Héctor José (2010). “The insolvent subsidiary and liability of the parent corporation in the USA, Argentina and UNCITRAL”. *Insol International Insolvency Review*. Vol. 19, Scarborough, Ontario.
- MIOLA, Massimo (2005). “Legal Capital and Limited Liability Companies: The European Perspective”. *European Company and Financial Law Review*. Vol. 2, N° 4, Berlin.
- MOKAL, Rizwaan J. (2000). “An agency cost analysis of the wrongful trading provisions: redistributions, perverse incentives and the creditors’ bargain”. *The Cambridge Law Review*. Vol. 59, N° 2, Cambridge.
- MONTANARI, Alberto (1980). “Capitale nominale adeguato all’ oggetto sociale o ‘mezzi propri’ proporzionali alle dimensioni”. *Rivista della Società*. Año 25, Milano.



- MORETTO, Mauricio (2015): “Responsabilidad de los administradores e insolvencia societaria. Reflexiones sobre la infracapitalización en el Derecho argentino”. *Revista Crítica de Derecho Inmobiliario*, N° 750, Madrid.
- NEUSSNER, Anett U. (2012). “§39”, in Marie Luise GRAF-SCHLICKER (dir.), *InsO Kommentar*. Colonia: RWS.
- NÚÑEZ OJEDA, Raúl, Nicolás CARRASCO DELGADO y Francisco ORTIZ ROJO (2012). “Visión crítica desde el análisis económico del derecho al sistema de verificación de créditos y realización de activos en la ley de quiebras chilena”. *Ius et Praxis*. Año 19. N° 1. Talca.
- OLIVIERI, Gustavo (2013). “Questioni aperte in tema di finanziamenti anomali di soci nelle società di capitali”. *Rivista del Diritto Commerciale e del Diritto Generale delle Obbligazioni*. Año CXI, N° 4. Milano.
- ORTIZ SOLORZA, Mauricio y Andrés VARELA FLECKENSTEIN (2013). “Levantamiento del velo e insolvencia”, en Carlos CÉSPEDES MUÑOZ (coord.), *Estudios de Derecho patrimonial. En homenaje a los 35 años de la Facultad de Derecho de la UCSC*. Santiago: LegalPublishing Thomson Reuters.
- OTXOA-ERRARTE GOICOETXEA, Rosa (2010). *La responsabilidad de los socios por la infracapitalización de su sociedad*. Cizur Menor: Aranzadi.
- PARDOW LORENZO, Diego G. (2008). “La parábola del administrador infiel: un estudio sobre los conflictos de intereses y el deber de lealtad”. Alejandro Guzmán Brito (editor científico). *Estudios de Derecho Civil III*. Santiago: Lexis Nexis.
- PAVONE LA ROSA, Antonio (1967). “La teoria dell’imprenditore occulto nell’opera di Walter Bigiani”. *Rivista di Diritto Civile*. Año XIII, N° 1, Padua.
- PAYNE, Jennifer (2009). “Legal capital in the UK following Companies Act 2006”. *Rationality in Company Law*. Oxford y Portland, Oregon: Hart.
- PAZ-ARES RODRÍGUEZ, Cándido (1983). “Sobre la infracapitalización de las sociedades”. *Anuario de derecho civil*. Vol. 36, N° 4, Madrid.
- PÉROCHON, Françoise (2014). *Entreprises en difficulté*. Issy-les-Moulineaux: LGDJ.
- PORTALE, Giuseppe B. (1991). “Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzata”. *Rivista della Società*. N° 1, prima parte, Milano.
- PORTALE, Giuseppe B. (2003). “I “finanziamenti” dei soci nelle società di capitali”. *Banca Borsa Titoli di Credito*, fascicolo 1. Milano.
- PRENTICE, Daniel (1990). “Creditor’s interests and director’s duties”. *Oxford Journal of Legal Studies*. Vol. 10, N° 2. London.
- PUGA VIAL, Juan Esteban (2013). *La sociedad anónima y otras sociedades por acciones en el Derecho chileno y comparado*, 2ª ed. actualizada y aumentada. Santiago: Editorial Jurídica de Chile.
- PULGAR ESQUERRA, Juana (2012). *Preconcursalidad y acuerdos de refinanciación*. Madrid: La Ley.
- REMBAR, Charles (1939). “Claims against affiliated companies in reorganization”. *Columbia Law Review*. Vol. 39, N° 6, New York.

