

## LA CRISIS DEL VALOR NOMINAL COMO CRITERIO ORGANIZADOR DE LA SOCIEDAD ANÓNIMA (\*)

JORGE TOMILLO URBINA

Catedrático de Derecho Mercantil en la Universidad de Cantabria, España.

### SUMARIO:

I. El valor nominal: concepto y función. - II. La configuración del valor nominal en el derecho comparado: 1. El sistema simple o español: la mera exigencia del valor nominal; 2. Los sistemas complejos: 2.1 El sistema italiano: la igualdad del valor nominal de todas las acciones entre sí (principio di eguaglianza della azioni fra loro); 2.2 El sistema alemán básico: el valor nominal mínimo legal para cada una de las acciones (*Mindestnennbetrag der Aktien*); 2.3 El sistema alemán complementado: el valor nominal mínimo legal para cada acción desdoblado en múltiples. - III. Últimas orientaciones legales y doctrinales: i) hacia la supresión del valor nominal; 1. la experiencia norteamericana: los *no par value shares*; 2. Referencia a la (segunda) directiva 77/91/CEE, de 13 de diciembre 1976; 3. La situación en el derecho alemán. - IV. La situación actual en el Derecho español: 1. El planteamiento legal; 2. El desdote del valor nominal mínimo accionarial; 3. El problema de las acciones sin valor nominal y sus implicaciones tipológicas: un debate de última hora.

### I. EL VALOR NOMINAL: CONCEPTO Y FUNCIÓN

Cualquier intento de análisis que tenga por objeto los principios estructurales que sirven de soporte a la sociedad anónima o, más especialmente, las operaciones sobre el valor nominal en el ámbito de las sociedades anónimas, debe centrar su punto de partida en la óptica definida por la estrecha relación existente entre el **valor nominal** de las acciones y el **capital social**, entendido como cifra de responsabilidad predeterminada y estable<sup>1</sup> (eje central de la regulación jurídica del modelo societario capitalista). El valor nominal es una de las indicaciones formales integrantes del *corpus mechanicum* que sirve de soporte a la acción, y la suma del valor nominal de todas las acciones de una sociedad debe coincidir con su cifra de capital social.<sup>2</sup> Todo ello manifiesta con claridad su incidencia jurídica tanto en la estructura patrimonial de la sociedad anónima (*pars officuota*)<sup>3</sup>, cuanto en la determinación referenciada del conjunto de derechos cuantitativamente objetivables (x gr. los derechos de voto, de dividendo o de cuota de liquidación) que son atribuidos por cada una de las acciones (unidad de medida). En fin, la disciplina general del valor nominal también ha sido decisiva -en su momento- a la hora de fijar el cauce por el que habrían de discurrir con posterioridad determinadas opciones de política jurídica en la reciente reforma española del derecho de sociedades anónimas. Estas opciones, estrechamente relacionadas con la concepción del capital social como cifra de responsabilidad de carácter estable y predeterminado<sup>4</sup>, se refieren tanto a la forma legal de determinación del valor nominal de las acciones<sup>5</sup>, como a la decisión normativa sobre su propia existencia.

(\*) Agradecemos a María José Fuentes Vilasizón, miembro de la comisión de Relaciones Públicas de **ADVOCATUS**, por la cesión del presente artículo.

<sup>1</sup> Vid., por todas, SÁNCHEZ ANDRÉS, A. *Las acciones, un Conocimiento al régimen legal de las sociedades mercantiles*, dir. R. Uris/A. Mariáñez/M. Olivencia, Tomo IX(1), Madrid, 1994, p. 31.

<sup>2</sup> Sobre estas cuestiones, vid. VISENTINI, B. *Azioni di società*, *Enc. dir.*, t. IV, Milano, 1959, pp. 970-971.

<sup>3</sup> Cf. JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G. *La acción como parte del capital y como conjunto de derechos en la Ley de sociedades anónimas*, *Derecho de los negocios*, 7 (1991), p. 239.

<sup>4</sup> Vid. K.H. HOPT/H. WIEDEMANN, *Aktiengesetz-Greifbarmomentar*, 4.Aufl., Berlin-New York, 1992, p. 205, Anm. 48.

<sup>5</sup> En realidad, no se plantea un problema de determinación o indeterminación, sino de para forma de determinación del valor nominal de la acción. En este sentido, la doctrina más reciente parece inclinarse por la expresión en pesetas del valor nominal de cada acción, acogiendo el modelo de las denominadas **acciones de suma** [*Summenaktion; azione di somma*], al tiempo que se aleja de la expresión del valor nominal per relationem, identificando en forma decimal la parte de capital que representa cada acción (x gr. 1/125.000.000, 1/1000), sistema que implica las denominadas **acciones de cuota** [*Quotenaktion; azione di quota*], poniendo de relieve que las acciones de suma son mucho más transparentes que las acciones de cuota, "que acusa[n] una insuficiente comprensión de la significación estructural del capital y de la propia personalidad jurídica de la sociedad anónima", con apoyo en la referencia que hace el artículo 9.g) LSA (pero no el art. 122.1 RRM) a la "exacta

En este sentido, la reforma de 1989, como ya antes la de 1951, establece un modelo de regulación que toma como punto de partida el concepto de capital social antes enunciado, es decir, entendido como patrimonio de responsabilidad caracterizado por las notas de estabilidad (pero no inmutabilidad) y *predeterminación*. La coherencia lógica<sup>6</sup> de la opción se refuerza mediante la prohibición de emitir acciones por una cifra inferior a su valor nominal (artículo 47.2 Ley de Sociedades Anónimas), y también a través del endurecimiento del régimen de control de las aportaciones *in natura* (artículos 38, 39 y 40 Ley de Sociedades Anónimas y 133, 134 y 135 RRM). El capital social es expresión del conjunto de derechos que derivan de todas las acciones, y constituye elemento de referencia para medir la entidad relativa (*proporcional*) de los derechos que corresponden a cada una de las acciones.<sup>7</sup> Por ello se dice que la suma total del valor nominal de todas las acciones no puede resultar superior a la cifra nominal del capital social.<sup>8</sup> Pues bien, es precisamente en el desarrollo de este modelo donde surge la necesidad de otorgar a las acciones un valor aritmético (*valor nominal*) que debe ser paritario –al menos en cada serie (artículo 49.2 Ley de Sociedades Anónimas)– y que debe igualmente verse reflejado en los estatutos y en los soportes instrumentales en que descansa la forma de representación de la acción, con la finalidad primordial de establecer la equivalencia funcional<sup>9</sup> entre la aportación del socio a la sociedad y la participación del socio en la sociedad (artículos 48.1 Ley de Sociedades Anónimas y 114.1.2 RRM).

## II. LA CONFIGURACIÓN DEL VALOR NOMINAL EN EL DERECHO COMPARADO

En los distintos sistemas jurídicos nacionales que adoptan lo que en adelante podemos denominar “modelo europeo” de vertebración de la sociedad anónima –entendiendo por tal toda aquella estructura organizativa basada en el binomio **capital social/valor nominal**– puede apreciarse a título de común denominador la exigencia de la fijación del valor nominal de cada una de las acciones. Se trata, sin duda, de uno de sus rasgos *tipificadores* más característicos; sin embargo, los criterios legales establecidos para su configuración distan mucho de ser uniformes. Entre unos y otros pueden apreciarse significativas variaciones de incuestionable transcendencia práctica que deben ser objeto de análisis.

### I. El sistema simple o español: la mera exigencia del valor nominal

La forma más sencilla y práctica de garantizar legalmente la relación proporcional que debe existir entre el capital social y el valor nominal de cada una de las acciones, es exigir positivamente la existencia y la constancia de uno y otro de manera segura y, al mismo tiempo, razonablemente flexible. En este sentido, el sistema español contiene una solución equilibrada y eficiente que le

expresión” del valor nominal. Cf. SÁNCHEZ ANDRÉS, A., *Las acciones*, pp. 35-39; SÁNCHEZ CALERO, F., *La división del capital en acciones*, en *Derecho de sociedades anónimas* [coord. A. Alonso Urbina et al.], vol. 1, Madrid, 1994, p. 22, afirmando, con razón, que de lo contrario no sería posible llevar a cabo las operaciones de aumento de capital por elevación del valor nominal de las acciones ya existentes (art. 151.1 LSA). En el mismo sentido, con anterioridad, J. GIRÓN TENA, *Derecho de sociedades anónimas*, Valladolid, 1952, pp. 64-65; VISENTINI, B., *Azioni*, p. 971. Contra, pero sin argumentos sólidos, GARRIDO DE PALMA, VM/SÁNCHEZ GONZÁLEZ, J.C., *La sociedad anónima en sus principales configuraciones*, en *Estados sobre la sociedad anónima* [dir. VM. Garrido de Palma], Madrid, 1991, p. 34. Mucho másafortunado en su opción en favor de los *Satzkapital* es el § 6 AktG [“Das Grundkapital und die Aktien müssen auf einen Nennbetrag in Deutscher Mark lauten”]. Cf., sin perjuicio de la ulterior valoración crítica del precepto en determinados casos, G. HENN, *Handbuch des Aktienrechts*, Heidelberg, 1991, pp. 479-481, § 33 Abs. 1 f. K.H. HOPT/H. WIEDMANN, *AktG Großkomm. 68*, p. 209, Anm. 58; KÜBLER, F., *Gesellschaftsrecht*, 4. Aufl., Heidelberg, 1994, p. 213, § 14.1.3.a); *Ibid.*: *Aktie, Unternehmensfinanzierung und Kapitalmarkt*, en *Il diritto delle società per azioni. problemi e prospettive* [dir. P. Abbadeo/A. Rojo], Milano, 1993, pp. 103-104; SCHMIDT, K., *Gesellschaftsrecht*, 3. Aufl., Köln-Berlin-Bonn-München, 1997, p. 283, § 26 IV.1.b).

<sup>6</sup> Cf. SPOLIDORO, M.S., *Il capitale sociale*. En: *Il diritto delle società per azioni. problemi, esperienze, progetti* [dir. P. Abbadeo/A. Rojo], Milano, 1993, p. 68.

<sup>7</sup> Vid. GIRÓN TENA, J., *Derecho de sociedades*, p. 64; SÁNCHEZ CALERO, F., *La división del capital*, p. 23.

<sup>8</sup> Vid. VISENTINI, B., *Azioni*, p. 971; SÁNCHEZ ANDRÉS, A., *Las acciones*, p. 25.

