

Revista del Foro Canario

79

Las Palmas de Gran Canaria, 1990



Imprime: Imprenta Pérez Galdós
Prof. Lozano, 25 - Urb. Cebadal
Las Palmas de Gran Canaria

Depósito Legal G.C. 258/80
I.S.S.N. 0211-0903

*Revista del
Foro Canario*

NOVEDADES EN LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES POR SOCIEDADES ANÓNIMAS

LUIS DE ANGULO RODRÍGUEZ

DECANO DEL ILUSTRE COLEGIO DE ABOGADOS Y
CATEDRÁTICO DE DERECHO MERCANTIL DE LA FACULTAD DE
DERECHO DE GRANADA

No es ciertamente ni efecto casual, ni mera afición de los gobernantes que la normativa mercantil sea posiblemente la que mayor transformación haya experimentado desde la instauración en España de la actual democracia y, por consiguiente, una de las que en los últimos tiempos está concitando mayor número de seminarios, conferencias o mesas redondas especiales en colegios profesionales, centros universitarios e instituciones especializadas.

Y es que la propia Constitución, el reconocer la serie de principios que configuran el sistema económico constitucionalizado, exigía una profunda transformación de la normativa mercantil en cuanto instrumento indispensable para hacer efectiva la economía social de mercado que en ella se proclama.

Pero además, ya desde la preparación del ingreso de España en la CEE, y mucho más tras dicha incorporación, resultaba indispensable la adaptación de nuestro Derecho al acervo comunitario que, fundamentalmente, es un acervo referido al ámbito mercantil, ya que los Padres de Europa, para avanzar hacia una mayor integración política eligieron precisamente la vía de la constitución de un Mercado único, que exige la armonización de las normas mercantiles que constituyen su esencial instrumento.

Precisamente en ese doble esfuerzo renovador, de adaptación a las exigencias comunitarias, pero también de mejor adecuación a los principios constitucionales, ha de entenderse la Ley 19/1989, de 25 de julio, denominada de reforma parcial y adaptación de la legislación mercantil a las Directivas de la CEE en materia de sociedades, que es la que ha dado lugar al texto refundido de LSA aprobado por Real Decreto Legislativo 1.564/1989, de 22 de diciembre.

Se trata, por consiguiente de un doble esfuerzo, uno con contenido obligado por las Directivas comunitarias, pero otro fruto de las apreciaciones políticas internas sobre lo que se ha considerado conveniente para la renovación y adecuación a los nuevos tiempos de algunos extremos de la anterior regulación de las sociedades de capitales, dentro del movimiento que ha conducido a su reforma en Alemania en 1965, en Francia en 1966, en Italia en 1974, en Inglaterra en 1985 o en Portugal en 1986.

En este sentido, resulta ámbito especialmente abierto a la crítica interna, política y jurídica, las apreciaciones de esas necesidades que se han hecho por nuestros Poderes Públicos, tanto respecto de las materias que se han modificado y el sentido de la modificación, como de aquellas otras que no han sido reformadas y las razones de su mantenimiento.

Sin entrar en esa crítica, que constituiría materia más propia de una conferencia general sobre la reforma, que de una conferencia sobre aspecto tan específico como el tratamiento en la misma de la emisión de obligaciones, baste señalar que la actual modificación no cierra el camino de la auténtica reforma del Derecho español de Sociedades. Antes bien ese camino sigue abierto y por múltiples razones urgido, como entendió la Sección de Derecho Mercantil de la Comisión General de Codificación, que tan pronto entregó al Ministro de Justicia el Anteproyecto de lo que luego, con importantes variaciones, desembocaría en la actual reforma, constituyó una Ponencia para preparar una Ley general de sociedades mercantiles integrada por los profesores FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, GARCÍA VILLAVARDE, GONDRA, RODRÍGUEZ ARTIGAS y SÁNCHEZ ANDRÉS.

La materia central de mi intervención refleja, no solamente una afición que desde hace años me viene haciendo ocuparme de las emisiones de obligaciones y de los diferentes tipos y cláusulas especiales que en ellas se presentan, sino el deseo de ponderar el interés que para el desarrollo industrial

actual tienen las cuestiones relativas a la financiación de las empresas, en cuyo marco quiero presentarles las modificaciones que implica el nuevo texto refundido de la LSA y las consideraciones que merece.

Como ustedes saben, las empresas, y entre ellas las sociedades anónimas, necesitan para su propio desarrollo medios económicos destinados a constituir los fondos permanentes o capitales fijos y los fondos de rotación o capitales circulantes. Para conseguirlo pueden recurrir a medios de financiación internos o propios (aumentos de capital, autofinanciación) y a medios externos o ajenos (crédito oficial o privado, emisiones de obligaciones); pueden recurrir al mercado público de capitales mediante operaciones que capten fondos con vínculo de capital, como las emisiones de acciones, o lo hagan con vínculo de crédito, como las emisiones de obligaciones.

En este cuadro, las operaciones de financiación de las empresas pueden concebirse en abstracto como el punto de encuentro entre las exigencias de la empresa y la del mercado de capitales: aquella tratará de obtener los fondos que necesite en las condiciones más ventajosas; éste impondrá las condiciones que sean compatibles con las tendencias del mercado financiero.

La emisión de obligaciones es un medio de financiación externo con el que se acude al mercado de capitales para hacer una captación capilar de fondos con vínculo de crédito, a medio y largo plazo y en condiciones económicas más favorables que otros medios de financiación que, exigiendo generalmente la intermediación bancaria, implican costes mayores.

En general, una empresa emite obligaciones cuando por cualquier circunstancia su necesidad de nuevos fondos es temporal, pero su duración, volumen o condiciones determinan que exceda de las normales operaciones crediticias; cuando los grupos que controlan una determinada empresa no desean aumentar su propia participación en su capital, ni permitir la admisión de nuevos socios que alteren el equilibrio existente; cuando se prevén dificultades para encontrar esos nuevos socios, etc...

Las emisiones de obligaciones tienen un público especial y bien determinado: No se dirigen hacia los inversores tentados por grandes beneficios, plusvalías espectaculares o cualquier otro tipo de especulación de gran rentabilidad, dispuestos a asumir los riesgos que todo ello implique. Se dirigen más bien hacia quienes, inversores individuales o institucionales, prefieren una inversión segura de sus ahorros, una rentabilidad más estable, aunque les prive de posibles plusvalías y les someta a la continua erosión que implican los

procesos de constante depreciación monetaria. La abundancia de inversores de este último tipo hace de la emisión de obligaciones una de las operaciones más idóneas para efectuar una captación capilar que permita alcanzar importantes volúmenes globales.

La importancia de la financiación de empresas por medio de obligaciones es notable en casi todos los países. La variedad y montantes de las emisiones que continuamente se verifican en los diferentes mercados de todo el mundo; las grandes empresas que se valen de este instrumento de financiación para contribuir a su efectivo desarrollo, etc., son hechos que ponen de relieve la importancia práctica de la materia.

De ahí que expusiera MOSSA que “desde hace casi un siglo las obligaciones constituyen una fuente importante, si no inagotable, de capitales para la sociedad anónima; en todo el mundo empresas colosales se han valido de esta forma de financiación y han lanzado sobre el mercado títulos semejantes a las acciones, títulos de crédito con capacidad circulatoria y cotizados en Bolsa que testimonian la buena o mala fortuna de las sociedades”.

