

Álvaro
Carrera
Villagrán



Universidad Pontificia de Comillas-ICADE.

LAS OBLIGACIONES: CONTROVERSIAS DE LAS OBLIGACIONES CONVERTIBLES EN ACCIONES

Derecho Mercantil 4-E Negocios

Autor: Álvaro Carrera Villagrán

Tutor: Ignacio Ramos Villar

Madrid

Abril 2014



Álvaro
Carrera
Villagrán



ÍNDICE

1. Introducción.....	9.
2. Obligaciones como medio de financiación o instrumento de obtención de recursos financieros.....	12.
2.1 Concepto, clases, régimen jurídico y documentación de las obligaciones.....	14.
2.2. Obligaciones como valores mobiliarios.....	19.
2.3. Breve diferencia entre las obligaciones y las acciones.....	20.
2.4. Emisión de obligaciones.....	22.
2.4.1. Acuerdo de emisión.....	23.
2.4.2. Límite máximo y órgano competente de emisión.....	24.
2.4.3. Contrato de emisión.....	26.
2.4.4. Garantías de la emisión.....	27.
2.4.5. Escritura y publicidad de la emisión.....	28.
2.4.6. Suscripción de las obligaciones.....	29.
3. Estatuto Jurídico del Obligacionista.....	31.
3.1. Sindicato del obligacionista. Constitución y funcionamiento.....	32.
3.2. Naturaleza y facultades del Comisario.....	33.
3.3. Asamblea del obligacionista. Convocatoria y funcionamiento.....	34.
3.4. Derechos y situación jurídica del obligacionista.....	37.
4. Obligaciones convertibles en acciones.....	39.
4.1. Concepto, modalidades y diferencias.....	40.
4.1.1. Breve referencia a la regulación en la Ley del Mercado de Valores.....	42.
4.1.2. Fundamento y diferencia con las obligaciones y las acciones.....	43.
4.2. La emisión de obligaciones convertibles.....	44.
4.2.1. La naturaleza jurídica de la conversión.....	45.



4.3. Régimen de los obligacionistas con derecho de conversión.....	46.
4.4. El conflicto generado por la exclusión del derecho de suscripción preferente por acuerdo de la Junta General relativo a accionistas y obligacionistas.....	49.
4.5. ¿Es de aplicación el régimen de prelación a los obligacionistas en el concurso?.....	52.
4.6. Conflicto de intereses entre la junta de accionistas y el sindicato de obligacionistas.	54.
5. Conclusión.....	56.
6. Bibliografía.....	60.
7. Anexo 1.....	62.



Álvaro
Carrera
Villagrán

LISTADO DE ABREVIATURAS.

Código Civil: C.C.

Ley de Sociedades de Capital: L.S.C.

Comisión Nacional del Mercado de Valores: C.N.M.V.

Ley del Mercado de Valores: L.M.V.

Dirección General del Registro y el Notariado: DRGN.

Sentencia del Tribunal Supremos: STS.

Boletín Oficial del Registro Mercantil: BORME.

Registro Mercantil: RM.

Reglamento del Registro Mercantil: RRM

Real Decreto: RD

Ley de Enjuiciamiento Civil: LEC

Sociedad de Garantía Recíproca: SGR

Artículo: Art.

Ley Concursal: LC

Tribunal de Justicia de la Unión Europea: TJUE

Código de Comercio: CCom

Ley de Sociedades Anónimas: LSA.

Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada: LSRL.

Ley de modificaciones estructurales: LME



Álvaro
Carrera
Villagrán



RESUMEN.

En este trabajo se va a llevar a cabo un desarrollo y una explicación de las obligaciones, explicando su naturaleza, función y los distintos requisitos que existen y que se deben cumplir para poder llevar a cabo la emisión. Dentro de las obligaciones, se hará una especificación en las obligaciones convertibles en acciones en sentido estricto, estudiando las distintas especificaciones, así como las distintas controversias que generan su emisión. Por último, se hará referencia a una serie de problemas que no han sido estudiados en España, pero los cuales es posible que se expliquen en un futuro.

Palabras clave: Títulos de deuda, acciones y bonos u obligaciones convertibles.

ABSTRACT.

This work out is going to take a development and an explanation of the obligations or bonds, explaining its nature, function and different requirements that exist and must be met in order to carry out the issue. Among the obligations, there will be a specification on the convertible bonds in the strict sense, studying the different specifications, and the various controversies generated issue. Finally, referring to a series of problems that have not been studied in Spain will be made, but which may be explained in the future.

Keywords: debt securities, equity, convertible bond



Álvaro
Carrera
Villagrán



1. INTRODUCCIÓN.

El tema de investigación de este trabajo que se va a desarrollar y del cual voy a trabajar, son las obligaciones y en especial las controversias y características de la emisión de obligaciones convertibles en acciones en sentido estricto. De esta manera comenzaré realizando un planteamiento general basado en las obligaciones explicando el importante labor de financiación que lleva de por sí la emisión de este tipo de títulos. De forma introductoria llevaré a cabo distinciones entre los distintos tipos de obligaciones que pueden emitirse en el mercado con sus distintas características y estableceré las distinciones que existen entre las obligaciones y las acciones así como las ventajas e inconvenientes que se establecen entre ambas. Con todo esto, entraré a explicar cuáles son los distintos requisitos que existen y los pasos que tiene que seguir una sociedad en el momento en el que va a llevar a cabo la emisión de obligaciones desde el acuerdo que tiene que existir por parte de la junta accionistas, así como la posible delegación total o parcial que puede existir a la hora de acordar la emisión de obligaciones en sí o alguno de los aspectos de la propia emisión.

En añadido se llevará a cabo una explicación del contrato de emisión de obligaciones, entre la sociedad y los obligacionistas, analizando todos los derechos y obligaciones que subyacen de este contrato, tanto para la sociedad emisora como para los obligacionistas subscriptores de dichas obligaciones y haciendo referencia a las garantías que pueden existir en favor de los obligacionistas, los cuales son meros acreedores de la sociedad, con el fin de cobrar lo prometido por la sociedad emisora. A su vez, se desarrollará el tema de la publicidad y de la seguridad jurídica del contrato de emisión, de la propia suscripción y de las garantías. A su vez, se llevará a cabo la distinción entre acciones y obligaciones.

Por otro lado, se va a llevar a cabo una exposición del Estatuto Jurídico del obligacionista, llevando a cabo la explicación de los distintos órganos que tienen cuando se va a llevar a cabo la emisión, como son el Sindicato de obligacionistas y el comisario, desarrollando todo lo relativo a la constitución, funcionamiento y convocatoria del Sindicato, y del nombramiento y las distintas



facultades que el Comisario puede llevar a cabo. A su vez se entablará una relación de los derechos del obligacionista frente a esto. Explicaré e introduciré los posibles conflictos de intereses que pueden existir entre el Sindicato de Obligacionistas y la Junta de accionistas.

Una vez que he realizado un planteamiento general de las Obligaciones, entraré a desarrollar distintos aspectos específicos y controversias de las obligaciones convertibles en acciones. Primero, planteando cuestiones generales relativas al concepto a las distintas modalidad y a las diferencias con otro tipo de obligaciones. Se hablará de la emisión de este tipo de obligaciones y del propio régimen del obligacionista con obligaciones convertibles y de la relación de conversión que pueden tener en el momento de ejercitar el derecho de conversión. Llevaré a cabo la distinción entre obligaciones, obligaciones convertibles y las propias acciones.