<sup>9</sup> El valor nominal de una acción (*Nennwert*) expresa la cuota proporcional que atribuye como derecho de voto en la adopción de acuerdos sociales, como derecho al dividendo en el reparto de beneficios, o como el derecho a la cuota de liquidación

hace destacar como uno de los ordenamientos más representativos de entre aquellos incluíbles en lo que vamos a denominar sistema simple. La Ley de Sociedades Anónimas de 1989 establece únicamente la exigencia de un valor nominal mínimo para el capital social que se cifra en 10.000.000 pesetas (artículo 4 Ley de Sociedades Anónimas) complementada por el principio de suscripción íntegra (artículo 12, *ab initio*, Ley de Sociedades Anónimas) pero, a mi juicio acertadamente, se abstiene de exigir un valor nominal mínimo para cada una de las acciones. Consecuentemente, mientras que la existencia objetiva del valor nominal es obligatoria como requisito, la fijación cuantitativa<sup>9</sup> del valor nominal es libre.

No obstante, esta libertad de fijación tiene dos limitaciones. La primera, consiste en que la especificación del valor nominal para cada una de las acciones debe realizarse en pesetas. Es cierto que la Ley no lo exige así expresamente, pero es la conclusión más razonable en el contexto de un sistema que se basa, en cuanto ahora interesa, en tres postulados legales: a) la exigencia con carácter expreso de la fijación en pesetas del valor nominal del capital social (artículo 4, *in fine*, Ley de Sociedades Anónimas); b) la exigencia con carácter expreso del principio de proporcionalidad ("división") del valor nominal de cada una de las acciones respecto del capital social (artículo 1 Ley de Sociedades Anónimas); y, c) la exigencia con carácter expreso de que se haga constar en los estatutos sociales la "exacta expresión" del valor nominal de cada una de las acciones (artículo 9, inciso g Ley de Sociedades Anónimas) regla en la que se apoya la exigencia del desembolso parcial al 25 por ciento como mínimo de cada acción (artículo 12 LSA).

La segunda de las limitaciones indicadas también está conectada con el principio de proporcionalidad. Como quiera que dicho principio exige que el capital esté "dividido en acciones", su enunciado tiene que desdoblarse forzosamente en una doble consecuencia estructural: por un lado, en la regla de la pluralidad accionarial (en toda sociedad deben existir, al menos, dos acciones, ya que estas se configuran como fracciones) y, por otro lado, en la regla de la equivalencia aritmética global de las acciones respecto del capital, es decir, que la suma del valor nominal de todas las acciones en que se fracciona el capital de una sociedad debe arrojar como resultado una cifra igual a la establecida como valor nominal del capital social. Ahora bien, salvadas las referidas limitaciones legales, el valor nominal de las acciones podrá fijarse libremente<sup>11</sup> en los estatutos sociales (artículo 9, inciso g Ley de Sociedades Anónimas) y deberá figurar en el título de la acción (artículo 53.1.b) Ley de Sociedades Anónimas) o en su representación contable (artículo 6.I LMV)<sup>12</sup>, así como en los resguardos provisionales de las acciones (artículo 54.II Ley de Sociedades Anónimas).

que se sigue de la disolución de la sociedad. Cf. KÜBLER, E. *Unternehmensfinanzierung*, p. 112. También SÁNCHEZ CALERO, E. *La división del capital*, p. 22.

<sup>9</sup> Cf., históricamente, CLARET Y MARTÍ, P. *Sociedades anónimas*, Barcelona, 1944, p. 162; BÉRGAMO, A. *Sociedades anónimas*, Tomo I, Madrid, 1970, pp. 157-158.

<sup>11</sup> Esta libertad de fijación, sin embargo, no puede amparar el abuso ni la arbitrariedad, sino que debe ser entendida, en todo caso, en el contexto de los límites inherentes derivados de los rasgos definidores del tipo social, que permiten a la minoría reaccionar jurídicamente frente a eventuales modificaciones estatutarias que pretenden establecer valores nominales exigidos, beneficiando a uno o a varios socios en detrimento de los demás. Cf. SÁNCHEZ ANDRÉS, A. *Las acciones*, pp. 26-27. En relación con este tema, entiende el autor que "en la práctica no será fácil encontrar manuales de 'bómbolo societario' tan descarados como para bajar el valor nominal de las acciones o la cuota de las participaciones importantes. Con objeto de parecerse al objeto de eventuales temas de control, y sobre todo no será fácil encontrar tales ejemplos cuando ello implique contemporáneamente una grossera restricción de la libre transmisión de las acciones de los minoritarios, no sólo por requerir un desproporcionado volumen de inversión que restringiría situadamente el círculo de posibles compradores, sino también por imponer de facto una agrupación entre accionistas antes independientes, que para el futuro quedarán sujetos a actuar de consorte pero, en el supuesto de que se diera alguno de estas situaciones, no escararíamos manifiestamente ante una decisión social cuyos efectos no repercuten por igual sobre todas las socios y en consecuencia, susceptible de ser impugnado por abuso de la mayoría". A juicio del autor, en el derecho español de sociedades se echa en falta la existencia de un proceso de institucionalización de valores nominales equilibrados y uniformes, aunque "es el ámbito bursátil el que ofrece típicamente un mayor esfuerzo de normalización", p. 28.

<sup>12</sup> Cf., asimismo, el artículo 6.1 del Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero, sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles, que exige la mención del valor nominal en la contable pública en que se instrumenta la representación de valores por medio de anotaciones en cuenta.

Este sistema simple también viene establecido en el derecho francés, que se ha descolgado en fecha relativamente reciente de su tradicional sistema [complejo] del valor nominal mínimo legal. Efectivamente, la *Loi* [66-537] sur les Sociétés commerciales de 1966 establece un valor nominal mínimo doble para el capital social a) de 1.500.000 francos si la sociedad recurre al mercado de capitales, y b) de 250.000 francos en caso contrario (artículo 71.1 LSC)<sup>14</sup>. Sin embargo, desde 1988<sup>15</sup> las operaciones sobre el valor nominal de las acciones no se ven limitadas en Francia con la fijación de un segundo valor nominal mínimo para cada una de ellas. Por el contrario, se establece su libre fijación en los estatutos sociales (artículo 268 LSC)<sup>16</sup>, sin más restricciones que las resultantes de los principios configuradores del tipo social de la sociedad anónima.

## 2. Los sistemas complejos

La existencia de sistemas complejos no se define, en puridad jurídica, por oposición respecto de los sistemas fundamentados en la mera exigencia de un valor nominal para todas y cada una de las acciones. La variación en este punto no viene constituida, en rigor, por la antítesis, sino más bien por la existencia de meras diferencias de orden tipológico en la configuración final de los distintos sistemas que se utilizan para determinar el valor nominal. Los sistemas complejos no rechazan el contenido del sistema simple. Su justificación no está en el combate de un sistema con orientaciones incompatibles, sino en el reforzamiento de los medios existentes en orden a la consecución de los mismos o parecidos fines.

Por el contrario, lo consideran insuficiente, lo que les impulsa a endurecer su formulación básica mediante el añadido de distintos requisitos complementarios respecto del contenido mínimo. Sin embargo, la naturaleza de dichos requisitos y –sobre todo– su repercusión sobre las modalidades y el régimen jurídico de las operaciones societarias sobre el nominal, impiden la consideración de los que vamos a denominar sistemas complejos como simples peculiaridades o límites del sistema-base, obligando a considerarlos, con todas las consecuencias, sistemas alternativos diferenciados.

### 2.1. El sistema italiano: la igualdad del valor nominal de todas las acciones entre sí (*principio di eguaglianza delle azioni fra loro*)

El sistema de igualdad total y absoluta del valor nominal, aunque relativamente próximo en sus conceptos generales, no resulta incluíble en los parámetros del sistema simple. Ambos tienen un punto de partida común: la exigencia del valor nominal como principio. Sin embargo, en el sistema de igualdad total, la regla básica de la mera existencia no solamente se ve concretada por especificaciones relativas, v. gr., a la publicidad del valor nominal y a la unidad monetaria en que debe expresarse. Más allá de todo esto, en determinadas ocasiones, la regla de la mera existencia se ve en realidad transformada por la incrustación del principio de igualdad del valor nominal de todas las acciones entre sí. Entonces ya no basta con que exista valor nominal accionarial, ni son suficientes las medidas que tienden a garantizar la realidad, la función y el conocimiento del requisito "único". Es preciso, además, que ese valor nominal cumpla un segundo requisito configurador: debe ser igual para todas las acciones de la sociedad.<sup>17</sup>

<sup>14</sup> Téngase en cuenta que este precepto ha sido modificado por la *Loi* No. 87-1162 de 30 de diciembre de 1987.

<sup>15</sup> El artículo 503 de la *Ley de Sociedades Comerciales* excluye con carácter expreso cualquier grado de retroactividad a los efectos de la aplicación práctica de la reforma.

<sup>16</sup> Este principio de libertad toma carta de naturaleza en el Derecho francés desde el momento en que el artículo 268 LSC fue reformado por la *Loi* No. 88-15 de 5 de enero de 1988 suprimiendo el valor nominal mínimo por cada acción, que con anterioridad estaba fijado en 100 francos. Cf. MERLE, *ff. Droit commercial*, p. 276.

<sup>17</sup> Nada tiene que ver este sistema complejo con el principio de igualdad del valor nominal en caso serie que recoge un derecho como el especial (artículo 49.2 de la *Ley de Sociedades Anónimas*), cómodamente encuadrable dentro del sistema simple. Téngase en cuenta que la igualdad en cada serie no añade nada tipológicamente relevante al sistema simple, por dos razones fundamentales. En primer lugar, porque la igualdad en cada serie presupone la posibilidad legal de establecer la desigualdad accionarial global en materia de valor nominal (valor nominal plural en la pluralidad de acciones). En segundo lugar, porque la

El ejemplo más característico del sistema de igualdad accionarial lo proporciona el derecho italiano. El establecimiento en el *Codice Civile* de 1942 de un valor nominal mínimo para el capital social de 200 millones de liras (artículo 2327 del *Codice*) se acompaña de la exigencia de la fijación (existencia) de un valor nominal para cada una de las acciones. Dicho valor es una de las menciones esenciales del “acto público constitutivo” (artículo 2328.1.5 del *Codice*). Ciertamente, la determinación del valor nominal accionarial no se condiciona con el establecimiento de mínimos legales. Esta corresponde exclusivamente a los socios en sede de constitución, y además debe reflejarse en el soporte material de la acción (artículo 2354.1.3 del *Codice*).