- REYES VILLAMIZAR, Francisco (2013). *Análisis económico del Derecho societario*. Colombia: Legis.
- RODRÍGUEZ SÁNCHEZ, Sonia (2007). “La subordinación de los créditos de los socios en las sociedades de capital”. *Anuario de Derecho Concursal*, N° 12, Cizur Menor. Disponible en *CD Anuario de Derecho Concursal: 2003-2010* (N° 1-21).
- ROSSI, Massimo (2011). “Postergazione e concordato”. *Rivista del Diritto Commerciale e del Diritto Generale della Obbligazioni*. Año CIX. N° 1. Milano.
- ROTH, Günther H. & Peter KINDLER, (2013). *The spirit of corporate law. Core principals of corporate law in continental Europe*. München: C.H. Beck, Hart and Nomos.
- SÁNCHEZ RUS, Heliodoro (2012). *El capital social. Presente y futuro*. Cizur Menor: Civitas Thomson Reuters.
- SCHALL, Alexander (2010). “La MoMIG. La loi sur la modernisation du droit de la GmbH”, in Michel MENJUCQ et Bertrand FAGES (dirs.), *Actualité et évolutions comparées du droit allemand et français des sociétés*. Paris: Dalloz.
- SCHÖN, Wolfgang (2004). “The future of legal capital”. *European Business Organization Law Review*. N° 5. Hague.
- SCHMIDT, Karsten & Axel HERCHEN (2013). “§39”, in Karsten SCHMIDT (dir.). *Insolvenzordnung* München: C.H. Beck.
- SEALY, Len S. (1962): “Fiduciary relationships”, *The Cambridge Law Journal*, Vol. 20, N° 1, London/Cambridge.
- SEBASTIÁN QUETGLAS, Rafael (2010). “La subordinación de los créditos en los grupos de sociedades”, en Abel VEIGA COPO (coord.), *Créditos, garantías y concurso. Estudios en Homenaje al Profesor Ruiz de Velasco*. Cizur Menor: Civitas Thomson Reuters.
- SKEEL JR., David A. & Georg KRAUSE-VILMAR (2006). “Recharacterization and non-hindrance of creditors”. *European Business Organization Law Review*. N° 7, Hague.
- SPINDLER, Gerald (2008). “Trading in the vicinity of insolvency”, in Horst EIDENMÜLLER & Wolfgang SCHÖN (eds.). *The law and economics of creditor protection. A transatlantic perspective*. The Hague: TMC Asser Press.
- SPINDLER, Gerald (2015). “Modernization and simplification of German Company Law”, en María Fernanda VÁSQUEZ PALMA y José Miguel EMBID IRUJO (dirs.), *Modernización del Derecho societario*. Santiago: Thomson Reuters La Ley.
- SPRECHER, Robert A. (1943). “The conflict of equities under the ‘Deep Rock’ doctrine”. *Columbia Law Review*. Vol. 43, N° 3, New York.
- STADLER, Markus C. (1997). “Treatment of shareholder loans to undercapitalized corporations in bankruptcy proceedings”. *Journal of Law and Commerce*. Vol 17, N° 1, Pittsburgh.
- TAYLOR, Richard T. (1947). “Subordination of claims and interest in bankruptcy and corporate reorganizations”. *Master of Laws Thesis*. New York: University of Columbia.