Sin perjuicio de los antecedentes medievales de empréstitos colectivos representados mediante títulos, el empleo de las emisiones de obligaciones como instrumento de financiación de las sociedades mercantiles se produce en España a mediados del siglo XIX por parte de las compañías de ferrocarriles, de ahí que el C. de co., que no regula esta materia específicamente, se refiera a ella aunque sea parcamente respecto de las emisiones de las compañías de ferrocarriles y demás obras públicas en los arts. 186, 187 y 190, y faculte para realizar emisiones en el art. 176 a las compañías de crédito y en el art. 21.10 a las demás sociedades e incluso a los particulares.

Con el escaso precedente positivo de las referencias a las emisiones de obligaciones contenidas en los citados preceptos del C. de co., los redactores del Anteproyecto de LSA de 1947 destacaron en su preámbulo la conveniencia de regular en ella las obligaciones, colmando la laguna legal existente. Exponían que, aunque la regulación podía hacerse introduciendo en el C. de co. los correspondientes preceptos, como una modalidad de préstamo mercantil caracterizada por su especial forma de documentación y los comerciantes individuales y sociedades mercantiles de cualquier índole estaban legalmente facultados para crear esta clase de valores mobiliarios, la realidad enseñaba

que era una operación financiera particularmente adecuada para las sociedades anónimas, las únicas en emplearlas frecuentemente, lo que, unido a la semejanza de las obligaciones con las acciones y de su emisión con el aumento de capital, aconsejaba tal regulación.

De ahí que la LSA, en su texto inicial de 1951, regulase las obligaciones en el Capítulo VII (artículos 111 al 132), desde una perspectiva de especial preocupación por la protección de los intereses colectivos de los obligacionistas como acreedores sociales, en consonancia con las propias tendencias del Derecho comparado. Esa normativa experimentó modificaciones en sus arts. 111 y 114 a virtud de la Ley 27/1980, de 19 de mayo; y, con mayor intensidad, ha sido afectada por la Ley 19/1989, de 25 de julio, de reforma parcial y adaptación de la legislación mercantil a las Directivas de la CEE en materia de sociedades, que ha determinado el nuevo texto refundido de LSA, en el que se dedica específicamente a las obligaciones el Capítulo X (arts. 282 y 310), como enseguida veremos.

Junto a las disposiciones de la LSA, naturalmente también se aplica a las emisiones de obligaciones los preceptos del RRM aprobado por el RD 1.597/1989, de 29 de diciembre, que excede de los aspectos simplemente registrales para llegar en alguna medida a constituirse en reglamento de la LSA. Además, muy especialmente, se aplica la LMVa, Ley 24/1988, de 28 de julio, cuya regulación, a tenor de su art. 2, comprende “los valores negociables emitidos por personas o entidades, públicas o privadas, agrupados en emisiones” y, conforme a su art. 3, se aplicará “a todos los valores cuya emisión, negociación o comercialización tenga lugar en el territorio nacional”.

A su vez, las emisiones por personas jurídicas distintas de las sociedades anónimas, tienen específica regulación en la Ley 211/1964, de 24 de diciembre, cuyo art. 2 relativo al régimen de su inscripción registral, también ha sido modificado por la Ley 19/1989 de reforma parcial y adaptación a que venimos refiriéndonos. Pero su regulación se complementa precisamente con los preceptos de la LSA al respecto, que tiene carácter supletorio de su legislación específica.

En cuanto a la emisión de obligaciones por parte de personas físicas, resulta prevista en el art. 22.1 del C. de co. (como antes hacía el art. 20.10 del mismo), que contempla su inscripción registral, como hace luego el art. 87.7 del RRM, aunque sin una regulación sustancial precisa. Se da la particularidad de que el art. 22.1 del C. de co. y el art. 87.7 del RRM se refieren

a la inscripción de las emisiones de obligaciones efectuadas por los empresarios individuales, mientras que el antiguo texto del art. 21.10 se refería más genéricamente a las emisiones efectuadas por “particulares”. Pero al ser potestativa la inscripción del empresario individual salvo el naviero, frente a alguna opinión en contrario, entiendo que únicamente será obligatoria la inscripción de las emisiones de obligaciones efectuadas por personas físicas, cuando las realice un empresario individual que figure inscrito.

La LMVa tiene gran relevancia en esta materia, ya que además de regular la posibilidad de que los valores negociables puedan representarse por medio de anotaciones en cuenta (arts. 5 y ss.), constituyendo la normativa básica a la que se remite el art. 290.3 del texto refundido de la LSA para los casos en que las obligaciones estén representadas por medio de anotaciones en cuenta, resulta también de general aplicación a las emisiones de obligaciones o valores análogos en cuanto establece los requisitos de la propia emisión o colocación de las obligaciones en el mercado primario de valores (arts. 25 y ss.), eximiendo como regla general de autorización administrativa previa, salvo en los supuestos que se indican, pero imponiendo la comunicación previa del propósito de emitir las obligaciones a la CNMV, con aportación de determinada documentación, auditoría de cuentas y folleto informativo sobre la emisión. En este punto, a falta del anunciado desarrollo reglamentario, sigue siendo de aplicación el RD 1.851/1978, de 5 de julio, el RD 1.847/1980, de 5 de septiembre, y la OM de 17 de noviembre de 1981, modificada por las OOMM de 26 de febrero de 1982 y 17 de julio de 1984; así como la OM de 14 de noviembre de 1989 y los criterios provisionales aprobados por el Consejo de la CNMV, sobre los requisitos de las emisiones a partir de 29 de enero de 1989.

Al amparo de esa dispersa normativa, como fruto de la práctica financiera de los mercados de capitales de los diferentes países y de la imaginación de quienes aplican la ingeniería financiera a estas materias, han ido surgiendo un sin fin de modalidades de obligaciones, que paso a enunciar someramente, clasificándolos sin otro ánimo que el de pura ordenación de ejemplos que revelan la riqueza y utilidad de este medio de financiación de empresas:

a) En razón de su representación y régimen de circulación, se emiten obligaciones representadas por medio de títulos, que a su vez pueden ser al portador o nominativos, o representadas por medio de anotaciones en cuenta.

b) En razón de su valor, las obligaciones se pueden emitir a la par o con prima de emisión, lo que supone emitirlas bajo la par.

c) En razón a la moneda en la que se expresa el importe de las obligaciones, se pueden emitir en moneda nacional o en moneda extranjera, en moneda de cuenta o con opción de cambio que permita elegir entre diferentes divisas.

d) En razón a la rentabilidad de las obligaciones se pueden emitir con rentabilidad fija o variable; la rentabilidad fija puede consistir en un interés y, acumulativa o alternativamente, un rendimiento en especie (bienes, servicios o derechos como el de preferencia para la suscripción o la adquisición de acciones). La variabilidad puede depender de una cláusula de participación o una cláusula de revalorización. Y el rendimiento puede ser periódico, de forma constante o progresiva, o acumularse al vencimiento de las obligaciones; puede ser igual o uniforme para todos los obligacionistas o desigual por atribución de rendimientos adicionales mediante sorteos de premios a los obligacionistas agraciados. La atribución de una rentabilidad anormalmente elevada como compensación de un alto riesgo de insolvencia ha dado lugar a los llamados “bonos basura” del mercado norteamericano.