Sin embargo puede observarse que, en el Derecho italiano, la libertad de fijación es solamente parcial. No hay cifra mínima impuesta legalmente para cada acción, pero la ausencia de esta únicamente garantiza un cierto grado de libertad de fijación para los socios. La libertad es cuantitativa y cualitativamente menor que la permitida por el sistema simple, porque a diferencia de este, no se limita a establecer medidas dirigidas a asegurar la realidad, el conocimiento y la función del valor nominal (anudadas principalmente a su correspondencia proporcional con el valor nominal del capital social). Ya en un plano diferente, estas medidas se ven ahora desbordadas mediante una peculiar concreción referencial no relativa al capital (función), sino al valor nominal de las demás acciones (pluralidad) de la sociedad. Ello se hace probablemente bajo el influjo de la doctrina italiana clásica, unánime a la hora de identificar el capital social (nominal) como la traducción dineraria del conjunto de las aportaciones de los socios.<sup>17</sup>

En este sentido, la exigencia legal del principio de igualdad del valor nominal de todas las acciones entre sí (principio di eguaglianza delle azioni fra loro)<sup>18</sup> (artículo 2348.1 del *Codice*), supone un indudable límite a la libertad de fijación de dicho valor que reviste además la suficiente entidad jurídica para distanciarse del sistema simple y fundamentar la configuración de un sistema distinto del (“simple”) que se apoya en la exigencia básica de la mera existencia de un valor nominal. En el sistema italiano, paradigma del modelo igualitario absoluto, la ley no se conforma con exigir la existencia de un valor nominal accionarial, sino que va tipológicamente más allá para acabar exigiendo respecto de dicho valor algo diferente: su igualdad total para el conjunto de las acciones de la sociedad.

igualdad en cada serie debe entenderse, además, en el contexto abierto de la libertad de existencia y de creación de series. La igualdad nominal en cada serie parte –obviamente– de la exigencia del valor nominal como requisito previo de tipificación accionarial. Pero no se trata tanto de un límite a la libertad de fijación del valor nominal cuanto de un sistema específico de ordenación del régimen accionarial. Dicho con otras palabras, el principio legal de igualdad en cada serie característico del derecho español, no constituye una técnica destinada a restringir u obstaculizar la pluralidad del valor nominal, sino que es más bien un mecanismo establecido para encauzar justamente esa pluralidad en que se fundamenta.

<sup>17</sup> Cf., por todos, ASCARELLI, T. *Principi e problemi delle società anonime*, en *Soudi in tema di società*, Milano, 1952, pp. 3 y ss. El capital nominal es, para el autor, “lo tradusse in uno effe di denaro del complesso degli apporti dei soci”. Sin embargo, es preciso poner de relieve que la solución legal va –innecesariamente– más allá de lo que pretende el planteamiento doctrinal tradicional, porque para garantizar eficazmente que la participación proporcional cuantitativa (“dineraria”) de cada una de las acciones en la cifra del capital social [valor nominal] iba a tener fiel reflejo en el soporte material de las acciones habría bastado con una disposición legal imperativa –puramente laxta– orientada en tal sentido [cf., e. gr. arts. 53.1.3) LSA y 6.1 LNV]. La exigencia tipológica –con impronta axdrca– de una igualdad absoluta e incondicionada en la cifra del valor nominal de todas las acciones de la sociedad no solamente es teleológicamente infundada, sino también funcionalmente perturbadora en orden a la operatividad societaria en los modernos mercados financieros de recursos propios. Perturbación operativa que puede incrementarse hasta llegar a producir efectos auténticamente distorsionadores desde el punto de vista, e. gr., de la finalidad liquidatoria propia de los acuerdos de división de acciones (stock split).

<sup>18</sup> Cf.: VISENTINI, B. *Azioni*, p. 970; ROMANO-PAVONI, G. *Teoria delle società*, Milano, 1953, pp. 390 y ss.; G. SANTINI. *Il premio all'emissione delle azioni di società*, *Riv. dir. civ.*, 1958, I, pp. 392 y ss.; PUJLIATTI, S. *Boni (teoria generale)*, *Enc. dir.*, t. V, Milano, 1959, pp. 164 y ss.; F. GALGANO. *Diritto commerciale*, p. 201. COTTINO, G. *Società per azioni*, *Novis. dig. it.*, t. XVII, Torino, 1970, pp. 592 y ss.; FRÉ, G. *Società per azioni*, en *Commentari del Codice civile Scialoja/Branca*, Bologna-Roma, 1982, pp. 132 y ss.; SCOZZARAVA, O.T. *I beni e le forme giuridiche di appartenenza*, Milano, 1982, p. 557 y ss.; CAVALLIO BORGIA, R. *Conferimenti in natura e conferimenti di crediti*, *Riv. dir. civ.*, 1986, I, pp. 288 y ss.; CIANI, G. / TRABUCCHI, A. *Commercio*, pp. 1756-1757.



El sistema de igualdad absoluta también es utilizado en el Derecho portugués. Efectivamente, el Código das Sociedades Comerciais de 1986 combina el rigor de la regla del valor nominal mínimo (1000 escudos; artículo 272, *in fine*, CSC), con la severidad<sup>19</sup> propia del principio de igualdad del valor nominal de todas las acciones (artículo 276.2, *ab initio*, CSC).

## 2.2. El sistema alemán básico: el valor nominal mínimo legal para cada una de las acciones. *Mindestnennbetrag der Aktien*

En otros sistemas jurídicos nacionales integrados en el "modelo europeo" todavía se endurecen con mayor severidad los requisitos legales establecidos para la configuración del valor nominal, lo que tiene su correlativa repercusión, *ex gr.*, en el régimen jurídico al que debe someterse adopción de acuerdos de división o de agrupación de acciones. Para ello se aplica un mecanismo de control especialmente desarrollado en el Derecho Societario alemán, que recibe la denominación de técnica del "valor nominal mínimo legal" para cada una de las acciones (*Mindestnennbetrag der Aktien*). Este sistema del valor nominal mínimo legal de la acción toma como punto de partida la exigencia de un valor nominal para cada acción (sistema simple), pero rechaza el establecimiento de un valor nominal igual para todas las acciones (sistema de igualdad). Su finalidad parece ser el reforzamiento de la concreción o determinación en términos cuantitativos de la relación proporcional (*Gesellschaftsanteil*)<sup>20</sup> que mantiene aglutinado el binomio capital social "Grundkapital" / valor nominal de la acción "Aktienennbeträgen".

Tiene en común con el sistema de igualdad que ambos toman como referencia la fijación legal de un valor nominal mínimo para el capital social (*Mindestnennbetrag des Grundkapitals*), aunque consideran insuficiente el sistema simple para salvaguardar su relación proporcional con el valor nominal de las acciones. No obstante, uno y otro difieren entre sí en la solución a adoptar. Para el sistema del valor nominal mínimo legal, la técnica más apropiada en orden al fortalecimiento de la proporción capital/valor nominal no es la uniformización absoluta del valor nominal de todas las acciones. Por el contrario, prefiere que la respuesta del ordenamiento se base, al menos en principio, en la fijación legal de un valor nominal mínimo que sea igual –en cuanto mínimo– para todas y cada una de las acciones, pero no absoluto, de tal manera que por encima del mínimo ya no tenga aplicación la regla de la igualdad sino el principio de pluralidad del valor nominal accionario, conectado ahora con la libertad de fijación.

Aunque, como después se verá, no se agota en él, esta construcción viene a constituir el eje central del sistema establecido en la *Aktiengesetz* alemana de 1965, que establece un valor nominal mínimo para el capital social de 100.000 marcos (§ 7 AktG) y un valor nominal mínimo para cada acción (*Mindestnennbetrag der Aktien*) de 5 marcos (§ 8.1.1<sup>a</sup> frase AktG) considerando nulas aquellas acciones cuyo valor nominal sea inferior a dicha cifra (§ 8.1.2<sup>a</sup> frase AktG), y responsabilizando solidariamente (*Gesamtschuldner*) a los emisores (*Ausgeber*) por los perjuicios causados a sus titulares como consecuencia de la emisión (§ 8.1.3<sup>a</sup> frase AktG).<sup>21</sup>

Sin embargo, el sistema del valor nominal mínimo legal no constituye una característica exclusiva de la legislación alemana. Tal y como hasta ahora queda configurada, la técnica del valor nominal

<sup>19</sup> Cf.: DOMÍNGUES DE ANDRADE, M, *Teoria geral do direito jurídico*, t. 1, Coimbra, 1983, p. 184; VENTURA, R, *Alienação de acciones de sociedade*, Segunda edición, Almedra-Coimbra, 1980, p. 82; OLM OLAVO DE PITTA E CUNHA, *Os direitos especiais nas sociedades anónimas: os opções privilegiados*, Coimbra, 1993, pp. 83, 142.

<sup>20</sup> Cf. GEBLER, E / HEFERMEL, W / ECKARDT, U / KROPPF, B, *Aktiengesetz*, 84.ª, München, 1984, § 1.4.a) 36 ff.; b) 42 ff.; U. EISENHARDT: *Gesellschaftsrecht*, § 27 Anm. 169; G. HENN: *Handbuch des Aktienrechts*, § 2, Abs.3; KÜBLER, E, *Unternehmensfinanzierung*, p. 102; SCHMIDT, K, *Gesellschaftsrecht*, § 26 IV 1.b).

<sup>21</sup> De esta manera se impone un límite legal absoluto para la adopción de determinadas operaciones sobre el nominal, *ex gr.*, los acuerdos de división de acciones, ya que las acciones cuyo valor nominal sea precisamente el mínimo de 5 marcos no pueden ser fraccionadas (*gespaltet*) con arreglo a derecho. Vid. KÜBLER, E, *Unternehmensfinanzierung*, pp. 102-103.

mínimo por acción, aunque de origen alemán, se expande a través de algunos ordenamientos jurídicos europeos. Así ocurre en el Derecho portugués, donde el Código das Sociedades comerciais de 1986 establece un valor nominal mínimo para el capital social de 5.000.000 de escudos (artículo 276.3 CSC), y un valor nominal mínimo para cada acción de 1000 escudos (artículo 276.2 CSC). Lo mismo puede decirse del Derecho suizo, ya que el Code des obligations de 1911<sup>22</sup> establece, en su nueva redacción introducida a raíz de la reforma de 1991, un valor nominal mínimo para el capital social (*capital-actions*) de 100.000 francos suizos (artículo 621 CObs), y un valor nominal mínimo para cada acción de 10 francos suizos (artículo 622.4, *ab initio*, CObs).