- TELFER, Thomas G. H. (2002). “Transplanting equitable subordination: the new free-wheeling equitable discretion in Canadian Insolvency law”. *Canadian Business Law Journal*. Vol. 36, Toronto.
- ULBRICH, Martin (2011). *Die Abschaffung des Eigenkapitalersatzrechts der GmbH*. Colonia: Nomos C.H. Beck.
- ULMER, Peter (1998). *Principios fundamentales del Derecho alemán de sociedades de responsabilidad limitada*, Madrid: Civitas.
- UMFAHRER, Bernhard (2009). *The reform of European legal capital rules*. Viena: Intersentia.
- VATTERMOLI, Daniele (2009). “La subordinazione ‘equitativa’”. *Rivista delle Società*. Año LIV, fascicolo 6, Milano.
- VATTERMOLI, Daniele (2012). *Crediti subordinati e concorso tra creditori*. Milano: Giuffré.
- VÁSQUEZ PALMA, María Fernanda (2014). “Sobre la limitación de responsabilidad en el derecho de sociedades y su posible extensión en el contexto de la modernización”. *Revista de Derecho de la Universidad Austral de Chile*. Vol. XXVII, N° 2, Valdivia.
- VEIGA COPO, Abel (2012). *La masa pasiva del concurso de acreedores*. Cizur Menor: Civitas Thomson Reuters.
- VERSE, Dirk A. (2008). “Shareholder loans in corporate insolvency. A new approach to an old problem”. *German Law Journal*. Vol. 9, N° 9, Charlottesville.
- VÍTOLO, Daniel Roque (2010). *Aportes, capital social e infracapitalización en las sociedades comerciales*. Santa Fe: Rubinzal-Culzoni.
- VITTONI, Lazare (2006). “Questioni interna di postergazione di finanziamenti soci”. *Giurisprudenza Commerciale*. Año XXXIII, Milano.
- WALDE JÁREGUI, Vicente Rodolfo (2015): La infracapitalización”. *Vox Juris*. N° 29.1, Lima.
- WES JR., Edward J. (1977). “Substantive consolidation in bankruptcy: a flow-of-assets approach”. *California Law Review*. Vol. 65, N° 3, Berkeley.
- WINSHIP, Stephen R. (1983). “Banks as insiders with the new Bankruptcy Code”. *Journal of Contemporary Law*. Vol. 9, Salt Lake City.
- ZIEBEL, Jacob S. (1993). “Creditors as corporate stakeholders: the quiet revolution – an Anglo-Canadian perspective”. *The University of Toronto Law Journal*. Vol. 43, N° 3, Toronto.

### *Jurisprudencia citada*

#### Jurisprudencia europea

- ECJ, Case 212/97 Centros Ltd v. Erhvervs-og Selskabsstyrelsen [1999] 2 CMLR 551.
- ECJ, Case C-167/01 Kamer van Koophandel en Fabrieken voor Amsterdam v. Inspire Art Ltd [2003] ECR I. 10155

### Jurisprudencia inglesa

Salomon v. A Salomon & Co. Ltd. [1897] A.C. 22, 51.

Walker v. Wimborne (1976) 50 ALJR 446, 449.

Liquidator of West Mercia Safetywear Ltd. v Dodd (1988) 4 B.C.C. 30.

Re Pantone 485 Ltd. [2002] 1 B.C.L.C. 266.

### Jurisprudencia alemana

BGHZ 31, 258 ff (1959).

### Jurisprudencia estadounidense

United States v. Milwaukee Refrigerator Transit Co., 142 F. 247, 255, 1 A.F.T.R (P-H) P 131 (C.C.E.D. Wis. 1905).

Ingram v. Lehr 41 F.2d 169 (C.C.A. 9<sup>th</sup> 1930).

In re Bauman Hardware and Electric Co., 67 F.2d 792 (C.C.A. 7<sup>th</sup> 1933).

Taylor v. Standard Gas and Electric Company, 306 U.S. 307 (1939).

Pepper v. Litton, 308 U.S. 295. 295 (1939).

Barlow v. Budge, 127 F. 2d 440 (C.C.A. 8<sup>th</sup> 1942).

In re Mobile Steel Company, 563 F.3d 692, 700 (5<sup>th</sup> Cir. 1977).

Federal Deposit Insurance Corp v Sea Pines Co (1982) 692 F2d 973, 976-7.

Credit Lyonnais Bank Nederland NV v Pathe Communications No CIV.A. 12130, 1991 Del Ch LEXIS 215, 108-9.

In re Autostyle Plastics, 269 F.3d 726 (6<sup>th</sup> Cir. 2001).