e) En razón de sus garantías, las obligaciones pueden ser simples o garantizadas; y estas últimas pueden serlo mediante las formas de garantía tipificadas en el art. 284, a algunas de las cuales se les atribuye el específico efecto de permitir superar los límites cuantitativos legalmente establecidos a las emisiones de obligaciones, o mediante cualquier otra modalidad de garantía jurídicamente lícita, que sería “atípica” y no producirá el aludido efecto, pero que será igualmente válida y eficaz.

f) En razón de su amortización, las obligaciones pueden ser reembolsables a su valor nominal, con prima de reembolso, o a un valor variable en función de determinados índices; reembolsables en un lugar determinado o con cláusula de opción de plaza; amortizable en un solo vencimiento o en diferentes plazos; amortizables a fecha fija o conforme a un calendario de amortización predeterminado; amortizables uniformemente o según los resultados del sorteo o sorteos establecidos; con o sin facultad de amortización anticipada para el obligacionista o para la sociedad emisora; y amortizables mediante su conversión en acciones o mediante su canje por acciones, de la misma sociedad emisora o de otra diferente. La emisión simultánea de obligaciones amortizables a un valor variable en proporción al alza de los índices bursátiles y otras a un valor variable en idéntica proporción pero a la baja de los índices bursátiles, constituye la modalidad “Bull and Bear” (“toro y oso”) nacida en la práctica financiera norteamericana, pero que ha tenido ya aplicación en España.

Y es de señalar que la normativa establecida para las obligaciones es aplicada también, a tenor del art. 282.2 del texto refundido de LSA, a toda clase de valores emitidos por las sociedades anónimas en series numeradas y mediante los que reconozcan o creen una deuda, como norma general que complementa el régimen específico de cada caso. Entre otros supuestos, cabe mencionar las emisiones de bonos bancarios, de caja o de tesorería (inicialmente regulados por el DL de 29 de noviembre de 1962 y las OOMM de 21 de mayo de 1963 y 26 de mayo de 1971, como tipos especiales de obligaciones que podían ser emitidos por los Bancos Industriales y de Negocios); a las de bonos o cédulas hipotecarias (previstos en la Ley 2/1981, de 25 de marzo, sobre Regulación del Mercado Hipotecario y en su Reglamento de 17 de marzo de 1982); a las de las llamadas “obligaciones subordinadas” (contemplados en los arts. 7.e) y 11 de la Ley 13/1985, de 25 de mayo, sobre Inversiones Obligatorias, Recursos Propios y Obligaciones de Información de los Intermediarios Financieros, desarrollada por el RD 1.370/1985, de 1 de agosto); o a las emisiones seriadas de pagarés de empresa (a los que se presta atención fiscal en la Ley de 29 de abril de 1985, sobre Régimen Fiscal de Determinados Activos Financieros, mermando su rápida difusión anterior).

Como he expuesto, el régimen jurídico de la emisión de obligaciones o valores análogos se encuentra disperso en el ordenamiento español, incluso dejando al margen las emisiones efectuadas por las Administraciones Públicas, con normas propias que parten de la presunción de que su seguridad no precisa instrumentos especiales de protección de los intereses colectivos. Pero, además, a esta dispersión normativa no deseable, se unía una patente deficiencia sistemática en el tratamiento legal dado a las emisiones de obligaciones en la propia LSA de 1951, que había ido agravándose en sus posteriores reformas.

En esta situación, aunque la Ley 19/1989, de 25 de julio, de reforma parcial y adaptación de la legislación mercantil a las Directivas de la CEE en materia de sociedades, no haya sido aprovechada para ofrecer una regulación más completa y actualizada de estas operaciones, ha dado ocasión a que el nuevo texto refundido de la LSA mejore la sistemática de su tratamiento legal en el capítulo X dedicado a la emisión de obligaciones, aun cuando continúe la dispersión normativa.

Pese a la mejora de la sistemática, que no obstante sigue presentando deficiencias, ciertamente hubiese sido preferible que se hubiera aprovechado la Ley 19/1989 para establecer un estatuto legal unitario de la emisión de obligaciones y valores análogos, con independencia de la naturaleza de quien

fuese el emisor, a fin de evitar la actual dispersión normativa, en aras de la propia seguridad jurídica, tal vez llevándolo al C. de co., como propiciaba ALONSO ESPINOSA, dada la creciente generalización de la utilización de estos medios de financiación de empresas.

Entrando ya en el examen de las modificaciones sustanciales que, sobre la emisión de obligaciones, presenta la nueva normativa, conviene señalar que la Ley 19/1989, de 25 de julio, únicamente introducía modificaciones en tres puntos, a los que el nuevo texto refundido ha añadido un cuarto, de más que discutible legalidad:

1. La publicidad registral de la emisión, que conduce a la publicación de los anuncios correspondientes en el Boletín Oficial del Registro Mercantil, en vez de en el BOE.

2. La posibilidad de representación de las obligaciones y demás valores análogos, además de mediante títulos, mediante el sistema de anotación en cuenta.

3. Y el régimen propio de las emisiones de obligaciones convertibles, profundamente alterado por el art. 9 de la Ley 19/1989, que ha dado lugar luego a los arts. 292, 293 y 294 del nuevo texto refundido de LSA, tanto respecto de la normativa anterior, como incluso de la práctica financiera española.

4. Como novedad del texto refundido de LSA, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1.564/1989, de 22 de diciembre, excediéndose de la habilitación recibida al respecto, se ha introducido una significativa modificación, consistente en ampliar las modalidades de garantía de las emisiones de obligaciones susceptibles de permitir a la sociedad superar los límites cuantitativos a que legalmente se sujeta su facultad de emitir obligaciones u otros valores negociables análogos.

Me referiré en primer lugar a esta más reciente novedad, que no aparece en la Ley 19/1989 y ha sido introducida directamente por el RD Legislativo 1.564/1989 en el texto refundido.

Ya saben ustedes, que el legislador español, como el de la mayoría de los países, al reconocer a las sociedades anónimas la facultad de emitir series

numeradas de obligaciones u otros valores análogos la sujetó a ciertos límites cuantitativos, como protección preventiva de los obligacionistas, en cuanto financiadores en masa y contratantes por adhesión; y como medio para equilibrar la financiación propia y esta modalidad de financiación ajena, impidiendo que empresas poco escrupulosas puedan reiterar sus emisiones, encadenándolas para satisfacer las unas con las otras.

La LSA española, en el primitivo art. 111 conforme a su texto de 1951, fijaba el límite de las emisiones de obligaciones únicamente en el capital social desembolsado, límite que en paralelo fue el recogido en el art. 1 de la Ley 211/1964, de 24 de diciembre, sobre emisión de obligaciones por personas jurídicas diferentes de las sociedades anónimas. Sin embargo, la Ley 27/1980, de 19 de mayo, modificó la redacción de ambos preceptos en términos que han pasado al actual art. 282.1, al situar el límite en la suma del capital social desembolsado, las reservas que figuren en el último balance aprobado y las cuentas de Regularización y Actualización de Balances cuando hayan sido aceptadas por el Ministerio de Economía y Hacienda.