A partir de aquí voy a centrarme en una serie de controversias a las que se tienen que enfrentar las sociedades hoy en día cuando llevan a cabo la emisión como el conflicto generado por el derecho de suscripción preferente por acuerdo de la Junta General que afecta tanto a los accionistas y los obligacionistas que suscriben obligaciones convertibles en acciones (futuros accionistas en potencia), el cual fue resuelto en 2008 como explicaré a través de una sentencia del TJUE.

A su vez, trataré el problema de la prelación que puede existir una vez que ha sido declarado el concurso entre los obligacionistas u obligacionistas con derecho de conversión en acciones frente al resto de acreedores. Aquí se llevará a cabo una integración de las distintas normativas para aclarar un apartado de la Ley de Sociedades de Capital que no queda claro.

Introduciré a su vez una problemática poco tratada en España, relativa a los conflictos de intereses que se pueden generar entre los dos órganos que representan la voluntad, por una lado de los accionistas, es decir la junta de accionistas, y por otro lado, de los obligacionistas, es decir, el Sindicato de obligacionistas. Conforme a las distintas decisiones que puede tomar la junta de accionistas, se analizará cómo pueden afectar al Sindicato y cómo quedan desprovistos los obligacionistas de defensa frente a esto.

Por último, y como conclusión de mi trabajo, llevaré a cabo la exposición de los posibles conflictos de intereses que creo que se pueden suscitar, y por donde pienso que irá la regulación en un futuro;



Álvaro
Carrera
Villagrán

ya que hablamos de obligacionistas con obligaciones convertibles en acciones, los cuales, en potencia, son accionistas que pueden ver parte de sus intereses reflejados en la junta de accionista órgano social que marca la voluntad de la sociedad, en la cual no tienen ningún tipo de participación, únicamente sólo de mera información, pudiéndose desatar posibles conflictos como después trataré.

Por último, y desde el planteamiento personal, tengo que destacar que lo que me ha llevado a realizar el trabajo fin de grado de este tema, ha sido lo interesante que me pareció el año pasado este tipo de títulos valores como medio de financiación. La emisión de este tipo de obligaciones ha tenido mucha importancia en la actualidad. No han sido, específicamente este tipo de obligaciones, las que hoy en día han causado tantos problemas, pero sí lo han sido las obligaciones preferentes, que al fin y al cabo son un tipo de obligaciones que simplemente me dedicaré a mencionar. Este producto tuvo la oportunidad de darlo durante el tercer curso de grado, y toque dicha materia a través de dos asignaturas distintas como fueron derecho de sociedades y derecho bancario.



2. OBLIGACIONES COMO MEDIO O INSTRUMENTO DE OBTENCIÓN DE RECURSOS FINANCIEROS.

Los operadores del tráfico económico, como son las sociedades mercantiles, necesitan obtener financiación para poder desarrollar su actividad empresarial; ésta se puede alcanzar a través de dos medios: incrementando los recursos propios, es decir, acudiendo al aumento del capital social o la aportación no reintegrable por parte de sus socios a los fondos (lo cual quedaría dentro del régimen del contrato de la sociedad)-, o bien, se puede acudir al crédito, a través de la financiación externa por un tercero con obligación de restitución.

Dentro de este segundo modo de financiación, encontramos la emisión de obligaciones. Que en el derecho español, constituye una fuente de financiación externa. Conforme a nuestra legislación, sólo lo tienen permitido la sociedades anónimas, la sociedad comanditaria por acciones, la sociedad de garantía recíproca, agrupación de intereses económicos y caja de ahorros; y, lo tienen prohibido tal y como recoge el artículo 402 LSC las sociedades de responsabilidad limitada.

Los orígenes de las obligaciones, en cuanto título representativo de un empréstito, se remontan a la Edad Media, pero su empleo con carácter regular para la financiación de las sociedades mercantiles se generalizó en el siglo XIX, cuando las compañías constructoras y explotadoras del ferrocarril acudieron en masa a este modo de financiación para seguir adelante con sus proyectos.

Ello explica que en el vigente Código de Comercio de 1885 haya una breve referencia a las obligaciones en su artículo 22 y sólo realice una regulación algo más detallada (aunque todavía escasa) en relación con las obligaciones emitidas por las compañías de ferrocarriles y demás obras públicas (arts. 186, 187 y 190).

No fue hasta la Ley de Sociedades Anónimas de 1951 cuando se promulgó una regulación completa de las obligaciones emitidas por sociedades anónimas, en un modo similar a la existente en la actualidad. Dicha regulación sirvió de base para su extensión a las emisiones realizadas por otras sociedades mercantiles (arts. 124 y 125 del RRM de 14 de diciembre de 1956) y para la Ley



Álvaro
Carrera
Villagrán

de 24 de diciembre de 1964, que regulaba la emisión de obligaciones por sociedades que no hayan adoptado la forma de anónimas, asociaciones u otras personas jurídicas. Tras la promulgación de la LSRL de 1995 la posibilidad de emitir obligaciones quedó básicamente limitada a las sociedades anónimas y a las entidades de crédito (bancos, cajas de ahorro y cooperativas de crédito).

Con la normativa actualmente vigente esta cuestión se regula en el Título XI (“Las obligaciones”), que comprende los arts. 401 a 433 del Real Decreto Legislativo 1/2010. De 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, que a partir de ahora y como la he mencionado antes será L.S.C.

Las razones para acudir a este tipo de financiación externa responden a una pluralidad de factores; La emisión de obligaciones, en comparación con el aumento de capital social, no produce ningún tipo de alteración en el equilibrio accionarial existente; por otro lado, hay que tener en cuenta que los intereses que se pagan a los obligacionistas tienen un carácter fiscalmente deducible, lo cual no ocurre con los dividendos; A su vez, el riesgo de los obligacionistas es menor que el de los accionistas, ya que los primeros percibirán el interés conforme lo pactado, mientras que la percepción de dividendos por parte de los accionistas depende de los resultados de la sociedad; siempre teniendo en cuenta, que en caso de liquidación los créditos de los accionistas están subordinados a los de los obligacionistas; por último, hay que añadir la necesaria constitución del sindicato de obligacionistas, lo cual, permite a los obligacionistas poder participar en la vida social de la sociedad, teniendo en cuenta que este órgano no siempre tiene que estar de acuerdo con la junta general de accionista y la administración de la sociedad, pudiendo general posibles conflictos, de lo cual me centraré posteriormente.

Si comparamos la emisión de obligaciones con la financiación externa bancaria, debemos decir que la primera es beneficiosa respecto de la segunda debido a que la sociedad no va a ser sometida a procedimientos de evaluación de la viabilidad financiera de la sociedad y a tasas y condiciones intermediarias impuestas por la entidad de crédito. El punto a favor de esta financiación externa, es que la entidad de crédito no va a tener una influencia activa en la vida de la sociedad, lo cual sí que ocurre con los obligacionistas a través del sindicato de obligacionistas.



Por último, destacar que con el comienzo de la crisis económica, el método de financiación de las obligaciones se ha visto en aumento en detrimento de los fondos de titulización, en especial los hipotecarios; todo ello debido a la consideración como fondos propios de las obligaciones subordinadas tal y como recoge el art. 7.1 de la Ley 13/1985, desarrollado por el art. 12.1 del RD 216/2008. A esto se le añade la seguridad creada por los criterios de supervisión establecidos por el Banco de España y la CNMV en los años 2008 y 2009 a través de la Circular del Banco de España 3/2008 y circular de la CNMV 2/2009, ofreciendo las obligaciones al acreedor el respaldo patrimonial del deudor creando un instrumento financiero más seguro.