### 2.3. El sistema alemán complementado: el valor nominal mínimo legal para cada acción desdoblado en múltiplos

A mayor abundamiento, este límite del valor nominal mínimo aún puede endurecerse más. La Aktiengesetz alemana de 1965 establece –a título de superposición– un segundo límite legal periódico, ya que cuando los valores nominales por cada acción sean superiores a 5 marcos, tienen que ser en todo caso múltiplos<sup>23</sup> de 5 marcos (§ 8.II AktG). Este sistema coincide con el anteriormente examinado en que el valor nominal mínimo se aplica a todas las acciones de la sociedad, impidiendo bajo sanción de nulidad la emisión de acciones que reflejen un valor nominal inferior. Sin embargo, se separa de él porque, por encima de la cuantía del valor nominal mínimo, también introduce nuevas y posteriores restricciones a la libertad de emisión de acciones.

En consecuencia, el sistema del valor nominal mínimo legal desdoblado en múltiplos, lejos de conformarse con la mera exigencia del valor nominal (sistema simple), incorpora un contenido mucho más estricto. En primer término, exige además que el valor nominal de cada una de las acciones sea igual o superior a una cifra mínima. En segundo término, aún en el ámbito de las acciones emitidas por encima del valor nominal mínimo, la libertad de fijación de dicho valor nominal<sup>24</sup> viene seriamente restringida por la exigencia legal de que su importe sea en todo caso múltiplo sucesivo del valor nominal mínimo legal, desdoblado así, como requisito periódico en progresión aritmética.

Dentro de los principales ordenamientos europeos, este sistema sí puede proclamarse exclusivo del Derecho alemán. Cabe destacar, en este sentido, cómo otros sistemas nacionales adheridos al principio del valor nominal mínimo, han optado en cambio por permanecer fuera del campo de aplicación de la técnica del desdoblamiento del valor nominal mínimo en múltiplos periódicos progresivos. Así ha ocurrido en el Derecho portugués (artículo 276.2 CSC) y también en el Derecho suizo (artículo 622.4 CObs). Siendo ambos ordenamientos partícipes convencidos del sistema del valor nominal mínimo legal según la base del modelo alemán, han preferido en cambio evitar el desarrollo de este hasta sus últimas consecuencias.

<sup>22</sup> Ha de tenerse en cuenta la importante reforma del derecho suizo de sociedades anónimas introducida por la *loi Fédérale* de 4 de octubre de 1991, que ha entrado en vigor el 1 de julio de 1992. Véase PETITPERRIE SALVAIN, A., *La azioni come strumento di finanziamento e di controllo della società nel nuovo diritto svizzero, in Il diritto delle società per azioni: problemi, esperienze, progetti* (dir. P. Abbadesse/A. Rejo), Milano, 1993, pp. 765 y ss.

<sup>23</sup> Es decir, que su valor nominal puede ser de 5, 10, 15, 20 marcos alemanes, y así sucesivamente, pero **excluyendo** cualesquiera otras cifras intermedias que no tengan la condición de múltiplos de 5. Cf. SCHMIDT, K., *Gesellschaftsrecht*, § 26.IV.1.3).

<sup>24</sup> Obsérvese que la referida libertad de fijación, considerada en esta exclusiva dimensión (emisión por encima del mínimo legal), era plena en el sistema anteriormente examinado del valor nominal mínimo legal.

### III. ÚLTIMAS ORIENTACIONES LEGALES Y DOCTRINALES: ¿HACIA LA SUPRESIÓN DEL VALOR NOMINAL?

Recientemente se ha escrito<sup>25</sup> que mediante la adopción, y, sin duda, también ratificación, del sistema (simple) del valor nominal la legislación española muestra su voluntad de pertenecer a la amplia familia de los derechos europeos continentales que tradicionalmente han venido manifestando una clara desconfianza ante diferentes mecanismos presentados como superadores del sistema, principalmente las denominadas acciones sin valor nominal (*non par value shares*) tan extendidas en la práctica anglosajona en general, y norteamericana en particular.

Ciertamente, no solo es clara la voluntad legis respecto de la opción por un concreto sistema general vertebrador de la sociedad anónima. Dentro de los ordenamientos que siguen la línea del modelo europeo, el Derecho español contiene –además–, quizá junto con el francés de 1981, una de las configuraciones tipológicas más razonables y flexibles: el que hemos denominado sistema simple. La Ley de Sociedades Anónimas de 1989 –al igual que su antecesora de 1951– tiene el apreciable acierto de no establecer límites cuantitativos (ni máximos, ni mínimos, ni mucho menos multiplicados en desdoblamientos progresivos) a la fijación del valor nominal de las acciones. Al mismo tiempo, atribuye con fortuna la competencia legal para su materialización –en términos generales– primero a la voluntad de los fundadores y después a la voluntad social. Estos presupuestos configuradores del valor nominal han permitido evitar en España, al menos en muy considerable medida, una buena parte de las dificultades que suelen presentarse al calor de la inflexibilidad con que se ha legislado paralelamente en los ordenamientos europeos más rígidos (v. gr., Alemania, Italia, Portugal o Suiza).

Sin embargo, la insistencia con que últimamente se comentan en ciertos sectores de la práctica empresarial y forense los logros (incluso los éxitos) cosechados por otras experiencias jurídicas extranjeras, así como la aparición en el panorama doctrinal europeo de las primeras voces<sup>26</sup> que proclaman con seriedad –incluso, a veces, con cierto apasionamiento– la necesidad de certificar la muerte del capital social y de las acciones con valor nominal, hacen que resulte obligado preguntarnos aquí y ahora si realmente el valor nominal o, más ampliamente, el concepto mismo de capital social<sup>27</sup>, constituye un elemento necesario del derecho de las sociedades por acciones, o si, por el contrario, la realidad aconseja empezar a tomar en consideración otros criterios alternativos de organización (v. gr., el concepto de “patrimonio neto”) para terminar prescindiendo de él por completo.

#### 1. La experiencia norteamericana: las *non par value shares*

Precursora de estos planteamientos “abolicionistas” del concepto clásico de capital social ha sido, naturalmente, la doctrina norteamericana.<sup>28</sup> Su punto de partida se debe centrar en la crítica funcional y pragmática del *prototypical Model and Par* sobre la base de su insuficiencia como sistema de protección del crédito, para sugerir primero y proponer después una innovación sustancial (*a change in the Model*) que permita afrontar con posibilidades de éxito los retos organizativos y financieros que, según el criterio general, demandará de los juristas la empresa del futuro (*going enterprise*).

El epicentro de la innovación propuesta por los teóricos norteamericanos consiste en que el capital social (*legal capital*) tiene que perder su condición de unidad de medida y columna vertebral

<sup>25</sup> Cf. ROJO, A., Prólogo a la obra *Contratos sobre acciones* [dir. F. GARCÍA MORÁN/A. PASCUAL], Madrid, 1994, p. XXIII.

<sup>26</sup> Vid., por hacer referencia a quienes más destacada e intensamente lo han hecho, KIBLER, H. *Unternehmensfinanzierung*, pp. 101-114; SPOLIDORO, M.S., *Il capitale sociale*, pp. 59 y ss.

<sup>27</sup> Cf. ROJO, A., Prólogo, p. XXIII, advirtiendo expresamente que el concepto de capital social es el “pilar que sustenta buena parte del edificio” en que consiste el derecho de las sociedades por acciones” en el Derecho español –y europeo, en general– vigente.

<sup>28</sup> Cf. la *entireties* –y ya obsoleta– obra de MANNING, B. / HANKS, J.J. (Jr): *Legal capital*, Tercera edición, Westbury-New York, 1990, pp. 10 y ss.



de la sociedad anónima (*corporation*), para abrir paso a una solución más flexible que permita el desarrollo de figuras como las acciones (bajo par) emitidas por una cantidad inferior al valor nominal (*low par stock*), las acciones de muy bajo valor nominal (*penny stock*), o las acciones sin el más mínimo vestigio facial de valor nominal (*no-par stock*), ni en el título (*stated value no-par stocks*), ni en los estatutos sociales (*articles of incorporation/true no-par stocks*). De este modo, dicen, se pueden facilitar las operaciones financieras de los *managers*, al tiempo que resultará despejado un campo más amplio para iniciar la búsqueda de otros mecanismos alternativos (v. gr. pólizas de seguros, técnicas de responsabilidad extracontractual, resortes de control administrativo) capaces de fortalecer la tutela tradicional de los acreedores, pues la protección del crédito es considerada generalmente como una cuestión de política jurídica.<sup>29</sup>

La consecuencia más inmediata del sugestivo modelo norteamericano es que, además de las acciones tradicionales que expresan directa y exactamente su valor nominal facial, comienzan a aparecer en el derecho comparado otras que no lo expresan porque carecen de él. Se trata de las denominadas acciones sin valor nominal, que gozan de gran predicamento en la praxis norteamericana (convencionalmente, *no-par stocks*, o también *no par value shares*), hasta el punto de que la moderna manualística anglosajona ni siquiera hace referencia alguna al concepto de valor nominal dentro de los requisitos de forma y contenido de las acciones. A resultas de todas estas circunstancias, en cuanto ahora interesa, los autores angloamericanos hace bastante tiempo que han dejado de recurrir al valor nominal a la hora de fijar un concepto de acción (*Shares means the units into which the proprietary interests in a corporation are divided*).<sup>30</sup>

Pero este fenómeno no es únicamente de naturaleza doctrinal o especulativa, sino que ha trascendido a la práctica. Prueba de ello es que tampoco se encuentra referencia alguna al valor nominal de las acciones en la *Revised Model Business Corporation Act (RMBCA)*. En efecto, la legislación norteamericana deduce seguir el camino trazado por la doctrina y abandona también los conceptos de capital social (*stated capital*) y valor nominal (*par value*), que venía utilizando desde el Siglo XIX<sup>31</sup>, a partir de las enmiendas introducidas en 1980 a la *Model Business Corporation Act* de 1969 (Section 6.21) por iniciativa del *Committee on Corporate Laws*. Este abandono del modelo tradicional constituye todo un acontecimiento que la doctrina considera como proceso modernizador (*process of modernization*) que ha sido capaz de abordar con éxito la necesaria supresión de viejos conceptos complejos (*complex*) y confusos (*confusing*), y que ha permitido no solo un incremento creciente de los márgenes de contratación, sino también reacciones inmediatas y eficientes de los *managers* ante las oscilaciones de los mercados financieros.<sup>32</sup>

Precisamente uno de los reflejos más característicos del nuevo modelo alumbrado en los Estados Unidos puede observarse en el derecho de California. En este sentido, el *California Corporations*

<sup>29</sup> Cf., en este sentido, O'KELLEY, Ch.R. / THOMPSON, R.B., *Corporations and other business associations*, Boston-New York-Toronto-London, 1993, pp. 103 y ss.