Nuestro ordenamiento, como la mayoría de los que establecen límites cuantitativos a las emisiones de obligaciones, regulan casos excepcionales en los que esos límites pueden ser superados, entre los que tienen especial relevancia aquellos supuestos en los que la emisión de obligaciones cuenta con alguna de las garantías adicionales determinadas en el art. 284 de la LSA: hipoteca mobiliaria o inmobiliaria; prenda de valores depositados en un Banco oficial o privado; garantía del Estado, Comunidad Autónoma, Provincia o Municipio; aval solidario de Banco oficial o privado o de Caja de Ahorros; o val solidario de una sociedad de garantía recíproca.

Precisamente, al mencionar el supuesto de prenda, el art. 284.1.b del texto refundido ha sustituido la expresión “prenda de efectos públicos” del antiguo art. 114, por la de “prenda de valores”, de modo genérico, sin distinguir entre públicos o privados, ni entre sus posibles clases.

La disposición final primera de la Ley 19/1989 facultaba al Gobierno para aprobar un texto refundido de la LSA, al que habría de incorporar las disposiciones vigentes sobre dicho tipo social y las contenidas en la propia Ley 19/1989, “con autorización expresa para regularizar, aclarar y armonizar los textos legales objeto de refundición”.

No parece que la sustitución de la prenda de efectos públicos, por prenda de valores sin más distinción, constituya un supuesto de regularización,

aclaración o armonización, que eran las únicas facultades autorizadas al Gobierno.

Pasando a las novedades que traen causa de la Ley 19/1989 y que figuran en el nuevo texto refundido de LSA, aludiré primero a la producida en materia de publicidad.

A este respecto, conviene partir de que la emisión de obligaciones es una operación compleja, compuesta de diferentes fases cuya naturaleza ha sido objeto de variadas calificaciones jurídicas. Se ha sostenido, desde la existencia de una “*invitatio ad offerendum*” por parte de la sociedad emisora, a la que seguiría la oferta por parte de los suscriptores y luego la aceptación por la propia sociedad; hasta el perfeccionamiento del contrato entre la sociedad emisora y el Comisario de los obligacionistas, designado por ésta antes de que existan tales obligacionistas, contrato que quedaría en estado de suspensión sometido a la “*condictio iuris*” de su ulterior ratificación por los suscriptores.

A mi juicio, pese a las distinguidas opiniones en contrario, si se quiere presentar un marco que pueda encuadrar el desenvolvimiento práctico de la operación, común a los diferentes ordenamientos y que pueda ser aplicable a cualquier tipo de emisión de obligaciones, sin pretender subordinar la realidad a planteamientos dogmáticos, pero también sin excesiva atadura a la letra de las normas positivas, deben separarse solamente dos fases fundamentales: la emisión propiamente dicha y la suscripción de las obligaciones. Se trata del encuentro de dos voluntades, oferta y aceptación, que perfeccionan un negocio jurídico bilateral del que deriva toda una serie de efectos jurídicos para las partes.

En el ámbito de la primera fase o emisión propiamente dicha se debe producir una manifestación de voluntad por parte de la sociedad emisora, que constituye la oferta:

a) Esa voluntad se formará con arreglo a las reglas de formación y expresión de la voluntad de la sociedad emisora, lo que tratándose de sociedad anónima exige acuerdo de Junta General a tenor del art. 283.1, aunque el art. 283 del RRM permite la delegación de los administradores siempre que no se trate de emisiones de obligaciones convertibles en acciones.

b) El acuerdo, como “*condictio iuris*” para su eficacia, ha de incluir la constitución del Sindicato de obligacionistas y la designación del Comisario, conforme al art. 283 y ha de comprender las menciones determinadas por el art. 285 de la LSA y art. 274.1 del RRM.

c) Además, como “*condictio iuris*” no de su eficacia pero sí de su licitud, la formulación de esa oferta pública, que está dirigida a los eventuales operadores en el mercado primario de capitales, tiene que respetar lo dispuesto en los arts. 25 y 26 de la LMVa, conforme a los que, según los casos precisará autorización administrativa previa o simple comunicación previa a la CNMV, con la minuciosa documentación requerida al efecto.

d) Finalmente, el acuerdo de emisión, para garantía de los destinatarios de la oferta, habrá de formalizarse en escritura pública a tenor del art. 285, anunciarse en el BORME conforme al art. 286.1 e inscribirse en el RM según el art. 286.2 de la LSA.

Formulada la oferta en esos términos, que integran la primera fase del proceso complejo de emisión de obligaciones, habrá lugar a su posible aceptación mediante la suscripción de las obligaciones, que implica expresión de un consentimiento por vía de adhesión y la automática incorporación del suscriptor al Sindicato de obligacionistas, de conformidad al art. 287.

A este respecto, la única novedad que presenta el texto refundido de la LSA, que ni siquiera se ha aprovechado para “aclarar” algunos términos discutibles y discutidos en la doctrina, ha sido sustituir la publicación del anuncio de la emisión que el antiguo art. 117 mandaba hacer en el BOE, por la publicación en el BORME. Y debe destacarse que ni la LSA ni el RRM han establecido plazo alguno de antelación respecto del comienzo del período de suscripción, en el que deba efectuarse la publicación del anuncio de la emisión.

Conforme al art. 387.2 del vigente RRM, la publicación del anuncio de la emisión de obligaciones en el BORME, deberá aparecer en su Sección Segunda, puesto que el solo anuncio de la emisión no causa operación en el Registro Mercantil y viene impuesto por norma legal.

Sin embargo, esa publicación del anuncio de la emisión no exime en términos legales de que una vez inscrita la escritura de emisión, lo que a tenor del art. 285.2 de la LSA ha de realizarse antes de que puedan ponerse en circulación las obligaciones, se vuelva a publicar la emisión en la Sección Primera del BORME, en el apartado “actos inscritos”, indicando la fecha e importe

de la emisión y la identidad del Comisario. En este sentido, el art. 353.13 del RRM obliga al Registro Mercantil competente a comunicar tales datos al Registro Mercantil Central; y el art. 386.1 manda a éste publicarlos en el BORME, publicación que conforme al art. 386.2 habrá de hacerse constar luego mediante nota marginal del asiento principal de inscripción de la emisión.

Curiosamente, el BORME ha tardado en aparecer más de un mes desde la entrada en vigor del RRM, tras su aventurada publicación en el BOE, con lo que durante el mes de enero los actos inscribibles e incluso inscritos, no eran oponibles a terceros de buena fe, puesto que el nuevo texto del art. 21.1 del C. de co. determina que solamente les serán oponibles desde su publicación en el BORME.

La segunda de las novedades que antes apuntaba era el reconocimiento de la posibilidad de representación de las obligaciones, además de por el tradicional sistema de títulos, o documentación en papel, por medio de anotaciones en cuenta o documentación contable, incluso con la obligatoriedad de serlo así en determinados casos, conforme al art. 10 de la Ley 19/1989, hoy recogida como disposición adicional primera, punto 5 del texto refundido.

Tradicionalmente la incorporación del derecho al documento, el derecho de crédito de los obligacionistas al título o documento de papel, al unir íntimamente el uno al otro, permitió su fácil circulación, no ya con el régimen propio de la cesión de créditos, sino con el más ágil de la transmisión del propio documento de papel o título que lo incorpora, rodeada de las especiales protecciones que el ordenamiento concede al adquirente, propias de las notas de literalidad, autonomía y legitimación por la posesión característica de los títulos valores.