De esta manera, se puede decir que el porqué de la emisión de las obligaciones, dependerá del análisis de las distintas formas de financiación que la empresa puede encontrar para sufragar los distintos proyectos que ésta quiera encauzar, así como el propio objeto social, su continuidad, o incluso las distintas obligaciones que puede tener con otros acreedores. Así, si la sociedad no quiere llevar a cabo una alteración del equilibrio accionarial produciendo una ampliación de capital o distintas aportaciones de los socios (porque en el futuro tendrá que hacer frente al pago de dividendos o porque quiere mantener el tamaño de socios de la propia empresa) o no quiere pedir financiación externa a entidades de créditos debido a que las condiciones de endeudamiento (plazo, tipo de interés, carencia que puedan pedir...) no son beneficiosas o porque la empresa no quiere someterse a condiciones de viabilidad para la obtención del crédito; va a tener la posibilidad de llevar a cabo la emisión de obligaciones, frente a las cuales tendrá que pagar el interés y el reembolso de la aportación, pero disfrutando de las ventajas antes explicadas.

2.1 Concepto, clases, régimen jurídico y documentación de las obligaciones.

- Refiriéndonos al *concepto*, la definición legal que recoge el artículo 401 LSC, establece que “*las obligaciones son valores que reconozcan o creen una deuda de dinero a favor de quienes los suscriban*”. Se puede decir que el negocio subyacente a la obligación es una relación jurídica crediticia, ya que las obligaciones son valores emitidos en serie o en masa como consecuencia de un empréstito que ha realizado la empresa emisora y que



reconoce la existencia a su cargo de una deuda (valores no participativos, en la terminología empleada por la LMV y por el RD 1310/2005). Esta deuda es remunerada a través de un interés fijo o variable y es fraccionada en partes alícuotas, ya que, las obligaciones que pertenecen a una misma emisión han de ser iguales y forman parte de un negocio unitario que tienen el objetivo de dar a la propia sociedad una serie de medios patrimoniales produciéndose un endeudamiento de la misma.

La obligación se caracteriza por su negociabilidad y por la posibilidad de ser transmitido de forma independiente sin necesidad del consentimiento de la entidad emisora. Esto es muy beneficioso para los obligacionistas ya que son valores que se caracterizan por su liquidez. Estas características permiten que estos valores sean de fácil negociación en mercados organizados en los que las operaciones son ejecutadas en función del precio y de la cantidad.

A su vez estas obligaciones pueden estar representadas mediante títulos, tal y como se recoge en el capítulo II de la LSC del Título III; el propio artículo 412 recoge que las obligaciones pueden representarse mediante títulos o mediante anotaciones en cuenta; las representadas por medio de títulos podrán ser nominativas o al portador, los cuales gozan de fuerza ejecutiva conforme al artículo 517 LEC; los que estén representados por medio de anotaciones en cuenta se regirán por la normativa del mercado de valores y tendrán fuerza ejecutiva siempre que los registros contables de dichas anotaciones hayan expedido un certificado. Aquellas obligaciones que estén representadas por medio de título, tal y como recoge el artículo 413 LSC, tienen que ser iguales y contener:

Su designación específica como obligación, las características de la sociedad emisora y, en especial, el lugar en que ésta ha de pagar; la fecha de la escritura de emisión y la designación del notario y protocolo respectivo; el importe de la emisión, en euros; el número, valor nominal, intereses, vencimientos, primas y lotes del título, si los tuviere; garantías de la emisión; y la firma por lo menos, de un administrador. Lo que hay que tener claro, es que la anotación en cuenta como forma de representación de los títulos, es de obligada utilización en



aquellos casos en los cuales las obligaciones accederán a mercados oficiales de valores; las cuales, tal y como recoge el art. 413 LSC, se registrarán por la normativa reguladora del mercado de valores.

Hay que darle mucha importancia al 401.2 LSC, el cual recoge, “*que salvo lo establecido en las leyes especiales, los valores que reconozcan o creen una deuda emitidos por sociedad anónima quedarán sometidos al régimen establecido para las obligaciones en el presente título*”. De esta manera, el legislador incluye en el mismo régimen obligaciones las cuales pueden llevar otro tipo de denominación pero con el mismo contenido como puede ser cédula o bono.

- En cuanto a las clases o tipos de obligaciones, existen distintas clases:
 1. Según su representación, las obligaciones pueden representarse por medio de títulos o anotaciones en cuenta. Las representadas por medio de títulos podrán ser nominativas o al portador como recoge el art. 412.2 LSC.
 2. Desde su valor de suscripción, las obligaciones podrán tener adheridas una prima de emisión o una prima de reembolso, dependiendo de si el precio de suscripción es inferior o superior al valor nominal de la obligación.
 3. Conforme al artículo 404 LSC, las obligaciones se dividen en ordinarias o garantizadas, en función de que únicamente cuenten con la garantía patrimonial de la sociedad, es decir, la aplicación del artículo 1911 del Código Civil; o que cuenten con alguna garantía especial de las que recoge el artículo 404 LSC; éste realiza una enumeración no exhaustiva, se refiere a la hipoteca mobiliaria o inmobiliaria; a la prenda de valores; a la prenda sin desplazamiento; a la garantía del Estado, Comunidades Autónomas, provincia o municipio (sólo cuando las obligaciones sean emitidas por una sociedad pública); aval solidario de entidad de crédito; o con aval solidario de una sociedad de garantía recíproca (SGR.). Hay que tener en cuenta, como recoge el art. 405 LSC, que si la emisión está garantizada, se permite a la sociedad superar el límite que en principio impone el art. 405 LSC, referido a que la emisión no puede ser superior al capital social desembolsado, más 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; este



límite tendrá que ser respetado cuando la garantía sea prendaria sin desplazamiento, o se trate de un aval prestado por SGR.

4. Las obligaciones subordinadas, las cuales a efecto de prelación de créditos, se sitúan detrás de todos los acreedores comunes (tenedores de obligaciones ordinarias). Este tipo de obligaciones se emiten sobre todo en entidades de crédito, quizás, por ello sólo están reguladas en la ley 13/1985, de 25 de mayo de 1985, sobre coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros (sustancialmente modificada a través de la Ley de 1 de junio de 1992, de Recursos propios y supervisión en base consolidada de las Entidades Financieras, y por la Ley 36/2007, de 16 de Noviembre). Esta regulación permite que las entidades emisoras de este tipo de obligaciones incluyan, a efectos contables, los pasivos obtenidos por esta vía dentro de los recursos propios; maquillando así las cuentas, ya que se trata de deuda y no de recursos propios.
5. En relación con la convertibilidad de las obligaciones en acciones, podemos distinguir obligaciones simples y obligaciones convertibles en acciones.
6. Por otro lado, las obligaciones canjeables por acciones; son similares a las obligaciones convertibles en acciones; pero se diferencian en que las canjeables se canjean por acciones ya emitidas y no de nueva emisión como ocurre en las convertibles.
7. A su vez, existen las obligaciones con warrant, las cuales se sitúan en un plano similar de las anteriores, pero se diferencian, en que incorporan un derecho supletorio de suscribir o adquirir, en condiciones predeterminadas, acciones de la sociedad emisora (o de una tercera sociedad, con la que normalmente existirán vínculos de grupo), sin que se produzca conversión de las obligaciones; por ello, el ejercicio de ese derecho de opción atribuirá al obligacionista la condición añadida de accionista, sin perder la de obligacionista.
8. Por último, las obligaciones con prima (o sin prima), en función de que se devuelva (o no) al obligacionista una cantidad suplementaria (prima) en el momento del reembolso, que se añade al valor nominal de su obligación.