<sup>30</sup> Cf. O'KELLEY, Ch.R. / THOMPSON, R.B., *Corporations and other business associations*, Boston-New York-Toronto-London, 1993, p. 114. En el mismo sentido, DAVIES, P.L., *Director's fiduciary duties and individual shareholders*. En: *Commercial aspects of trusts and fiduciary obligations* [ed. E. McKendrick], New York, 1992, pp. 96 y ss.; BURGES, R., *Corporate finance law*, Segunda edición, London, 1992, pp. 365-366; McMILLAN, M / McFARLANE, S., *Scottish business law*, Segunda edición, London, 1993, p. 241.

<sup>31</sup> Cf. KÜBLER, F., *Unternehmensfinanzierung*, p. 106.

<sup>32</sup> Cf., sobre estas valoraciones, CONARD, A.F., *Corporations in perspective*, New York, 1976, pp. 323 y ss.; A.H. FREY/J.H. CHOPPER/N.E. LEECH/C.R. MORRIS Jr.: *Cases and materials on Corporations*, Segunda edición, Boston-Toronto, 1977, pp. 410 y ss.; JENNINGS, R.W. / BLUXBAUM, R.M., *Corporations. Cases and materials*, Quinta edición, St. Paul (Minn.), 1979, pp. 217 y ss.; H.G. HENN/J.R. ALEXANDER: *Laws of Corporations (and other business enterprises)*, Tercera edición, St. Paul (Minn.), 1986, pp. 422 y ss.; L.D. SODERQUIST/A.A. SOMMER Jr.: *Corporations. A problem approach*, Segunda edición, Charlottesville-Virginia, 1986, p. 70 y ss.; L.D. SOLOMON/R.B. STEVENSON/D.E. SCHWARTZ: *Corporations. Law and policies, materials and problems*, St. Paul (Minn.), 1986, pp. 152 y ss.; W.L. CARY/M.A. EBENBERG: *Cases and materials on Corporations*, New York, 1987, pp. 1056 y ss.; O'KELLEY, Ch.R. / THOMPSON, R.B., *Corporations*, p. 129.

Code [Sections 166 y 500(a) y (b)] establece un sistema de distribución de beneficios (dividends of shares) a favor de los socios (shareholders) que está sustentado íntegramente sobre la base de sendos coeficientes de solvencia y liquidez patrimonial societaria, prescindiendo por completo de los conceptos de capital social, reservas o valor nominal de las acciones. La misma técnica puede apreciarse últimamente en la Revised Model Business Corporation Act (Section 6.40(c)(1)), que condiciona la eventual distribución de beneficios en favor de los accionistas a la superación de una proporción cantable sobre el patrimonio neto de la sociedad que recibe la denominación de "test de insolvencia" (equity insolvency test), y cuya finalidad más específica consiste en impedir cualquier reparto de fondos sociales que pueda producir una situación de iliquidez (insolvency in equity) o de insolvencia patrimonial (bankruptcy in law) en la sociedad anónima.

## 2. Referencia a la (Segunda) Directiva 77/91/CEE, de 13 de diciembre de 1976

La Segunda Directiva (77/91/CEE) del Consejo, de 13 de diciembre de 1976, sobre constitución de la sociedad anónima, mantenimiento y modificaciones de su capital<sup>12</sup>, se abstiene de tomar partido en la polémica que enfrenta a los partidarios de los sistemas norteamericano y europeo. Se abstiene, bien puede decirse, en el sentido más riguroso del término, porque, aunque no se surta al "abandono" norteamericano del capital social, también se cuida mucho de adscribirse incondicionalmente al tradicional modelo europeo.

Inteligentemente, la normativa comunitaria no ha querido comprometerse directamente con una opción, ni sustituyendo radicalmente la acción con valor nominal por la acción sin valor nominal (Stückaktie), ni tampoco estableciendo la prohibición de estas últimas. Simplemente ha tratado de permitir que puedan ser las sociedades anónimas sometidas a las respectivas legislaciones de los distintos Estados miembros, o cuando menos algunas de ellas, quienes puedan —según sus intereses organizativos o financieros— optar entre una y otra modalidad.<sup>13</sup> Naturalmente, esto dependerá en última instancia de los distintos criterios nacionales que puedan emplearse en las necesarias y correspondientes transposiciones internas del Derecho Comunitario que deben realizar los Estados miembros, hasta ahora absolutamente reacios a incorporar, pese a la permisón, las acciones sin valor nominal, al menos en términos generales.

En este sentido, el texto de la Directiva incorpora abundantes referencias a la posibilidad de que los Estados miembros introduzcan en sus respectivos ordenamientos las acciones sin valor nominal. Así, v. gr., se establece que en la escritura de constitución, en los estatutos sociales, o bien en un documento separado público según lo dispuesto en el artículo 3 de la Primera Directiva (68/151/CEE) del Consejo, de 9 de marzo de 1968<sup>14</sup> "[d]eberán figurar, al menos, las siguientes indicaciones: [...] c) [e]l número de acciones suscritas sin mención de valor nominal cuando la legislación nacional autorice la emisión de tales acciones; [...] h) [e]l valor nominal de las acciones o, a falta de valor nominal, el número de acciones emitidas en contrapartida de cada aportación que no se hubiera efectuado en metálico, así como el objeto de esa aportación y el nombre del aportante" (artículo 3). En la misma línea señalado, y respecto de las *low par shares*, la Segunda Directiva también dispone que "[l]as acciones no podrán emitirse por un importe inferior a su valor nominal o, a falta de valor nominal, a su valor contable" (artículo 8.1). En materia de desembolso la Segunda Directiva establece, en el mismo sentido, que "[l]as acciones emitidas en contrapartida de aportaciones deberán liberarse en el momento de la constitución de la sociedad o en el momento de la autorización del comienzo de sus actividades, en una proporción no inferior al 25 por ciento de su valor nominal o, a falta de valor nominal, de su *par contable*" (artículo 9.1).

<sup>12</sup> Vé. su texto íntegro publicado en el DOCE L-261, de 31 de enero de 1977.

<sup>13</sup> Cf. ROJO, A. Prólogo, p. XXIII.

<sup>14</sup> Cf. su texto en el DOCE L-65B, de 14 de marzo de 1968.

También en otras materias se utiliza el mismo sistema integrador o ambivalente, especificándose, v. gr., que "[l]os Estados miembros podrán no aplicar el presente artículo cuando el 90 por ciento del valor nominal o, a falta de valor nominal, del valor contable de todas las acciones se hubieran emitido en contrapartida de aportaciones no dinerarias (...) y que se cumplieran las siguientes condiciones: (...) c) [l]as sociedades que hagan estas aportaciones dispongan de reservas que la ley o los estatutos no permitan distribuir y cuyo importe sea al menos igual al valor nominal o, a falta de valor nominal, al valor contable de las acciones emitidas en contrapartida de las aportaciones no dinerarias" (artículo 10.4).

En fin, puede verse con absoluta claridad cómo es criterio recurrente y uniforme en la Segunda Directiva tanto la permisón de que las legislaciones de los Estados miembros autoricen la emisión de acciones sin valor nominal por parte de las sociedades anónimas, cuanto la previsión general de la posibilidad de reemplazar como unidad de medida el valor nominal por el más dúctil criterio del valor contable de las acciones.<sup>36</sup>

### 3. La situación en el Derecho alemán

El riguroso sistema alemán, que toma para la configuración del valor nominal la técnica del "valor nominal mínimo legal" para cada una de las acciones (*Mindestnennbetrag der Aktien*) cifrado en 5 marcos alemanes desdoblados en múltiplos progresivos (§ 8.II AktG), ha motivado importantes dificultades prácticas a la hora de sustanciar y ejecutar las distintas operaciones posibles sobre el valor nominal, o sobre el mismo capital social. Esta circunstancia, por su parte, ha llegado a provocar una fuerte reacción doctrinal claramente partidaria de la supresión no solo del valor nominal de las acciones (*Aktiennennbeträger*) en orden a posibilitar su emisión sin valor nominal (*Stückaktie*), sino incluso del propio capital social (*Grundkapital*) como criterio organizador de la sociedad anónima.<sup>37</sup> Ello ha motivado que en la doctrina alemana la cuestión de las acciones sin valor nominal (*Stückaktie*) se discuta últimamente en un contexto impregnado de incertidumbre en relación a si sus posibles ventajas compensarán realmente la radical modificación del sistema societario que su admisión implica.<sup>38</sup>

Aunque estas críticas no se han generalizado, su formulación más radical –pero seriamente argumentada– efectuada directamente contra el valor nominal de la acción con la finalidad de combatir lo que se considera una medida de política jurídica (*rechtspolitisches Problem*), unida a las dificultades que se prevén en la conversión de marcos alemanes a euros que aparece dibujada en el horizonte de la Unión Económica y Monetaria, ha motivado que en este preciso momento el Ministerio de Justicia alemán esté considerando la posibilidad de modificar el sistema de configuración del valor nominal<sup>39</sup> dentro de los límites permitidos por la Segunda Directiva. De esta manera, si llega a prosperar la reforma proyectada, el Derecho alemán pasaría a establecer una importante cabeza de puente con el modelo norteamericano<sup>40</sup>, aunque sin sustituir radicalmente el modelo europeo, permitiendo a las sociedades anónimas la conservación de las acciones con valor nominal o

<sup>36</sup> Además de los supuestos mencionados, cf. también los artículos 19.1.b); 19.2; 20.2; 22.2.b); 22.2.d); 26; 36.1.d); 37.2; y 39.a). Sobre el contenido de esta Segunda Directiva *vid.*, en términos generales, GARCÍA VILLAVERDE, R., *La constitución y el capital de las sociedades en la CEE*, en *Revista de Derecho Comunitario* [dir. E. García de Enterría] D. González Campos/ S. Muñoz Machado], t. III, Madrid, 1986, pp. 230 y ss. También son de interés las consideraciones realizadas por ROJO, A. / BELTRÁN, E., *El capital social mínimo*, *REJM*, 187-188 (1988), pp. 151-152.

<sup>37</sup> En este sentido, teniendo en cuenta tanto la influencia práctica cuanto el interés dogmático de su argumentada combatividad, es obligada la cita de KÜBLER, F., *Unternehmensfinanzierung*, pp. 101 y ss.

<sup>38</sup> Cf. algunas referencias de interés en KÜBLER, F., *Unternehmensfinanzierung*, p. 104.

<sup>39</sup> Cf., sobre el tema, las primeras y muy recientes noticias facilitadas por SCHROEDER, *Zur Einführung der anrechten neuwertlosen Aktie aus Anlass der Europäischen Währungsunion*, *ZP*, 1997, p. 221. También ofrece información en este sentido SCHNEIDER, U.H., *Il quadro di riferimento giuridico per l'introduzione dell'euro* [trad. M.R. Schiers], *BSTC*, 1997, t. p. 601.