La gran difusión de los títulos valores en el moderno tráfico jurídico mercantil ha puesto de manifiesto la insuficiencia del mecanismo tradicional de la incorporación del derecho al título o soporte documentado en papel para atender a las actuales necesidades, iniciándose así un proceso de crisis o de “desmaterialización” de los títulos valores, ampliamente estudiado en nuestra doctrina.

La incorporación del derecho al documento, que desde la aparición de los títulos valores facilitó su circulación, ha ido revelando graves disfunciones

causadas por la ingente multiplicación de los propios documentos y el creciente aumento de los tiempos y costos precisos para su manipulación masiva. De ahí que las necesidades prácticas condujeran a propiciar sistemas alternativos de tratamiento de los títulos valores.

Inicialmente se recurrió a su agrupación e inmovilización en depósitos colectivos, con cargo a los cuales se acreditaba la titularidad y, por compensación, se liquidaban las obligaciones de entrega dimanantes de su transmisión. Y más tarde se ha llegado a la sustitución del título mismo en cuanto documento-papel, para permitirse la representación de los derechos correspondientes mediante simple anotación en cuenta, como comenzó a utilizarse en las emisiones de Pagarés del Tesoro (OM de 10 de enero de 1984) y Deuda del Estado (RD 505/1987, de 3 de abril) y se ha extendido luego el art. 5 de la LMVa, reconociéndose expresamente para acciones y obligaciones en la Ley 19/1989 y en el texto refundido de LSA.

Así el art. 290.1 permite en ese sentido la representación de las obligaciones por medio de títulos o por medio de anotaciones en cuenta, sustituyendo el papel como soporte al que se incorpora el derecho por el mero asiento contable, agilizado a través de la informática, que pasa a ser el moderno soporte de ese derecho.

La LSA contempla la elección de la forma de representación de las obligaciones como una facultad cuyo titular no se explicita, ni se indica el modo y momento de ejercitarla. Sin embargo, el art. 274.1.2 del RRM determina que la inscripción de la emisión habrá de expresar si la representación de las obligaciones se hace por medio de títulos o por medio de anotaciones en cuenta, por lo que se debe entenderse que la sociedad emisora, entre las demás condiciones de la emisión, establecerá lo que considere oportuno y será aceptado por los obligacionistas mediante la adhesión que implica la suscripción.

El art. 290.3, al referirse a las obligaciones representadas por medio de anotaciones en cuenta, se limita a remitir su regulación a la normativa reguladora del mercado de valores y concretamente los arts. 5 y ss. de la LMVa. La normativa reguladora del Mercado de Valores rige para determinar tanto el sistema de incorporación de las obligaciones emitidas por sociedades anónimas a dicho mecanismo de representación mediante anotación en cuenta, efectos de la misma, sistema de transmisión, de constituciones de derechos reales limitados u otra clase de gravámenes sobre las mismas y forma de legitimación del titular para el ejercicio de los derechos inherentes a la condición de obligacionista.

El art. 94.10 del RRM obliga a inscribir en la hoja correspondiente a la sociedad emisora la designación de la entidad encargada de la llevanza del registro contable, en el caso de que los valores se hallen representados por medio de anotaciones en cuenta.

Conforme a la disposición adicional primera, número 5, del texto refundido de LSA, las obligaciones que pretendan acceder o permanecer admitidas a cotización en un mercado secundario oficial, necesariamente habrán de representarse por medio de anotaciones en cuenta. Y, a este respecto, señala dicha Disposición adicional que, tan pronto se representen por anotaciones en cuenta, los títulos en que anteriormente se reflejaban quedarán amortizados de pleno derecho, debiendo darse publicidad a su anulación en el BORME, en los Boletines de las Bolsas de Valores y en tres diarios de máxima difusión en todo el territorio nacional.

Naturalmente la transformación del sistema de representación establecido en las condiciones de emisión supondrá una modificación de las condiciones del empréstito que, una vez suscritas las obligacionistas, no puede efectuar unilateralmente la sociedad emisora, sino que habrá de ser aprobada por la Asamblea general de obligaciones, con los requisitos exigidos por el art. 299.2 al efecto. Pero no existirá modificación, cuando se trate de futuras emisiones que prevean la cotización de las obligaciones en un mercado secundario oficial, ya que será simple consecuencia legal de tal previsión.

Conviene destacar que, mientras el art. 290.2 reconoce fuerza ejecutiva a los títulos representativos de las obligaciones, en congruencia con las previsiones del art. 1.429.5 de la LECiv el legislador al permitir su representación mediante anotación en cuenta no ha atribuido dicha fuerza ejecutiva a los certificados representativos de la anotación previstos en el art. 12 de la LMVa, ni ha modificado lo dispuesto en el art. 1.429.5 de la LECiv.

En consecuencia los títulos representativos de obligaciones y sus cupones, ya sean nominativos o al portador, llevarán aparejada ejecución y permitirán instar, en el oportuno procedimiento ejecutivo, que se despache ejecución contra los bienes de la sociedad anónima emisora de las obligaciones y de sus garantes. Para despachar ejecución se requiere la confrontación “en todo caso” de los títulos con los libros talonarios y de los cupones con los títulos de que procedan, que de ser conforme no impedirá despacharla aunque el deudor alegue su falsedad, sin perjuicio de poder excepcionarla en el juicio ejecutivo.

Por el contrario, cuando las obligaciones estén representadas por anotación en cuenta, entiendo, pese a la opinión de VICENT CHULIA, que

carecerán de esa fuerza ejecutiva, ya que ni el art. 290.3 de la LSA, ni los arts. 5 y ss. de la LMV, ni el art. 1.429 de la LECiv se la reconocen. Únicamente cabrá una acción ejecutiva de carácter colectivo, no con base en los títulos, sino en la escritura pública de emisión que, con arreglo al art. 1.429.1 también lleva aparejada ejecución, siempre que se trate de la primera copia o de segunda, expedida en virtud de mandamiento judicial y con citación de la propia sociedad emisora.

Finalmente, conviene reseñar que en la labor de armonización propia del texto refundido, que debía acomodar la antigua terminología a la moderna, aunque se ha sustituido la antigua expresión de “títulos” por la de obligaciones o valores a fin de comprender ambas formas de representación, no siempre ha ocurrido así, pudiendo señalarse que el art. 309.2 sigue hablando de títulos cuando realmente hay que entender que está refiriéndose también a los certificados de las anotaciones a cuenta representativas de las obligaciones.

La tercera y última de las novedades que antes indicaba era el tratamiento dado a las emisiones de obligaciones convertibles, diferente del que hasta ahora contenía la LSA y del que tradicionalmente viene utilizando la práctica financiera española.

Entre las diferentes modalidades de convertibilidad de obligaciones en acciones, como fenómeno amplio y digno de un estudio de conjunto, cabe distinguir dos modalidades básicas: que las obligaciones se emitan con el carácter de convertibles en acciones o que la convertibilidad se establezca después de su emisión como posibilidad sobrevenida.

La LSA, en su anterior versión, contemplaba ambos supuestos, pero centraba su atención en el segundo, la convertibilidad sobrevenida, regulada en el art. 95 como modo de ampliación del capital social. Por el contrario, la Ley 19/1989 y el consiguiente texto refundido de la LSA han centrado su atención en el primer supuesto, las obligaciones emitidas ya como convertibles.