- En lo relativo al *régimen jurídico y la documentación de las obligaciones*, hay que destacar que se trata de un régimen complejo y confuso. El Título XI de la LSC está dedicado al régimen de las obligaciones, siguiendo lo que disponía el anterior capítulo X de la L.S.A. (el cual, en buena medida aun con varias modificaciones, adoptó el capítulo VII de la L.S.A. de 1951, que se completó con la Ley 211/1964, de 24 de diciembre, que reguló la emisión de obligaciones por las asociaciones u otras personas jurídicas). No sólo hay que tener en cuenta este título y los preceptos destinados dentro de esta Ley a las obligaciones emitidas por sociedades cotizadas (arts. 510 y 511 L.S.C), sino también es muy relevante el contenido del art. 30 ter de la L.M.V. conforme a la redacción aprobada por la disposición final 3ª de la Ley 25/2005, de 24 de noviembre, que aclara que su régimen se aplica también a las obligaciones previstas en la anteriormente L.S.A. y la Ley 211/1964. Estas disposiciones regulan la emisión de obligaciones que van a ser objeto de una oferta pública de venta o de admisión a negociación en un mercado secundario oficial; a la entidad emisora se le exige que elabore un folleto de emisión que supervisa la C.N.M.V., al tiempo que quedan sometidas al régimen del mercado de valores. En estos casos no será necesario el requisito de escritura pública para la emisión de las obligaciones y tampoco será necesaria la inscripción de la emisión ni de los demás actos relativos a ella en el Registro Mercantil ni su publicación en el Boletín Oficial del Registro Mercantil. A este tipo de régimen especial, no estarán sometidos lo que se denomina como valores participativos, es decir, las acciones y todos aquellos valores que confieran el derecho de adquirir acciones o valores equivalentes a las acciones, de forma que no afecta a las obligaciones convertibles ni a las canjeables.¹

De esta manera cuando la emisión va a ser suscrita por el público en general, se tendrán que seguir, en primer lugar, las normas de la L.M.V., de forma subsidiaria, las normas de la L.S.C., cuando la

¹ IBÁÑEZ JIMÉNEZ, JAVIER (coordinador), “*Fundamentos de Derecho Empresarial*”, Aranzadi, Pamplona, 2013, Tomo II, pp.343-347.



emisora sea una sociedad anónima, o la Ley 211/1964, de 24 de diciembre, si la emisión se efectúa por otra persona jurídica de distinta naturaleza, como pueden ser el Estado y los Entes públicos.

Como he explicado antes, en lo relativo a la documentación de las obligaciones, tradicionalmente las obligaciones se incorporaban a títulos, que recibían la calificación de títulos-valores y más concretamente de valores mobiliarios. En la actualidad esto no siempre es así, ya que las obligaciones pueden representarse, en principio, por medio de títulos o de anotaciones en cuenta (art. 5 L.M.V. y art. 412.1 L.S.C.). Esta última modalidad es la en la actualidad más se utiliza, las cuales se registrarán por la normativa del mercado de valores (art. 412.3 L.S.C.). Cuando las obligaciones pretendan ser admitidas a cotización en Bolsa, necesariamente habrán de representarse por medio de anotaciones en cuenta (art. 29 del R.D. 116/1992, de 14 de febrero; sobre el régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta).²

2.2. Obligaciones como valores mobiliarios.

Las obligaciones como hemos destacado son, a la vez, partes alícuotas de un crédito y valores mobiliarios representativos, ya que, partimos de la base que la obligaciones son valores negociables que tienen una naturaleza transmisible y circulante. Pero no sólo entendemos la obligación como valor mobiliario transmisible circulante, sino que lo que hay que destacar es su capacidad para generar mercados organizados de valores en los que las transacciones se realizan en atención exclusiva a variables económicas como son el precio y la cantidad, y sin tener en cuenta las características subjetivas o personales de los contratantes. Como hemos mencionado, las grandes empresas utilizan las obligaciones como medio o instrumento de financiación las cuales operan en mercados de valores; esto, tiene como consecuencia la prevalencia absoluta de

² URÍA, R., MENÉNDEZ, A. (coordinadores), “*Curso de Derecho Mercantil*”, Civitas Ediciones, Madrid, 2006, 2ª Edición, Derecho de sociedades, capítulo 38, pp. 1063-1066.



las anotaciones en cuenta en los modernos mercados financieros y el carácter absolutamente marginal del tradicional soporte documental o cartular.³

2.3. Breve diferencia entre las obligaciones y las acciones.

Las obligaciones y las acciones tienen características y rasgos comunes, pero a la vez son bastante claras las diferencias. Los caracteres compartidos residen en la representación de las obligaciones y de las acciones, es decir, títulos y anotaciones en cuenta y en algunos aspectos de su régimen de emisión, transmisión y admisión a negociación en un mercado secundario organizado. Además, es de destacar, que el obligacionista goza de ciertos derechos de naturaleza societaria que aproximan su posición jurídica a la de un accionista, como son, por ejemplo, la intervención en acuerdos de ampliación y reducción de capital, emisión de nuevas obligaciones o, en sede de obligaciones convertibles, el derecho de suscripción preferente sobre las acciones de la entidad.

Pese a las similitudes hay que señalar las diferencias entre ambos institutos. Primero, hay que destacar que el estatuto jurídico por el que se rigen es diferenciado; la acción es una parte alícuota, la cual atribuye al titular derechos corporativos o de socios, de esta manera la condición de accionista está sometido al contrato de sociedad y a las normas imperativas de la forma social de la entidad emisora. Sin embargo, las obligaciones son partes alícuotas de un crédito y confieren a su titular los derechos y deberes propios de un obligacionista. Los obligacionistas están sujetos al régimen recogido en el título XI de la L.S.C. y demás normas concordantes. Por otro lado la obligación nace para ser amortizada fatalmente; la acción no. Por otro lado, la obligación concede un simple interés, independientemente de los resultados prósperos o adversos de cada ejercicio social de la entidad emisora; sin embargo, la acciones da derecho a un dividendo variable que siempre va a depender de los resultados económicos teniendo en cuenta los vaivenes que puede

³ IBÁÑEZ JIMÉNEZ, JAVIER (coordinador), *“Fundamentos de Derecho Empresarial”*, Aranzadi, Pamplona, 2013, Tomo II, pp.350-352.



tener la sociedad. Aun así , hay que hacer referencia a los denominados valores híbridos que se construyen con elementos o rasgos propios de ambas fórmulas de financiación; así, y al margen de la existencia de acciones privilegiadas que atribuyen por principio un dividendo fijo (como ocurre, significativamente, con las acciones sin voto) o de acciones que nacen con la característica de ser amortizables (como las acciones rescatables), existen algunas modalidades de empréstitos que incorporan a las obligaciones elementos o atributos característicos de las acciones, como son las obligaciones con participación en beneficio, que permiten el tránsito entre ambas categorías de valores (como son las obligaciones convertibles en acciones en las que me centrare después) o que atribuyen al obligacionista la posibilidad de hacerse con valores de participación social sin renunciar a su posición acreedora fundamental, como ocurre con las obligaciones con warrant o derecho de suscripción preferente tal y como hemos mencionado antes.