<sup>40</sup> Sin embargo, las tesis defendidas por KÜBLER, F., *Unternehmensfinanzierung*, pp. 113-116, sin duda uno de los principales reactivos de la reforma, van mucho más lejos, proponiendo de entrada la derogación sin sustitución del § 8 AktG y, en una siguiente etapa, la supresión del capital social como criterio organizador del régimen legal de la sociedad anónima.

la emisión alternativa de acciones sin valor nominal (*Stückaktien*) para operar con mayor facilidad y eficiencia sobre el capital social (aumento y reducción) y/o sobre el valor nominal (división y agrupación de acciones).

#### IV. LA SITUACIÓN ACTUAL EN EL DERECHO ESPAÑOL

##### 1. El planteamiento legal

Ya se ha dicho que el legislador español de 1989, como anteriormente el de 1951, ha optado decididamente por el valor nominal como criterio estructural, esto es, como principio configurador de la tipología de *la forma*<sup>41</sup> societaria anónima. La vigente legislación española se integra, desde una perspectiva general, dentro de lo que puede denominarse modelo europeo de vertebración de la sociedad anónima basado en el binomio capital social/valor nominal<sup>42</sup>, en franca sintonía con los principales ordenamientos de nuestro entorno jurídico-cultural. De este modo, el Derecho español actual ofrece tres parámetros claves para la comprensión de su filosofía estructural. Así, establece, en primer lugar, la división<sup>43</sup> del capital social [integrado por aportaciones de los socios, y entendido como cifra expresada en pesetas (artículo 121.1 RRM)] en acciones<sup>44</sup> (artículos 1 y 47.1 Ley de Sociedades Anónimas y 122.1 RRM). También establece, en segundo término, que en cada una de las acciones se hará constar la exacta expresión (*Summenaktien*) de su valor nominal<sup>45</sup> (artículo 9.g) Ley de Sociedades Anónimas). Y, en tercer lugar, prohíbe la emisión de acciones por una cifra inferior a su valor nominal (*Verbot der Unterpariemission*)<sup>46</sup> (art. 47.2 LSA) libremente determinado<sup>47</sup> en el acto constitutivo.

<sup>41</sup> La expresión ha sido acuñada por ROJO, A. *La sociedad anónima como problema*, RDM, 187-188 (1988), pp. 7 y ss. Es verdad que el concepto de valor nominal no forma parte –en abstracto– del núcleo institucional “universal” de la sociedad anónima, ya que hay sociedades anónimas en cuya disciplina no juega regla alguna basada en el valor nominal (cf., para esta afirmación, SPOLIDORO, M.S., *Il capitale sociale*, p. 71). Pero no es menos verdad que en el último movimiento de reorganización tipológica de las formas sociales acometido en el vigente Derecho español (1989-1996), el establecimiento de una correspondencia proporcional entre los dos polos del eje capital social/valor nominal ha sido indiscutiblemente el **nudo gordiano** en la fijación del régimen legal de las sociedades anónimas y de responsabilidad limitada. En el mismo sentido, resulta significativa la reforma introducida en el *Code des Obligations* suizo por la LF de 4 de octubre de 1991 (ch. 3.1), identificando expresamente un concepto de capital social en sentido estricto al que se denomina “*capital-actions*” (cf., v. gr., arts. 620.1 y 621 del COB) por contraposición al “*capital-participation*” (arts. 656a y ss COB). Sobre esta última cuestión, vid. más ampliamente PETITPIERRE SALVANNI, A. *La riforma del diritto societario in Svizzera*, *Riv. soc.*, 1992, p. 588.

<sup>42</sup> Cf., sobre la fisonomía de este “eje central” del sistema, KÜBLER, F. *Gesellschaftsrecht*, § 14.1.1.6), definiendo con toda rotundidad a la *Aktiengesellschaft* [AG] como *Kapitalgesellschaft*. En el mismo sentido puede verse, SCHMIDT, K. *Gesellschaftsrecht*, § 26.N.1.a), especialmente cuando delimita la frontera jurídica que separa los conceptos de capital social (*Grunderkapital*) y patrimonio social (*Gesellschaftsvermögen*). También son de interés las consideraciones de HUECK, A. *Gesellschaftsrecht*, 14.Aufl., München, 1968, 3.Abt., § 21.1.1 ff.; § 22.1.1.; y LUTTER, M. *Kapital, Sicherung der Kapitalerbringung*, § 2.N.

<sup>43</sup> Con razón se ha observado que esta división no es tanto real cuanto ideal. El capital social es un modelo [no “*de*” modelo] de organización y vertebración de la sociedad anónima como sociedad de capitales, y se configura como una cifra jurídicamente relevante a efectos de control patrimonial. Pero, naturalmente, “*il capitale [...] non è diviso in nessun modo*” (cf. VISENTINI, B. *Azioni*, p. 967; CAMPOBASSO, G. *Diritto commerciale*, t. II, 2ª ed., Torino, 1992, pp. 7-8; G.B. PORTALEIC, COSTA, *Capitale sociale*, pp. 133 y ss.). La “división” del capital en acciones no tiene mayor trascendencia en el plano estrictamente jurídico que la de aplicar la función del valor nominal de la acción como requisito formal. Incluso en la doctrina italiana se ha llegado a afirmar, con evidente exceso (cf. G. CIANNA, TRABUCCHI, *Commentario*, p. 1740), que no es necesario indicar el importe del capital social (vid., sin embargo, artículo 2328.15 del Codice) cuando constan el número de las acciones y el valor nominal de cada una de ellas (acción que, a no juicio, no debe reputarse sustituya de la indicación del capital sino –por el contrario– meramente acumulativa ex artículo 2328.15 del Codice).

<sup>44</sup> Cf., v. gr., artículos 73 LSC; § 1.11 AktG; 2325.11 del Codice civile; 371 CSC; y 620.1 COB.

<sup>45</sup> Cf., v. gr., artículos 260 LSC; § 8.1 AktG; 2328.15 del Codice civile; 272.a) y 276.1 CSC; y 626.4 COB.

<sup>46</sup> Cf., v. gr., artículos 367 LSC; § 9.1 AktG; 2346 del Codice civile; 298.1 CSC; y 624 COB.

<sup>47</sup> Vid., poniendo particular énfasis en esta nota de la “determinación” del valor nominal accionario, MÜLLER, P. *Diritto commerciale*, p. 276.

## 2. El descarte del valor nominal mínimo accionarial

El Derecho societario español exige la existencia en todo caso de un valor nominal de la acción, pero está entre los ordenamientos jurídicos que no incorporan la rigurosidad del sistema del valor nominal mínimo para cada acción, ni la uniformidad del sistema de igualdad del valor nominal para todas las acciones. La Ley requiere únicamente un valor nominal mínimo para el capital social que se cifra en 10.000.000 pesetas (artículo 4 Ley de Sociedades Anónimas), al que se anuda el principio de suscripción íntegra (artículo 12, *ob initio*, Ley de Sociedades). Sin embargo, se abstiene de establecer un valor nominal mínimo para cada una de las acciones, cuyo valor nominal deberá fijarse libremente y en pesetas en los estatutos sociales (artículo 9.g) Ley de Sociedades Anónimas).

La especificación numérica del valor nominal de cada una de las acciones no tiene por qué ser igual al margen de los parámetros delimitados por cada serie (artículo 49.2 Ley de Sociedades Anónimas), pero sí tiene que ser efectiva, porque a su formulación se anuda nada menos que otro criterio organizador básico: el principio del desembolso parcial mínimo del 25 por ciento (artículo 12 Ley de Sociedades Anónimas)<sup>49</sup>, cuyo ineludible presupuesto referencial de cálculo es justamente la "exacta expresión" (artículo 9.g) Ley de Sociedades Anónimas) del valor nominal de cada acción. Lógicamente, el Derecho español también descarta la adopción del límite complementario de los múltiplos progresivos<sup>50</sup>, y no solo por omisión, sino porque rechaza la técnica del valor nominal mínimo legal para cada acción, base en que se sustenta, precisamente, la proyección aritmética del § 8.ii AktG.

La opción seguida por el legislador español es en este punto acertada. Esta circunstancia es digna de mención, sobre todo si se tiene en cuenta que no fue la solución adoptada al inicio de los trabajos preparatorios de la reforma del Derecho de las Sociedades de capital. En efecto, en el Anteproyecto de 13 de febrero de 1987<sup>51</sup> se introducía la técnica del valor nominal mínimo para cada una de las acciones, que venía cifrado en 500 pesetas<sup>52</sup> (artículo 4.2, *ob initio*, *ApLRp*). Y también se introducía, a la usanza alemana, la técnica de la prolongación del valor nominal mínimo a las cantidades superiores a través de sus múltiplos sucesivos (artículo 4.2, *in fine*, *ApLRp*). El sistema, con ligeros retoques puramente formales, supera con éxito las modificaciones introducidas al Anteproyecto con fecha 17 de junio de 1987<sup>53</sup>; pero, afortunadamente, no va a prosperar más allá.<sup>54</sup>

<sup>49</sup> Tal y como establece el artículo 12 LSA, el capital social (*Grundkapital*) tendrá que estar suscrito totalmente; y el valor nominal de cada una de las acciones (*Aktienbetrag*) tendrá que estar "desembolsado" en una cuarta parte, por lo menos". Véase las consideraciones de QUINTANA, I., *El capital social, en La reforma de la Ley de Sociedades Anónimas* (dir. A. Rojo), Madrid, 1987, p. 113.

<sup>50</sup> Esto no significa en modo alguno la introducción en el Derecho español de las acciones de cuota (*Quotenaktien*), pues una cosa es la libertad de fijación constitutiva del valor nominal mínimo para cada acción (arts. 9.g) y 47.2 LSA), y otra muy distinta que dicho valor pueda determinarse por relaciones, ya que ello iría contra la exigencia legal de determinación "exacta" (cf. el propio art. 9.g) LSA). Véase BROSETA, M., *Manual de Derecho Mercantil*, 9ª ed., Madrid, 1991, p. 238; Castro, pero sin ofrecer argumentos convincentes, GARRIDO DE PALMA, VILSÁNCHEZ GONZÁLEZ, J.C., *La sociedad anónima*, p. 34, nota 25.

<sup>51</sup> Se trata del Anteproyecto de Ley de reforma parcial y adaptación de la legislación mercantil a las Directivas de la CEE en materia de sociedades, redactado por la Ponencia especial designada por la Sección de Derecho Mercantil de la Comisión General de Codificación. El texto fue aprobado por dicha Sección y entregado al Ministerio de Justicia el 13 de febrero de 1987. Cf. su texto íntegro, así como las modificaciones introducidas con fecha 17 de junio de 1987, en ROJO, A. (dir.), *La reforma de la Ley de Sociedades Anónimas*, Madrid, 1987, pp. 425 y ss.