En ese sentido, hay que señalar que el texto refundido ha eludido regular con detalle el aumento de capital por conversión de obligaciones en acciones no previstas en su emisión, limitándose a establecer en el art. 156.2 que, cuando se aumente el capital por conversión de obligaciones en acciones, se aplicará lo establecido en el acuerdo de emisión de obligaciones; y luego, en sus arts.

292, 293 y 294, ha regulado precisamente las emisiones de obligaciones convertibles en acciones, con la particularidad de que contempla únicamente una concreta configuración o modalidad de conversión, que ni siquiera es frecuente en la práctica financiera española.

GARCÍA DE ENTERRÍA LORENZO-VELÁZQUEZ considera que, en los términos legales actuales, es imposible realizar emisiones como las que hasta ahora se han venido efectuando en España, pues únicamente serán admisibles las emisiones con un tipo o relación de conversión fijo e invariable, aun reconociendo que no se trata de una imposición de las Directivas comunitarias.

A mi juicio debe entenderse que esta configuración legal de una modalidad concreta de conversión no impide ni la convertibilidad sobrevenida, ni otras modalidades de emisión de obligaciones convertibles, puesto que el art. 292.1 atribuye a la Junta general la determinación de “las bases y las modalidades de la conversión”; y el art. 294.1 admite la posibilidad de acordar “otro procedimiento” para efectuar la conversión distinto del que el precepto regula. Serán posibles cuantas otras modalidades respeten los límites que a la libertad de pactos fija el art. 1.255 del C.c., lo que implica observar los tres preceptos que dedica la LSA a las obligaciones convertibles, cuyo contenido en buena medida resulta aplicable a modalidades de conversión no reguladas directamente en los mismos.

Tal vez con un exceso de dogmatismo o de atribuir mayor trascendencia a la reforma, se olvida que, a falta de prohibición legal, no cabe rechazar las emisiones a tipo o relación de conversión variable, cuya difusión en nuestros mercados, aunque difiera de la práctica financiera extranjera, demuestra tanto su atractivo para los inversores, cuanto su utilidad para la financiación de las sociedades que las emiten.

Basta señalar que los inversores, además de aplazar la decisión de convertirse en accionistas hasta el período de conversión, recibirán las acciones en su caso en unas condiciones económicamente más favorables, mejorando la rentabilidad de su inversión, e incluso con posibilidad de arbitrajes si ya son accionistas de esa sociedad; y, a través de ese tipo o relación variable de conversión, quedan más al abrigo de las oscilaciones bursátiles, que podrán determinar un diferente número de acciones a recibir, pero no la privación por antieconómica de la posibilidad de convertir.

A su vez, las sociedades emisoras, logran incidir sobre las capas de inversionistas en renta fija para atraerlos a la renta variable, capta los recursos

ajenos a un menor coste que mediante otras emisiones de obligaciones y, de producirse la conversión, logra colocar las acciones con una prima notable pese a la poca receptividad de nuestros mercados a las ampliaciones con fuerte prima.

En todo caso, conviene subrayar que el art. 292.1, al reconocer de modo tajante la facultad de las sociedades anónimas de emitir obligaciones convertibles en acciones, ha eliminado toda posibilidad de duda sobre su admisibilidad en nuestro ordenamiento jurídico, en concordancia con lo que sucede en el Derecho comparado y con las previsiones de la Segunda Directiva de la CEE.

La LSA, en el art. 292.1, atribuye la competencia para emitir obligaciones convertibles en acciones a la Junta general de accionistas, que además deberá determinar en su acuerdo las bases y modalidades de la conversión y aprobar el aumento de capital en la cuantía necesaria, todo lo cual deberá consignarse en la inscripción registral a tenor del art. 274.2 del RRM.

Y, en relación con las referidas bases y modalidades de la conversión, el art. 292.2 impone una labor preparatoria de los acuerdos de emisión, al requerir que, con anterioridad a la convocatoria de la Junta general, los administradores redacten un informe que las explique, acompañado por otro de los auditores de cuentas.

Aunque ningún precepto especifica el contenido que han de tener esas bases y modalidades de la conversión, hay que entender que, en el supuesto de emisión de obligaciones convertibles a que directamente se refiere el legislador español, deben especificarse los siguientes extremos:

a) La clase de acciones en que sean convertibles las acciones, que serán acciones de la sociedad emisora de las obligaciones y de nueva emisión, al exigirse en el art. 292.1 el simultáneo aumento de su capital.

b) El tipo o relación de conversión (o de cambio, en la terminología del art. 294.2), que puede ser una relación fija e invariable, o una relación variable, indicándose los parámetros o métodos para establecerla e incluso, como se observa en numerosas emisiones, unos límites máximos y mínimos a tal variabilidad. Cuando se determinan varios períodos de conversión, suele ser frecuente establecer un tipo o relación de conversión diferente para cada uno de ellos. La práctica española ha sido flexible en esta materia, en la que habría sido conveniente que el legislador se limitara, como en Alemania, a exigir la constancia de las bases de conversión o el procedimiento para determinarlas.

c) El carácter facultativo u obligatorio de la conversión, como determinante de la legitimación para poner en marcha el procedimiento de conversión. En el primer caso, habrá de determinarse si la facultad se otorga al obligacionista, como presume el art. 294.1 para aquellos casos en que el acuerdo de emisión no haya establecido otra cosa, o si se otorga a la sociedad emisora.

d) El momento o período en el que podrá solicitarse la conversión, cuando ésta fuere facultativa, respecto de lo que el art. 294.1 presume que el obligacionista podrá solicitar la en cualquier momento si el acuerdo de emisión no ha establecido otra cosa. En todo caso, el art. 294.2 obliga a que se señale el plazo máximo para que pueda llevarse a efecto la conversión, sin que nada impida legalmente establecer uno o varios períodos para la conversión, más o menos próximos a la fecha de emisión de las obligaciones y de mayor o menor duración, siempre que tengan por lo menos la indispensable para hacerla viable.

e) Y, para completar el procedimiento de conversión, habrá de determinarse el lugar y forma mediante la que se expresará y comunicará la voluntad de convertir las obligaciones en acciones.

Como quiera que el informe de los administradores, igual que el de los auditores de cuentas, tiene como destinatarios los propios accionistas, para la formación de cuya voluntad emisora debe servir de ilustración, aunque el art. 292.2 únicamente determina que ha de explicar las bases y las modalidades de la conversión, razonablemente deberá destacar también las necesidades financieras de la sociedad emisora, la conveniencia de recurrir a ese concreto instrumento de financiación, las ventajas que represente el diseño que se pretenda dar a la emisión, tanto para su colocación en el mercado, como en su incidencia sobre la situación económica de la sociedad.

A su vez, el informe de los auditores de cuentas deberá centrarse en la verificación de las cifras y valoraciones que contenga el informe de los administradores sobre las magnitudes relativas a la propia sociedad y sobre la repercusión que en las mismas puede tener la emisión de obligaciones convertibles y, en su día, la conversión resultante, más que en las apreciaciones subjetivas sobre la idoneidad y oportunidad del sistema de financiación propuesto.

Y, ante el silencio legal, debe entenderse que dichos informes, en cuanto documentación destinada a preparar la decisión de la Junta general, habrán de quedar de manifiesto en el domicilio social a disposición de los accionistas,

desde el mismo momento en que se efectúe la convocatoria a la que ha de preceder, sin perjuicio de que además se dé cuenta de su contenido y se debata en la propia Junta.