Una vez enladrada dicha diferencia lo que cabe plantearnos es si cabe la posibilidad que los accionistas de la sociedad puedan convertirse en acreedores igualando su estatuto jurídico con los obligacionistas, y por tanto formando parte del pasivo de la sociedad. En un principio, y en una situación de normalidad de la sociedad, hay que decir que no cabe esta posibilidad, a menos que el propio accionista suscriba obligaciones emitidas por la propia sociedad. El accionista, como socio de la propia sociedad, forma parte del contrato social de esta, llevando consigo los distintos derechos y obligaciones que tiene un socio en la sociedad. Consecuencia de lo que hemos explicado antes, los socios son dueños de la sociedad; ellos tienen derecho a su dividendo y conservan los distintos derechos como el derecho de asistencia a junta, el derecho de información, el derecho de voto, entre otros. El problema deviene en el momento en el que la sociedad entra en una situación de insolvencia actual e inminente y se lleva a cabo la declaración del concurso. En la propia Ley Concursal, ley 22/2003, de 9 de julio, *de Ordenación Económica-Concursos*, se recoge en el capítulo II de determinación de masas, en la Sección 3ª, la propia clasificación de los créditos del concurso, y por tanto, la determinación de la masa activa. En la clasificación de los créditos, en el artículo 89, encontramos que estos se pueden clasificar en privilegiados, ordinarios y subordinados. Dentro del propio artículo 92, en el cual se recogen los créditos subordinados; dentro de este, se establecen los propios socios, en el momento de la declaración del concurso; de esta manera, el estatuto jurídico por el que se rige el socio cambia, debido a que ya no forma parte



del contrato social de la empresa, sino, que automáticamente, en el momento en el que el concurso es declarado, y se está tramitando la fase común, donde se va a llevar a cabo el inventario con la lista de acreedores, los socios de la empresa se colocan al final de la lista de acreedores (incluso los obligacionistas tenedores de obligaciones preferentes, estarían por encima de estos); de tal manera, que si la sociedad tiene algún tipo de obligación frente a éstos, éstos van a ser los últimos en cobrar, si cobran.

2.4.Emisión de obligaciones.

Tratando las características generales de la emisión de las obligaciones; hay que destacar que el legislador, con el fin de proteger los intereses de los obligacionistas ha fijado un régimen de emisión que ofrezca las suficientes garantías; desde el punto de vista de la organización de la sociedad, hay que tener claro que la emisión de obligaciones es un acto singular con especial relevancia debido a la influencia que tiene en el patrimonio social. Esta emisión, no supone una modificación de los propios estatutos sociales, pero, aun así, el legislador ha preferido que la aprobación de ésta se lleve a cabo como si se tratara de una modificación (arts. 194 y 201 LSC).

La emisión es el resultado de un proceso que se inicia con el acuerdo de la sociedad de emitir obligaciones, el cual se realiza elevándolo a público por medio de escritura ante notario, y que es inscrito en el Registro Mercantil, y culmina con la suscripción de las obligaciones y entrega de títulos o valores.⁴

⁴ SÁNCHEZ CALERO-J.SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, FERNANDO: *“Instituciones de Derecho Mercantil”*, Aranzadi, 2010, 33ª Edición, Capítulo 35, las obligaciones, pp. 835-837.



2.4.1. Acuerdo de emisión.

Como he adelantado antes, el acuerdo de emisión deberá ser adoptado por la Junta general con el quórum de constitución reforzado del artículo 194 (es decir, la modificación de estatutos sociales) y con la mayoría exigida que se recoge en el artículo 201 L.S.C.; el órgano de administración de la sociedad en ningún caso es competente para acordar de forma autónoma la emisión de obligaciones. Pero, al igual que ocurre en el aumento de capital, la Junta general podrá acordar la emisión de obligaciones y dejar a los administradores aspectos secundarios de la ejecución del acuerdo, como puede ser el momento de puesta en circulación,... Pero también la Junta podrá acordar autorizar a los administradores para que sean ellos los que acuerden la emisión de obligaciones, si lo creen oportuno y conveniente. En tal caso, la Junta general en el acuerdo de delegación ha de expresar un determinado límite a esa emisión de obligaciones (art. 319 del R.R.M.), pudiendo los administradores hacer uso de esta facultad delegada, en una o varias veces, dentro del plazo máximo de cinco años (art. 319.2 del R.R.M.).⁵ De esta manera se puede ver que por mucho que la política de endeudamiento de la sociedad forme parte de la gestión y administración de la empresa, el legislador no permite, a falta de autorización, que esta competencia sea llevada a cabo por los administradores sociales

A su vez, el acuerdo de emisión debe contener, al menos, la creación de las obligaciones, el importe, los límites cuantitativos y temporales, las condiciones y, en su caso, las garantías especiales de la emisión. La delegación de la facultad de adoptar las emisiones de obligaciones por parte del órgano de administración, no pueden superar el plazo de cinco años, debe constar en escritura pública y ser inscrita en el Registro Mercantil, tal y como se ha explicado.

⁵ SÁNCHEZ CALERO-J.SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, FERNANDO: “*Instituciones de Derecho Mercantil*”, Aranzadi, 2010, 33ª Edición, Capítulo 35, las obligaciones, pp. 836.



2.4.2. Límite máximo y órgano competente de la emisión.

En cuanto al órgano competente de la emisión de obligaciones, tal y como recoge el artículo 406 L.S.C., la competencia es de la junta general de accionistas; de esta manera, el artículo dispone “*las condiciones de cada emisión, así como la capacidad de la sociedad para formalizarlas, cuando no hayan sido reguladas por la ley, se someterán a las cláusulas contenidas en los estatutos sociales, y a los acuerdos adoptados por la junta general con el quórum de constitución establecido en el artículo 194 y con la mayoría exigida en el apartado segundo del artículo 201*”; es decir, que es el quórum exigido con carácter general para los acuerdos de modificación de estatutos, tal y como he explicado.

El límite máximo de dicha emisión está recogido en el artículo 405 L.S.C. de forma imperativa; el límite cuantitativo general al importe total de las obligaciones emitidas y emisibles es la cifra de capital desembolsado, más las reservas que figuren en el último balance aprobado y las cuentas de regularización y actualización de balances que hayan sido aceptadas por el Ministerio de Economía y Hacienda; la idea de esta norma es clara, ya que no pueden existir más recursos ajenos que propios, de tal manera que el cociente del ratio de recursos ajenos entre recursos propios tiene que ser mayor o igual que uno, no pueden existir más obligaciones que acciones. A su vez, es importante destacar que a los efectos del límite cuantitativo general no se computa sólo el importe de una emisión individual, sino el importe pendiente de amortización de todas las emisiones vigente (incluidas las emisiones exceptuadas del límite cuantitativo general) más el importe de la emisión que se pretende acordar; esto es comprensible ya que si no sería fácil no superar el límite sino se tiene la totalidad de las emisiones en cuenta.⁶

La principal excepción a este límite, está recogida en el apartado 2 del mencionado artículo, en la cual la entidad emisora constituye garantías especiales con el fin de asegurar los compromisos de

⁶ IBÁÑEZ JIMÉNEZ, JAVIER (coordinador), “*Fundamentos de Derecho Empresarial*”, Aranzadi, Pamplona, 2013, 2ª edición, Tomo II, pp.353-355



pago que tiene con los obligacionistas. Las garantías aceptadas por la L.S.C. son la hipoteca mobiliaria e inmobiliaria, prenda de valores, garantía del Estado, comunidad autónoma, provincia o municipio y aval solidario de banco o caja de ahorros.