<sup>52</sup> Cf. otros anteproyectos similares, pero más restrictivos, en BÉRGAMO, A., *Sociedades Anónimas*, t. I, p. 157.

<sup>53</sup> El artículo 4.2 *ApLRp* quedó entonces redactado como sigue: "El valor nominal de las acciones en que será dividido el capital social será de 500 pesetas o un múltiplo de este cifra".

<sup>54</sup> Téngase en cuenta que el citado artículo 4 *ApLRp* llega a la Ley 1/9/1989, de 25 de julio, de reforma parcial y adaptación de la legislación mercantil a las Directivas de la Comunidad Económica Europea (CEE) en materia de sociedades [BOE de 27 de julio] enmendando a) su numeración y b) la literalidad de su párrafo primero, pero pierde irremediamente su párrafo segundo [que es justamente el reproducido en la nota anterior (número 52)]. Y de esta misma manera es como pasa al Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas [BOE de 27 de diciembre]. En general, sobre estas cuestiones, véase MENÉNDEZ, A., *El Anteproyecto de Ley de reforma parcial y de*



Con fortuna, ciertamente, porque la configuración severa y rígida de un valor nominal mínimo para cada acción proyectado en múltiples sucesivos nada hubiera añadido a los principios configuradores del tipo de la anónima, ni mucho menos habría servido para aquilatar la función del valor nominal facial como elemento integrante de la acción (artículos 14.g) *ApLRp* y 9.g) y 53.1.b) *Ley de Sociedades Anónimas*), ni tan siquiera para reforzar los mecanismos de defensa del capital social, entendido como elemento vertebrador<sup>24</sup> de la sociedad anónima. Si habría servido, por el contrario, para impedir inútilmente buena parte de los acuerdos de división de acciones que han jalonado —con éxito— la práctica financiera española en los últimos tiempos.<sup>25</sup> En efecto, la gran mayoría de ellos no habrían podido salvar, de una parte, el obstáculo directo de un valor nominal mínimo accionarial de 500 pesetas (proyectado en múltiplos para cuantías superiores) que poco tiempo después habría de revelarse excesivo e injustificado y, de otra parte, el obstáculo indirecto de la prohibición de emisión de acciones por una cifra inferior a su valor nominal<sup>26</sup> [legal mínimo] (artículo 33.2 *ApLRp*).

### 3. El problema de las acciones sin valor nominal y sus implicaciones tipológicas: un debate de última hora

En este sentido, es significativo que incluso algunos de los autores que se expresan en términos más críticos en relación con el propio concepto de valor nominal —en algún caso, probablemente, más allá de su propia intención— a la hora de la verdad no ponen en cuestión tanto la exigencia legal de un valor nominal (para cada una de las acciones) de libre configuración estatutaria cuanto, realmente, la inflexibilidad antieconómica<sup>27</sup> que caracteriza al controvertido sistema alemán del valor nominal mínimo desdoblado en múltiplos progresivos<sup>28</sup>; así como, en mayor o menor medida, a otros sistemas nacionales situados en su órbita.<sup>29</sup>

adopción de la legislación mercantil a los Directivos de la CEE en materia de sociedades, en *La reforma de la Ley de Sociedades anónimas* (dir. A. ROJO), Madrid, 1987, pp. 13 y ss.; ROJO, A., *La reforma del derecho de sociedades anónimas*, Boletín del Círculo de empresarios, 42 (1988), pp. 111-129; ROJO, A./BELTRÁN, E., *El capital social mínimo*, RDM, 187-188 (1988), pp. 149-151, nota 1; A. RECALDE, *El nuevo régimen de las sociedades de capital en el Derecho español* (nota informativa sobre la reforma de la legislación mercantil), *Revista del Colegio de Abogados de Vizcaya*, 43 (1989), pp. 14 y ss.; AA.VV., *El nuevo Derecho de las sociedades de capital* (dir. I. Quintana), Zaragoza, 1989, passim; BELTRÁN, E., *Del Anteproyecto de Ley de la Comisión General de Codificación al Proyecto del Gobierno*, RDM, 30 (1988), pp. 329 y ss., *ibid.*: *El proceso de elaboración de la reforma*, RGD, 546 (1990), pp. 1415 y ss.; GARCÍA LUENGO, R. / SOTO VÁZQUEZ, R., *El nuevo régimen jurídico de la sociedad anónima*, Granada, 1991, p. 41.

<sup>24</sup> Cf. QUINTANA, I., *El capital social*, p. 106. También BÉRGAMO, A., *Sociedades anónimas*, t. I, p. 157: "Es posible que el señalamiento de un valor mínimo hubiera reportado ciertas ventajas; por ejemplo, impedir el peroxismo especulativo, que redundaría casi siempre en perjuicio de las clases menos adineradas; hacer más fácil la celebración de las [juntas generales y, en suma, simplificar el mecanismo administrativo y contable de la empresa. Pero ningún argumento jurídico serio puede invocarse para justificar [en el derecho español] la tasa del valor nominal".

<sup>25</sup> El promedio del valor nominal para cada acción una vez ejecutado el acuerdo de división de acciones (split), es de 250 pesetas. *Vol. Expansión*, 4 de marzo de 1997, p. 15.

<sup>26</sup> Son de claro interés las observaciones críticas respecto de la prohibición absoluta de la *Unterparmission* formuladas por SPOUDORO, M.S., *Il capitale sociale*, pp. 74-75.

<sup>27</sup> Con razón se ha escrito que el modelo alemán de la *Aktienqualität* "no es una vertedura amplia y adaptable que facilite los movimientos; es una auténtica armadura con la cual sólo son posibles los movimientos previstos de antemano por su constitución; la autonomía tiene un ámbito muy restringido". Cf. ROJO, A., *La sociedad anónima como problema*. En: *El derecho de las acciones por acción: problemas, experiencias, proyectos* (coord. P. Abbadesse/A. Rojo), Milano, 1992, p. 5.

<sup>28</sup> Cf. KUBLER, F., *Unternehmensfinanzierung*, p. 103, para quien realmente, pese a proclamarse decidido partidario de la supresión del valor nominal, el verdadero problema del valor nominal mínimo por acción no radica tanto en el mismo (§ 8.1) y el AktG), cuanto en la prohibición de emitir por debajo de él (§ 9.1 AktG).

<sup>29</sup> Así ocurre en la doctrina portuguesa, donde en algún caso se cuestiona la rigidez del valor nominal mínimo de 1000 escudos establecido para cada acción (artículo 276.2 CSC). Cf. OLAVO DE PITTA E CUNHA, RM., *Os direitos especiais nas sociedades anónimas: as ações privilegiadas*, Coimbra, 1992, pp. 143 y ss. Lo mismo puede decirse de la doctrina suiza respecto del establecimiento de un valor nominal mínimo de 10 francos para cada acción (artículo 622.4 COB). Cf. A. PETITPIERRE SAUVAIN, *Le azari*, pp. 768-769. En términos generales, son significativas las palabras de SPOUDORO, M.S., *Il capitale sociale*, p. 72: "Appare evidente che gli inconvenienti segnalati sono indubbiamente più gravi ordinamenti, come quello svizzero e quello tedesco, che (diversamente da quello italiano) non ammettono che in valore nominale delle azioni sia inferiore ad una certa cifra".

No con menor decisión, el legislador español ha descartado también la sugerente alternativa norteamericana fundamentada en las acciones sin valor nominal (*non par value shares*). Esta hipótesis hubiera sido perfectamente realizable en términos de derecho positivo en el marco de la transposición de la Segunda Directiva, de 13 de diciembre de 1976, sobre constitución de la sociedad anónima, mantenimiento y modificaciones de su capital. En cualquier caso, el descarte respecto del sistema norteamericano es muy claro, y también se ha producido en la generalidad de los ordenamientos nacionales europeos.<sup>40</sup>

Sin embargo, no puede dejar de constatarse la existencia de un debate doctrinal –incipiente entre nosotros– en el que parece despuntar el propósito de cuestionar abiertamente la utilidad actual del concepto clásico de capital social, cuyas consecuencias empiezan a manifestarse en distintos planos. De esta manera, el recurrente debate europeo sobre la función económico-jurídica del capital social, que tradicionalmente se decantaba en favor de la prevalencia de las tesis clásicas defensoras de la función garantista del capital (*Haftungsstock*) entendido como un conjunto de bienes “agradibles” por los acreedores para satisfacción de sus créditos, parece que pasa últimamente a dispensar mejor acogida a quienes sustentan la función productiva (*Betriebsvermögen*), que postula la prevalencia de la explotación o rentabilidad sobre la (no irrelevante, pero sí secundaria) satisfacción de los acreedores.<sup>41</sup>

Si llegara a consolidarse esta línea evolutiva, el siguiente paso tendría que consistir en proyectar “hacia adelante” la discusión sobre la función del capital social haciendo cuestión de su propia existencia como concepto vertebrador de la sociedad anónima, para terminar proponiendo su supresión.<sup>42</sup> La

<sup>40</sup> En este sentido, ya se ha destacado cómo el valor nominal (*Nennbetrag*) aparece como criterio estructural en la legislación alemana no solo al tiempo de regular un capital social mínimo (*Mindestnennbetrag des Grundkapitals*) de 100.000 marcos en los §§ 6 y 7 AktG, sino también al establecer en el § 81 AktG un valor nominal mínimo para cada una de las acciones (*Mindestnennbetrag der Aktien*) de 5 marcos, con el corolario de que los valores nominales superiores al mínimo legal tendrán que ser en todo caso múltiplos de dicho mínimo, esto es, de 5 marcos (§ 81 AktG) [*Höhere Aktiennennbeträge müssen auf volle fünf Deutsche Mark lauten*]. La legislación italiana, por su parte, se refiere al valor nominal como cifra o cantidad (*numero*; artículo 2346 del Codice) [*Le azioni non possono emettersi per somma inferiore al loro valore nominale*], y como indicación del soporte material de representación de la acción (art. 2354.4 del Codice). Lo mismo ocurre en los artículos 73 y 75 de la LSC francesa, que igualmente considera el valor nominal de la acción como cifra o cantidad (*montant*; artículo 168 LSC) [*Le montant nominal des actions (...) est fixé par les statuts*], estableciendo además sanciones penales en caso de emisión de acciones sans valeur nominale (artículo 434.1 LSC). También en el Código de sociedades comerciales portugués se opta por la regla del valor nominal (artículo 272.a CSC), estableciéndose un valor nominal mínimo (artículo 276.2 CSC) [*Todas as ações têm o mesmo valor nominal, que não pode ser inferior a 1000 \$*]. Y la misma opción se materializa en el derecho suizo con posterioridad a la reforma de 1991, que consagra un valor nominal mínimo para cada una de las acciones de 10 francos (artículo 622.4 COB) [*Le valeur nominale de l'action ne peut être inférieure à 10 francs*].