El art. 292.1, como se ha dicho, atribuye la competencia para la adopción del acuerdo de emitir obligaciones convertibles a la Junta general de accionistas, sin referencia alguna a la posibilidad de delegación de dicho acuerdo en los administradores; y el art. 283.3 del vigente RRM prohíbe expresamente la delegación en los administradores de la facultad de acordar la emisión de obligaciones convertibles, aunque permite delegarles la facultad de determinar los extremos no fijados por la Junta que acuerde la emisión de esta clase de obligaciones.

Tal vez el RRM piensa que la delegación quedaba indirectamente impedida por el art. 292 de la LSA al exigir que en las emisiones de obligaciones convertibles en acciones la Junta general determine las bases y las modalidades de la conversión y acuerde aumentar el capital en la cuantía necesaria, y que, para ello los administradores, antes de la convocatoria de la Junta, redacten un informe sobre dichas bases y modalidades que habrá de ser acompañado por otro de los auditores. Sin embargo, en el orden de los principios, no veo inconvenientes en que esa determinación de las bases y modalidades, como el propio aumento de capital, pueda ser objeto de delegación por la Junta general en los administradores, a la vista del propio informe de los mismos.

Precisamente una de las pocas normas sobre obligaciones convertibles en acciones contenida en la Segunda Directiva de la CEE (77/91/CEE, de 13 de diciembre de 1976) se refiere a este extremo, al regular su art. 25.2 la delegación en los administradores de la facultad de aumentar el capital social y declarar expresamente el art. 25.4 que es aplicable a “la emisión de todos los títulos convertibles en acciones”, aunque con la limitación de la duración de esa delegación a cinco años. Por consiguiente, en este punto no era precisa adaptación alguna de nuestro ordenamiento a las normas comunitarias y, en ese sentido, el silencio legal resultaba congruente con la posición comunitaria, que no sirve de apoyo a la más restrictiva que implica la prohibición reglamentaria.

En cualquier caso, aunque el Gobierno con injustificado intervencionismo haya querido impedir con esta prohibición ciertas instrumentaciones por los administradores de la delegación de facultades para emitir obligaciones convertibles en acciones, privando a la sociedad de un instrumento útil para

atender eventuales necesidades financieras por temor a patológicos abusos, no parece adecuado el RRM para introducir una prohibición no prevista por la Ley, ni requerida por la adaptación a la normativa comunitaria.

No obstante debe destacarse que el art. 283.3 del RRM permite delegar en los administradores la ejecución del acuerdo de emisión adoptado por la Junta general, función que ya les atribuye el propio art. 294.1 de la LSA, con la particularidad de que en este caso la delegación para ejecutar el aumento acordado para la conversión no queda sujeta al límite de un año que el art. 153.1.a de la LSA determina. Se reconoce así que, como propiciaba DE LA CÁMARA, la duración de esta delegación en los administradores de la ejecución del acuerdo de aumento del capital para atender a la conversión ha de acompañarse a los períodos de conversión previstos en la emisión.

Es de señalar que ha quedado suprimida la prohibición que establecía el antiguo art. 95, en su párrafo final, conforme a la cual las sociedades cuyo patrimonio tuviese un valor inferior a la cifra de su capital (sociedades no “in bonis”), no podían aumentar su capital mediante conversión de obligaciones en acciones, salvo reducción previa del capital para restablecer su equilibrio con el patrimonio.

La doctrina ha estudiado ampliamente el fundamento y sentido de dicha prohibición, que algunos consideraban necesaria para respetar los principios de cobertura y veracidad del capital social, otros para mantener la paridad de trato entre los acreedores sociales y otros para protección de los obligacionistas. El legislador español ahora ha preferido no establecer disposición alguna al respecto, posiblemente por considerar que ni se infringen los principios relativos al capital social, ni se perjudican los demás acreedores sociales; que los obligacionistas encuentran suficiente protección, a través del consentimiento que han de prestar para que exista conversión, sea al suscribir las obligaciones, sea al convertirlas; y que la situación queda suficientemente atendida con las disposiciones generales relativas a la reducción de capital por pérdidas.

No obstante, el art. 292.3 establece una doble prohibición: prohíbe que en la emisión de obligaciones convertibles en acciones se emitan las obligaciones a valor inferior a su nominal y prohíbe que pueda efectuarse la conversión de modo que el valor nominal de las obligaciones convertidas sea inferior al valor nominal de las acciones en que se conviertan.

Y es que, si se pudiese convertir obligaciones con un valor nominal inferior al valor nominal de las acciones recibidas a cambio, se estaría transgrediendo

la prohibición del art. 47.2 conforme al cual “no podrán ser emitidas las acciones por una cifra inferior a su valor nominal”; y lo mismo ocurriría si se pudiesen emitir las obligaciones convertibles a valor inferior a su nominal.

Con el fin de dar efectividad al derecho de suscripción preferente en los aumentos de capital que el art. 158.1 reconoce a los antiguos accionistas (ahora junto a los titulares de obligaciones convertibles en acciones), la doctrina venía propiciando la extensión de ese derecho también respecto de las emisiones de obligaciones convertibles en acciones. Y es que, a través de la emisión de tales obligaciones y su eventual conversión en acciones, se pueden producir los mismos fenómenos de alteración de la posición política y del contenido económico de los derechos de los antiguos accionistas que mediante cualquier otra forma que lleve a la modificación del capital social. De hecho, la práctica financiera, en mayor o menor medida, solía respetar esa exigencia de la equidad, aunque no viniese legalmente impuesta.

El art. 293.1 reconoce a los antiguos accionistas el derecho de suscripción preferente de las obligaciones convertibles que emita la sociedad, como impone el art. 29.6 de la Segunda Directiva de la CEE.

Aunque el nuevo texto de la LSA ofrece una concepción más flexible del derecho de suscripción preferente de los accionistas respecto de los aumentos de capital y su art. 159 permite excluirlo en determinadas condiciones, era necesario reconocer y configurar legalmente su aplicación a las emisiones de obligaciones convertibles en acciones. De ese modo se evita que, mediante emisiones de obligaciones convertibles en acciones que no reconozcan el derecho a su suscripción preferente a los antiguos accionistas o que lo restrinjan indebidamente (limitándolo a parte de la emisión, reduciendo el período de ejercicio, declarándolo intransferible, etc.), se pudiese eludir por vía indirecta el derecho de suscripción preferente de los antiguos accionistas en los aumentos de capital.

Por otra parte, como quiera que el art. 158.1 ha reconocido a los titulares de obligaciones convertibles en acciones, al igual y junto a los antiguos accionistas de la sociedad emisora, el derecho de suscripción preferente en los aumentos de capital que la misma acuerde, en paralelo, también igual y junto a dichos antiguos accionistas, el art. 293.2 les ha reconocido el derecho de suscripción preferente respecto de las nuevas obligaciones convertibles en acciones que emita.

Con el reconocimiento a los titulares de obligaciones convertibles del derecho de suscripción preferente, tanto respecto de las acciones, cuanto de

las obligaciones convertibles que se emitan con posterioridad, se trata de proteger el contenido económico de su derecho de conversión, que hasta ahora venía protegiéndose en la práctica financiera mediante las denominadas cláusulas “antidilución”.