Este límite ha sido muy cuestionado por parte de la doctrina ya que su justificación es más que dudosa; en primer lugar, desde el punto de vista de la tutela de los acreedores, el límite no representa ninguna garantía jurídica real y tampoco condiciona la disposición de la entidad emisora sobre sus bienes ni impide que puedan ser entregados en garantía por ésta; en segundo lugar, como indicación de la solvencia, no tiene utilidad, ya que las posibilidades de cobro de los obligacionistas y de los acreedores sociales en general depende mucho más de los recursos que vaya generando la sociedad en su actividad empresarial que del importe del capital y las reservas en el momento de la emisión, considerando además que este importe no queda afecto de ninguna forma al reembolso de las obligaciones y compromete la libertad de cada sociedad de optar libremente por la estructura financiera que considere más conveniente.⁷

Son seguramente razones de ésta naturaleza las que han llevado al legislador a excepcionar de dicho límite de emisión a las sociedades anónimas cotizadas tal y cómo se recoge en el artículo 30 quáter, y por tanto, pueden emitir obligaciones en la cuantía que estimen conveniente. Y es que las sociedades bursátiles son las más propensas a servirse de las obligaciones como instrumento de financiación, están sujetas a un extenso régimen de publicidad y transparencia, que debe permitir a los inversores que puedan valorar debidamente los eventuales riesgos económicos de cualquier emisión.⁸

⁷ URÍA, R., MENÉNDEZ, A. (coordinadores), *“Curso de Derecho Mercantil”*, Civitas Ediciones, Madrid, 2006, 2ª Edición, Derecho de sociedades, capítulo 38, pp. 1069-1071

⁸ IBÁÑEZ JIMÉNEZ, JAVIER (coordinador), *“Fundamentos de Derecho Empresarial”*, Aranzadi, Pamplona, 2013, 2ª edición, Tomo II, pp.353-355.



2.4.3. *Contrato de emisión.*

La L.S.C. confiere a la emisión de obligaciones un marcado carácter contractual, ya que el propio artículo 403 al final habla del otorgamiento del contrato de emisión en nombre de los futuros obligacionistas. Así, una vez adoptado el acuerdo de emisión por la junta general de accionistas o, en su caso, por el órgano de administración, la ley, ha instituido obligatoriamente la figura del comisario como figura de conexión entre la sociedad emisora y el sindicato, órgano que va a tutelar y va a atender todos los derechos y peticiones de los obligacionistas.

En el sistema de nuestra Ley, debe estimarse que el contrato de emisión es un contrato de naturaleza y características propias y especiales, por virtud del cual la sociedad se obliga a crear y entregar las obligaciones en las condiciones fijadas en la escritura, a pagar los intereses y a amortizar los valores en su día, mientras que el comisario, en nombre de los futuros obligacionistas, acepta esas condiciones; hay que entender, que el comisario actúa en nombre de las personas que no le han otorgado poder; de esta manera, el negocio jurídico otorgado por la sociedad queda en suspenso y subordinado a la *conditio iuris* de la ratificación, que se producirá con la suscripción de los valores por cada obligacionista singular. Conforme se produce la suscripción se producirá la ratificación del contrato, y como consecuencia la adhesión al sindicato de obligacionistas.

En añadido, es importante saber que el contrato de emisión puede ser anterior o posterior al acuerdo de emisión mediante el cual se crean las obligaciones con la mención de las características y requisitos ya mencionados.

Formalmente sólo existe un contrato de emisión, el cual tiene un contenido obligacional común y uniforme, el cual van ratificando los obligacionistas quienes ocupan jurídicamente una posición acreedora distinta e independiente frente a la sociedad. A pesar de esta posición distinta, como más adelante explicaré, sólo existirá una asociación, el sindicato de los obligacionistas, que lleve a cabo la defensa de los intereses de los obligacionistas, la cual pueda incidir sobre el contenido y el ejercicio de los derechos individuales de los suscriptores de las obligaciones.



En todo caso, tiene que quedar claro que, ratificado el contrato, la sociedad ya queda obligada con el obligacionista a cumplir el contrato de emisión en todas sus partes, debiendo entregarle valores correspondientes a cambio de su importe, bien al tiempo de la suscripción, bien en momento posterior, pero siempre después de que haya sido inscrita la escritura de emisión en los registros correspondientes.⁹

2.4.4. Garantías de la emisión.

El legislador, ha previsto que (como he mencionado antes), sin perjuicio de la garantía de responsabilidad patrimonial universal, la entidad emisora pueda prestar garantías especiales para asegurar las obligaciones emitidas. Las garantías especiales recogidas no forman un *numerus clausus*, de tal manera que sería posible constituir otro tipo de garantías; así, el artículo 404 L.S.C. enumera una serie de garantías de naturaleza real y personal, entre las que se encuentran la hipoteca mobiliaria e inmobiliaria, prenda de valores, prenda sin desplazamiento, garantía del Estado, comunidad autónoma, provincia o municipio, o aval solidario de banco, caja de ahorros o sociedad de garantía recíproca.

Por supuesto, como he mencionado antes, la existencia de estas garantías especiales, no impiden que la sociedad emisora responda del cumplimiento de sus obligaciones con todo su patrimonio presente y futuro. En relación con las garantías, a efecto de prelación para la situación en la que existan distintas emisiones, el artículo 410 L.S.C. establece que las primeras emisiones gozarán de prelación frente a las posteriores por lo que se refiere al patrimonio libre de la sociedad emisora, cualesquiera que hubieren sido las variaciones posteriores de capital.

⁹ URÍA, R., MENÉNDEZ, A. (coordinadores), “*Curso de Derecho Mercantil*”, Civitas Ediciones, Madrid, 2006, 2ª Edición, Derecho de sociedades, capítulo 38, pp. 1071-1072.



2.4.5. Escritura y publicidad de la emisión.

El acuerdo de emisión se formalizará por medio de escritura pública, que ha de contener los datos sobre la sociedad emisora, su capital social o la cifra de valoración de sus bienes, las condiciones de la emisión (importe total de ella, fecha en que deba abrirse la suscripción y el plazo para su realización, el valor nominal, intereses, vencimiento, primas, y lotes de las obligaciones, si los tuviere, las garantías de la emisión, etc.), es decir tiene que contener toda la información en favor de la mayor transparencia posible.

Cuando se trate de emisión de obligaciones por parte de sociedades anónimas, necesariamente la escritura pública habrá de contener, además de las circunstancias anteriores apuntadas, las reglas fundamentales que hayan de regir las relaciones jurídicas entre la sociedad y el sindicato y las características de ésta (art.407 L.S.C. y art. 310 del R.R.M.).

Este acuerdo habrá de inscribirse en el Registro Mercantil y también en los demás Registros en los que sea necesario por la existencia de garantías especiales (esto es, en el Registro de la Propiedad o en el de prenda sin desplazamiento, dependiendo de la garantía que se trate). Estas inscripciones tienen que ser realizadas antes de poner en circulación los títulos (art.407.2 L.S.C. y art. 1 de la Ley 24 de diciembre de 1964).¹⁰

¹⁰ SÁNCHEZ CALERO-J.SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, FERNANDO: “*Instituciones de Derecho Mercantil*”, Aranzadi, 2010, 33ª Edición, Capítulo 35, las obligaciones, pp. 835-837.