<sup>41</sup> Cf. M. LUTTER: *Kapital, Sicherung der Kapitalbindung und Kapitalhaltung in den Aktien- und GmbH-Rechten der EWG*, Karlsruhe, 1984, pp. 52 y ss.; G. CAMPOBASSO: *Diritto commerciale*, II, Torino, 1992, pp. 7 y ss.; G.B. PORTALE/C. COSTA: *Capitale sociale e azioni per azioni sottoscrizione: le nuove tendenze nel paese europeo*. En: *Il diritto delle società per azioni: problemi, esperienze, progetti* (dir. F. Abbadessa/A. Bojio), Milano, 1993, pp. 137 y ss.; F. KÜBLER: “Unternehmensfinanzierung”, pp. 107-108; C. PAZ-ARES: *La aportación de uso en las sociedades de capital*, RJS, 5 (1995), p. 33 y ss.; A. ALONSO LUREBA: *El capital como cuestión epológica*. En: *Towards de la sociedad anónima* (coord. C. Paz-Ares), Madrid, 1997, p. 350.

<sup>42</sup> En la doctrina española se ha destacado últimamente la presencia de dos factores que contribuyen a plantearse la conveniencia o no de la supresión del capital social, y, lógicamente, del valor nominal como criterios de organización de la sociedad anónima. El primero, es la insatisfacción de la *aplicación tradicional* de las “funciones” del capital social o –si se prefiere, socializando sus funciones– de los “principios” por los que se rige. Para una persona con adecuada formación jurídica y conocimiento de la realidad y con un mínimo de espíritu crítico resulta evidente que algunas de esas “funciones” –y así como los “principios” o relativos a los acreedores– o ya no son cumplidos por el capital social o lo son en muy pequeño medida. El segundo factor es el de que existe en muchos lo sospecho y en algunos el convencimiento de que las funciones perseguidas por la “técnica” del capital social pueden conseguirse con mejores resultados y sin mayores riesgos, o través de “técnicas” diferentes. Así, por ejemplo, para determinar la medida de los beneficios repartible entre los socios/as, el test de la insolvencia o que recurren algunos derechos nominacionales ofrecen suficientes garantías a los acreedores sociales”. Cf. A. RODRÍGUEZ PRÍNGO, p. XXXV, aunque, en todo caso, el autor concluye afirmando que “[...] parece difícil no reconocer, ciertamente, que el capital social sigue jugando una fundamental función de organización de la sociedad anónima”, manifestando –a título de aclaración– que sus consideraciones no significan “ausencia o los ayudas viene siempre” que postular la supresión del capital social.

nueva unidad de medida podría abandonar entonces el modelo del "capital social" para venir diseñada en torno al concepto de "patrimonio neto"<sup>44</sup>, que es el criterio mayoritariamente defendido por la doctrina y la legislación norteamericana. La medida de la participación del socio podría venir expresada entonces mediante un coeficiente contable (*ratio*) capaz de determinar la proporción objetiva existente entre los medios propios (capital de riesgo) y los medios de terceros (capital de crédito).

En la doctrina española, incluso quienes reaccionan críticamente frente al sistema de las *non par value shares*<sup>45</sup> parecen apreciar en él, aunque no sin ciertas reservas, determinadas ventajas. En primer lugar, parece capaz de eliminar las confusiones, fraudes y perplejidades que se suscitan a raíz de la permanente separación que existe entre el valor nominal y el valor real de las acciones. En segundo lugar, desde el sistema norteamericano se puede facilitar extraordinariamente la financiación de las sociedades de capital, permitiendo que las sociedades coloquen las nuevas acciones en el mercado al precio que tengan por conveniente en cada caso, incluso bajo par, sin necesidad de acudir a préstamos complementarios más gravosos. En tercer lugar, las *non par value shares* permiten actuar en el tráfico con notable flexibilidad, sobre todo en lo tocante al difícil problema de las aportaciones no dinerarias. En cuarto lugar, las sociedades con *non par value shares* pueden reducir prácticamente a cero la cifra del capital en términos de balance como consecuencia de la libertad que el sistema ofrece a los administradores para realizar amortizaciones.

Pero no puede ocultarse que también se detectan inconvenientes dignos de consideración, ya que la alternativa propuesta al sistema europeo no resuelve por sí sola problemas clásicos, como puede ser el establecimiento de esquemas contables retentivos en garantía de los acreedores, la evitación de las devoluciones injustificadas de capital a los socios, la eliminación de las emisiones bajo la par, o la medida en que cada accionista participa de la vida social o puede exigir el disfrute de sus derechos.<sup>46</sup> Esta situación, unida al sistema simple utilizado para configurar con flexibilidad y moderación el valor nominal, influye con toda probabilidad en el hecho de que en la doctrina española todavía no se haya empezado a cuestionar<sup>47</sup> abierta y radicalmente la adscripción excluyente realizada tradicionalmente en favor del "modelo europeo".<sup>48</sup>

<sup>44</sup> La disciplina del patrimonio neto contable reemplazaría la noción de *valor nominal por acción*, que vendría sustituida por el concepto de "medios propios por acción" deducibles del balance. Cfr. F. CESARINI: *Alcune riflessioni sul significato attuale del capitale sociale e del valore nominale dell'azione nelle prospettive dell'investitore*. En: *Il diritto delle società per azioni: problemi, esperienze, progetti* [dir. P. Abbondessa/A. Rojo], Milano, 1993, pp. 751-752. Para el autor, el concepto de patrimonio neto contable, por su objetividad, es fácilmente accesible para los analistas financieros y goza de amplia publicidad y prestigio en la prensa especializada, p. 752.

<sup>45</sup> Cf. J. GIRÓN TENA: *Derecho de sociedades*, p. 217; J. RUBIO: *Curso de derecho de sociedades anónimas*, 3ª edición, Madrid, 1974, p. 81; A. BERGAMO: *Societades anónimas*, t. I, pp. 160-162; A. SÁNCHEZ ANDRÉS: *Las acciones*, pp. 31-35.

<sup>46</sup> Sobre estas cuestiones, sigue siendo de notable interés —y conservado en buena medida su validez— la monografía de J.M. DE LA CUESTA RUTE: *La acción como parte del capital y como título en la sociedad anónima norteamericana*, Madrid, 1972, especialmente pp. 128 y ss.

<sup>47</sup> Para A. SÁNCHEZ ANDRÉS: *Las acciones*, pp. 33-34, aun cuando se admitiera que el concepto tradicional del capital social dividido en acciones está trastocado en determinados aspectos, no sería menos cierto que "el establecimiento de esquemas contables de rotación en garantía de los acreedores, la evitación de la devolución injustificada de aportaciones a los socios, y la eliminación de emisiones bajo la par, son problemas que deben resolverse adecuadamente por uno u otro modelo; de aquel modo que debe determinarse el medio en que cada economista participe en la vida social y en el disfrute de derechos, ya que, como se ha dicho con notable expresividad, todo lo que de medible hay en la sociedad anónima se delimita por el valor de las acciones" (J. GIRÓN: *Derecho de sociedades anónimas*, Valdeolmillos, 1952, p. 66); y si este *valor* (o si el *valor nominal*) tendrá que ser un *valor* subjetivamente contrastado y objetivo para todos". Muy similares razones también habrían sido puestas de manifiesto por A. BERGAMO: *Societades anónimas*, t. I, p. 162, en cuya opinión "[e]l *inglés* (sic.) de las acciones sin *valor nominal* se levanta sobre la primacía del *valor real*. El *valor nominal* de la acción —vale argumentarse— es un espejismo, un señuelo para atrapar incautos. No hay otro valor, en definitiva, que el constatado en la contabilidad. Pero la firmeza de la supremacía del *valor real* es de dudosa eficacia. Con arreglo a datos estadísticos comprobados, sólo los técnicos o los profesionales son capaces de sacar jugo (sic.) a la lectura e interpretación del balance, puesto que los accionistas modernos se desentendían del examen de los documentos contables".

<sup>48</sup> No obstante, la actitud de la mejor doctrina española no es tanto de conformidad ceciva cuanto de ponderación analítica de los distintos sistemas —norteamericano y europeo— que son objeto de debate. Así, A. BERGAMO: *Societades anónimas*,

No obstante, aunque con ciertas reservas, sí pueden detectarse ciertos síntomas de aproximación dentro del sistema, como el refuerzo experimentado en los últimos tiempos por la función de los auditores, o la existencia de determinados entes de derecho público (v. gr., la Comisión Nacional del Mercado de Valores; artículo 14.l LMV) dotados legalmente de competencias y potestades administrativas (artículo 16 LMV) para la supervisión de la suficiencia de los estados financieros [artículo 26.l.c) LMV] en el ámbito de las sociedades que hacen apelación pública al ahorro, aunque sus emisiones no vayan destinadas a los mercados secundarios oficiales (artículos 25 a 29 LMV). Sin embargo, los distintos movimientos que se producen dentro del sistema no parecen tener, al menos por el momento, capacidad suficiente para impulsar en la legislación española cambios sustanciales.

---

t. I, pp. 163-164, opta por el modelo europeo del capital-garantía aduciendo cuatro razones en contra de las acciones sin valor nominal: a) encubren el auténtico valor del patrimonio de la empresa, estableciendo una valoración mínima del capital; b) esterilizan (no-) las normas que garantizan la realidad de las aportaciones in natura; c) esconden la verdadera cuantía de las reservas; d) permiten la distribución de dividendos activos incluso en aquellos casos en que la contabilidad registre pérdidas. Para A. SÁNCHEZ ANDRÉS: *Las acciones*, p. 34, aunque "no hay inconveniente en reconocer que el sistema de expresión del valor nominal no es un sistema perfecto que conjure todos los posibles abusos", habida cuenta que "[c]ualquier modelo de regulación es susceptible de ineficacia", al tema de la expresión del valor nominal de las acciones, aún no siendo meramente teórico o especulativo, tampoco es un problema perteneciente exclusivamente al campo de la práctica, valorable únicamente en términos de ventajas e inconvenientes. "La mejor prueba de que el tema no tiene ese puro carácter práctico lo ofrece el hecho de que las investigaciones empíricas desarrolladas en Estados Unidos sobre la superioridad de uno u otro sistema no son en absoluto concluyentes, y ponen de relieve que, con relación al nominal o no él, se han producido prácticas irregulares".