Finalmente, a este respecto, el art. 293.3 establece que al derecho de suscripción preferente de obligaciones convertibles resultará de aplicación lo dispuesto en el art. 158, remisión que implica la fijación de un plazo mínimo de un mes de publicación del anuncio de emisión en el BORME; la distribución proporcional entre antiguos accionistas y titulares de obligaciones convertibles; y el carácter transmisible de los derechos de suscripción preferente.

En cuanto al sistema de llevar a efecto la conversión, el art. 294.1 comienza por reconocer el carácter dispositivo del procedimiento que establece, al permitir que la Junta general de la sociedad pueda acordar otro procedimiento, aunque con la exigencia siempre de que, conforme al art. 294.2 señale el plazo máximo dentro del que pueda llevarse a efecto la conversión.

Frente a la interpretación que limita el alcance de este precepto a la fijación de los períodos de conversión, en el sentido de permitir a la sociedad fijar un procedimiento distinto del de la convertibilidad continua, a mi juicio el art. 294 es un precepto de carácter mucho más general, aplicable a cualquier modalidad de conversión de obligaciones en acciones y en todos y cada uno de sus extremos: el reconocimiento de la libertad para fijar cualquier aspecto del procedimiento; el establecimiento de un procedimiento supletorio para cuando nada se haya determinado al respecto; la exigencia de fijar un plazo máximo para la conversión; y los efectos que producirá la pendencia de dicho plazo.

Para los casos en que la Junta general no hubiere acordado otro procedimiento, el legislador ha optado como sistema supletorio por el procedimiento de conversión continua y facultativa para el titular de las obligaciones, que permite a los obligacionistas solicitar en cualquier momento la conversión. Con el fin de compaginar esa posibilidad de conversión en cualquier momento, con la necesidad de emitir las nuevas acciones correspondientes y formalizar el aumento de capital correspondiente, se determina que los administradores atenderán esas solicitudes de conversión por semestres, emitiendo durante el primer mes de cada semestre las acciones que correspondan a los obligacionistas que lo hayan solicitado durante el semestre anterior y procediendo durante el mes siguiente a inscribir en el Registro Mercantil el aumento de capital correspondiente a las acciones emitidas.

La actuación de los administradores prevista en este precepto constituye el simple desempeño de las funciones de ejecución de los acuerdos de emisión de las obligaciones convertibles y simultánea ampliación de capital en la medida necesaria y le es atribuida por imperativo legal. En consecuencia, parece que no resultará aplicable a su desarrollo ninguna limitación temporal, distinta de la que dimana del plazo establecido para que pueda llevarse a efecto la conversión.

Debe observarse que en la práctica financiera española, si bien la conversión como facultad del obligacionista se encuentra prácticamente generalizada, no ocurre igual con el procedimiento de conversión continua, sino que normalmente se fijan períodos concretos de conversión, por lo que habría sido más positivo que el precepto estableciese con carácter general límites temporales máximos entre la solicitud de conversión, la emisión de las acciones necesarias para atenderla y la formalización del aumento de capital consiguiente.

El art. 294.2 impone que en cualquier caso la Junta general determine el plazo máximo para que pueda llevarse a efecto la conversión, precisamente por los importantes efectos que producirá la pendencia de dicho plazo en la vida de la sociedad en cuyas acciones haya de efectuarse la conversión.

Y es que, como exponía HOUIN, los titulares de obligaciones convertibles, conservando su estatuto de obligacionistas-acreedores, son accionistas en potencia, cuyos eventuales derechos de accionistas se harán realidad a través de la conversión, pero ya desde antes tienen un cierto contenido económico que ha de ser tutelado, por normas legales o por las propias condiciones de la emisión, frente a actuaciones de la sociedad emisora que pudiera vaciarlo económicamente de contenido, ya sean aumentos de capital, con o sin nuevas aportaciones, reducciones de capital, fusiones, escisiones, etc.

Para evitar o equilibrar el posible vaciamiento o el injustificado incremento del contenido económico del derecho de conversión, como se ha indicado antes, la práctica financiera ha recurrido a diferentes fórmulas, algunas de las cuales han sido recogidas ahora por el legislador español. Así, el art. 294.2 determina que, si desde la emisión de obligaciones convertibles hasta el momento de la conversión, la sociedad emisora acuerda aumentar su capital con cargo a reservas o reducirlo por pérdidas, habrá que modificar el tipo de conversión o relación de cambio de las obligaciones por acciones, en proporción a la cuantía del aumento o de la reducción, de forma que afecte de igual manera a los accionistas y a los obligacionistas.

En los casos de aumento de capital con cargo a reservas, al aplicar esta especie de “cláusula antidilución” legalmente prevista, habrá que tener en cuenta la efectiva concesión o no a los obligacionistas del derecho de suscripción preferente que el art. 158.1 les reconoce con carácter general, pero que cabe legalmente excluir. De ahí que la aplicación de dicho mecanismo “antidilución” sea más necesario cuando se excluya tal derecho de suscripción preferente (aumento por elevación del nominal o aumentos en que quede excluido).

La sociedad emisora no podrá adoptar acuerdos de reducción de capital con restitución de aportaciones o condonación de dividendos pasivos a los accionistas mientras existan obligaciones convertibles en acciones en circulación, salvo que, con carácter previo y suficientes garantías, se ofrezca a los obligacionistas la posibilidad de realizar anticipadamente la conversión, según dispone el art. 294.3 de la LSA.

Esta técnica de anticipar la conversión para permitir al obligacionista participar en los efectos de la operación societaria ya como socio, ha sido criticada por alterar unilateralmente una de las condiciones más relevantes de la emisión y prestarse a maniobras de estimulación de esa conversión anticipada. Por otra parte, la doctrina ha venido señalando los especiales efectos que produce en los supuestos de emisiones con primas, de emisiones con premios o lotes, o incluso en los supuestos de obligaciones sujetas a prenda o a usufructo. Para evitar esos posibles inconvenientes, el precepto español exige que la anticipación de la conversión se haga con “suficientes garantías”.

Finalmente, hay que señalar que el legislador español no ha establecido previsiones específicas para la protección del derecho de conversión en relación con las operaciones de fusión o escisión que pudiese efectuar la sociedad, por lo que en esos casos los obligacionistas deberán acudir a la protección que, como tales obligacionistas y acreedores sociales, les brindan las normas generales y a la que, como socios potenciales, representan las previsiones sobre aumentos y reducciones de capital que acabamos de comentar.

Al pasar revista a las nuevas normas sobre sociedades anónimas, así, desde la perspectiva de la emisión de obligaciones, no puede menos de confirmarse, como al principio señalaba, la conveniencia de no cesar en el estudio de una revisión a fondo de todo el Derecho de Sociedades español, respecto de lo que es alentador que la Comisión General de Codificación haya emprendido esa tarea.

Pero también resulta deseable una regulación conjunta del fenómeno jurídico de la financiación mediante emisión de obligaciones u otros valores análogos, con independencia de quién sea su emisor, persona física o jurídica, cualquiera que sea su forma. En esa regulación cabrá ciertamente mejorar diferentes aspectos de la actual regulación, muy notoriamente el relativo a la emisión de las diferentes modalidades de obligaciones convertibles, pero, sobre todo, cabrá incrementar la claridad y con ello la seguridad jurídica, evitando la dispersión normativa que hoy a veces la hace naufragar.