2.4.6. Suscripción de las obligaciones.

La suscripción de la obligación puede considerarse como una declaración de voluntad dirigida a la sociedad tendente a la adquisición de la condición de obligacionista, mediante su adhesión al contrato de emisión. Se realiza en un período fijado por la propia sociedad, que como hemos visto antes debe estar dentro de la escritura publicada formalizada.

Como ya mencionamos, el contrato de emisión se trata de un contrato de adhesión único, y por ello los suscriptores no pueden alterar en el momento de la suscripción las condiciones fijadas por la escritura de emisión, sino que habrán de adherirse a ellas pura y simplemente, ya que la suscripción lleva consigo la conversión del suscriptor en obligacionista, la ratificación plena del contrato de emisión y su adhesión al Sindicato de obligacionistas (art. 409 L.S.C.); siempre teniendo en cuenta como mencionamos, que aunque el contrato sea único, la condición de obligacionista es independiente entre los distintos suscriptores.

Una vez que las suscripciones se han agotado o que el plazo para llevar a cabo la suscripción ha expirado, se hará constar en el Registro Mercantil, en virtud de acta notarial, la suscripción total de las obligaciones o el importe efectivamente suscrito (art. 311 del R.R.M.), en cuanto que este artículo prevé –como en el caso de aumento de capital- la suscripción incompleta. La Ley, sin embargo, parece retrasar la adquisición de la condición de obligacionista, al menos a los efectos de su integración en el Sindicato, hasta el momento en que los adquirentes de obligaciones “vayan recibiendo los títulos o practicándose las anotaciones” (cfr. Art. 419 L.S.C.). Sin embargo, ha de estimarse que la condición de obligacionista surge en el momento de la suscripción de las obligaciones.

Una vez suscritas las obligaciones, el obligacionista deberá entregar el importe del desembolso, que puede ser total o parcial. Por otro lado, la sociedad queda obligada a entregar al obligacionista



Álvaro
Carrera
Villagrán

los títulos o a practicar las anotaciones en cuenta, según los casos, y al cumplimiento de las obligaciones asumidas frente a él en la forma establecida en la emisión.¹¹

¹¹ SÁNCHEZ CALERO-J.SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, FERNANDO: *“Instituciones de Derecho Mercantil”*, Aranzadi, 2010, 33ª Edición, Capítulo 35, las obligaciones, pp. 836-837



3. ESTATUTO JURÍDICO DEL OBLIGACIONISTA.

La multitud de obligacionistas que puede poseer obligaciones de una sociedad en un momento determinado, la complejidad de sus relaciones con la sociedad, así como la convivencia de unificar y de organizar debidamente sus relaciones con la sociedad misma, explican una serie de mecanismos y derechos que la ley exige en protección y a favor del obligacionista, con el fin, de que su posición minoritaria frente a la superioridad de la sociedad emisora no vea menoscabada sus derechos y se produzca una indefensión en perjuicio del obligacionista. Así y de forma específica la Ley ha previsto la existencia de un órgano de representación y relación con la sociedad (Comisario), y la de un órgano de deliberación y defensa de los obligacionistas (Sindicato de obligacionistas). Son órganos necesarios cuando se trata de la emisión de obligaciones anónimas; son de dudosa creación cuando éstas emiten en el extranjero fuera del ámbito de la legislación española como veremos en el punto tercero.¹²

3.1. Sindicato de Obligacionistas. Constitución y funcionamiento.

Es el capítulo IV del título XI de la L.S.C el que regula la normativa relativa al sindicato de obligacionistas. Esta ley establece de forma imperativa la constitución del Sindicato de obligacionistas, el cual es un órgano que tiene como finalidad la defensa de los obligacionistas; éste va a estar formado por todos los suscriptores de las obligaciones y se considera constituido desde el momento en el que ha quedado inscrito en el Registro Mercantil la escritura de emisión de obligaciones y queda integrado por todos los suscriptores de las obligaciones a medida que van suscribiendo los títulos. Como mencionamos anteriormente, la adscripción a este órgano por parte

¹² BROSETA PONT, MANUEL, “*Manual de Derecho Mercantil*”, Tecnos, 2013, Madrid, 20 Edición, Capítulo 19, la emisión de obligaciones, pp. 535-536.



de los suscriptores se produce de forma automática o *ministerio legis* desde que se lleva ésta. Sin embargo, aunque la Ley no diga nada, en las obligaciones admitidas a un mercado secundario oficial, se prevé que el sindicato de obligacionistas queda constituido con la aprobación y registro del folleto informativo de emisión en la CNMV.¹³

Este órgano forma una organización compuesta por una Asamblea general como órgano deliberante (semejante en cierto sentido a la Junta General de la sociedad anónima) y un comisario que presidirá la Asamblea y es intermediario entre el Sindicato y la sociedad, el cual es órgano de gestión y administración.

Cada emisión requiere la constitución de su propio sindicato (v. Res. DGRN de 17 de enero de 1956). Tal y como recoge el artículo 420 L.S.C., los gastos que ocasione el funcionamiento del Sindicato correrán a cargo de la sociedad emisora sin que puedan superar el 2 por 100 de los intereses anuales devengados por las obligaciones.

La duración del Sindicato es paralela a la existencia de las obligaciones, en tanto existan en circulación al menos dos obligaciones emitidas por la misma serie, y aunque la voluntad de los obligacionistas sea poner término a la asociación (STS 3 de marzo de 1984).

3.2. Naturaleza y facultades del comisario.

Como he introducido antes, el comisario es análogo a la figura del órgano de administración en una sociedad, ya que va a ser el encargado de llevar a cabo la administración y la gestión del Sindicato de obligacionistas, intermediario entre la sociedad y los propios obligacionistas. Puede o no ser obligacionista; tal y como recoge el artículo 427 L.S.C. el comisario será presidente del Sindicato, y tendrá las facultades que se le hayan conferido a través de la escritura de emisión y

¹³ IBÁÑEZ JIMÉNEZ, JAVIER (coordinador), *Fundamentos de Derecho Empresarial*, Aranzadi, Pamplona, 2013, 2ª edición, Tomo II, pp.358-359.



las que le atribuya la propia asamblea; tendrá la representación legal del Sindicato y ejercerá las acciones que a éste correspondan.¹⁴

Como órgano de relación entre la sociedad y el sindicato, puede incluso asistir con voz y sin voto a las deliberaciones de la Junta general de la sociedad; de esta manera informará a ésta de los acuerdos y deliberaciones del Sindicato y requerirá los informes que interesen a éstos. Este derecho de asistir a la Junta no podrá ser suprimido ni restringido en ningún caso, y su derecho de información (examen de los libros de la sociedad) no sólo puede ejercitarse durante la reunión de la Junta General, sino también en cualquier otro momento de la vida social.¹⁵

La designación del primer comisario debe efectuarse por la entidad emisora en la escritura o folleto informativo de emisión de obligaciones y su nombramiento debe ser inscrito en el Registro Mercantil o registrado en la CNMV. La asamblea de obligacionistas debe, en su primera reunión, confirmar el nombramiento del comisario o proceder a su destitución por otro candidato.

Entre las facultades legales del comisario está el otorgamiento del contrato de emisión en nombre de los futuros obligacionistas como ya vimos, siempre que éstos le otorguen poder, porque si no, no tendría ninguna eficacia. Además, tiene potestad para aceptar y ejecutar las garantías especiales y tutelar los intereses de los obligacionistas. A su vez, si la emisión no está garantizada, el comisario tiene derecho a examinar los libros de la entidad emisora además de acudir sin voto pero con voz a las reuniones del órgano de administración. Lo que ocurre es que el nuevo redactado del segundo apartado del art. 428.1 L.S.C., introducido por la Ley 9/2012, establece que lo anterior no será de aplicación a las sociedades que puedan superar legalmente el límite establecido en el artículo 405.1 sin necesidad de prestar las garantías previstas en el artículo 405.2, salvo que se tratara de una entidad de crédito participada por el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria en cuyo supuesto las funciones de comisario serán asumidas por esta institución. Tendrá que

¹⁴ http://www.fernandodiezestella.com/derecho_mercantil_1/tema_17.pdf, (24 de febrero de 2014).

¹⁵ URÍA, R., MENÉNDEZ, A. (coordinadores), “*Curso de Derecho Mercantil*”, Civitas Ediciones, Madrid, 2006, 2ª Edición, Derecho de sociedades, capítulo 38, pp. 1075-1077.



presenciar también los sorteos que hubieren de celebrarse, tanto para la adjudicación como para la amortización de los títulos, y vigilar el pago de los intereses y del principal.

Una facultad muy importante, es la que tiene el comisario en los casos en los que la entidad emisora se retrase en más de seis meses en el pago de intereses vencidos en la amortización del principal, el comisario puede proponer al órgano de administración la suspensión de todos o algunos de los administradores y en su caso de negativa, convocar la junta general de accionistas de la entidad emisora para que adopte las medidas oportunas, se trata de una facultad bastante extraordinaria como se puede ver.¹⁶

3.3.Asamblea del obligacionista. Convocatoria y funcionamiento y derecho de asistencia.

La asamblea del obligacionista es un órgano análogo a la Junta de accionistas en la sociedad, de tal manera es el órgano que dispone y toma las decisiones en las materias que afectan a los intereses comunes de los asociados. Por tanto, es la formación donde van a recaer la voluntad del Sindicato.

En relación con la convocatoria de la asamblea, tal y como aparece en el art.422 L.S.C., ésta podrá ser convocada por los administradores de la sociedad o por el comisario. En esta reunión la Asamblea deberá aprobar o censurar la gestión del propio Comisario, confirmarle en su cargo o designar la persona que ha de sustituirle y establecer el Reglamento interno del Sindicato, ajustándose, en lo previsto, al régimen determinado en la escritura de emisión (art. 421 L.S.C., aplicable en buena parte al caso de emisión por entidad que no sea sociedad anónima, arts. 10 y 12

¹⁶IBÁÑEZ JIMÉNEZ, JAVIER (coordinador), *“Fundamentos de Derecho Empresarial”*, Aranzadi, Pamplona, 2013, 2ª edición, Tomo II, pp.360-361.



de la Ley de 1964). Además los administradores de la sociedad podrán asistir a las reuniones de la Asamblea aunque no hubieran sido convocados.¹⁷

Además el propio artículo establece que el comisario tiene la obligación de convocarla siempre que lo soliciten los obligacionistas que representen al menos una vigésima parte de las obligaciones emitidas y no amortizadas. La L.S.C. no establece ningún plazo en el que se deba convocar la asamblea a solicitud de los obligacionistas ni tampoco la sanción para el comisario en caso de incumplimiento. El art. 423 L.S.C., de forma general, no establece ninguna forma específica de convocatoria, sino que sólo exige que se haga en forma que asegure todo su conocimiento por los obligacionistas; a menos que, como recoge el apartado 2, se trate de *asuntos relativos a la modificación de las condiciones del préstamo u otros de trascendencia análoga*, en este caso, deberá ser convocada en la forma establecida en esta ley para la junta general de accionistas, es decir, la convocatoria deberá ser publicada en el BORME y en uno de los diarios de mayor circulación de la provincia en la que se encuentre ubicado el domicilio social de la entidad emisora con quince días de antelación. En primera convocatoria la asamblea de obligacionistas quedará válidamente constituida cuando concurran a ella los tenedores que representen al menos dos terceras partes de las obligaciones pendientes de amortización. En el caso de que la asamblea no alcance el quórum necesario en primera convocatoria, la L.S.C. indica que los acuerdos podrán ser adoptados en segunda convocatoria por mayoría absoluta de los asistentes (entendemos que sin requisito de quórum) en una asamblea que tenga lugar después de su reunión.¹⁸

En relación con las facultades de la asamblea, entre los poderes listados en la L.S.C. hay que destacar la modificación de las garantías constituidas en la emisión, la destitución o nombramiento del comisario, el ejercicio de las acciones judiciales oportunas, la aprobación de los gastos comunes ocasionados por la defensa de los intereses comunes, la aprobación de fusión, escisión,

¹⁷ SÁNCHEZ CALERO-J.SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, FERNANDO: “*Instituciones de Derecho Mercantil*”, Aranzadi, 2010, 33ª Edición, Capítulo 35, las obligaciones, pp. 843-844.

¹⁸ URÍA, R., MENÉNDEZ, A. (coordinadores), “*Curso de Derecho Mercantil*”, Civitas Ediciones, Madrid, 2006, 2ª Edición, Derecho de sociedades, capítulo 38, pp. 1077-1079.



reducción de capital social y reducción del importe de las reservas de la entidad emisora, cuando, como consecuencia de dicha reducción, se disminuya la proporción inicial entre la suma de las reservas y la cuantía de las obligaciones pendientes de amortización.¹⁹

Con todo esto, las atribuciones de la asamblea no son ilimitadas: no puede imponer a los obligacionistas la conversión de las obligaciones en acciones (sería necesario para ello el consentimiento de los obligacionistas afectados, ya sean tenedores de obligaciones convertibles o de obligaciones ordinarias); por otro lado, tampoco pueden crear desigualdades entre los obligacionistas de una misma emisión, ya que la igualdad de los valores es un principio de derecho necesario; y, por último, carece de competencia igualmente para renunciar total y definitivamente al interés o reembolso del principal o a la ejecución de las garantías, porque se trata de derechos sustanciales del acreedor de los que no puede disponerse a través de un simple acuerdo mayoritario.

Por otro lado, el derecho de asistencia a la asamblea corresponde a los *obligacionistas, al comisario y a los administradores de la entidad emisora, incluso cuando no hubiesen sido convocados*. Los obligacionistas pueden ejercitar sus derechos de voz y voto. La regla para aprobar los acuerdos será la mayoría absoluta, y dichos acuerdos serán vinculantes para todos los obligacionistas, disidentes y no disidentes. La impugnación de dichos acuerdos, va a seguir las mismas reglas de impugnación que se fijan en el art. 204 L.S.C., es decir, contrario a la ley, se opongan contra los estatutos o lesionen el interés social en beneficio de uno o varios socios o de terceros. De forma analógica, cuando se habla de estatutos, en el caso de los obligacionistas, entendemos que se refiere al reglamento del sindicato de obligacionistas. Cuando hace referencia al interés social, no queda claro si se refiere al interés social de la entidad emisora o al del sindicato, ya que no tienen por qué ser coincidentes.²⁰

¹⁹ IBÁÑEZ JIMÉNEZ, JAVIER (coordinador), *“Fundamentos de Derecho Empresarial”*, Aranzadi, Pamplona, 2013, 2ª edición, Tomo II, pp.360-361.

²⁰ IBÁÑEZ JIMÉNEZ, JAVIER (coordinador), *“Fundamentos de Derecho Empresarial”*, Aranzadi, Pamplona, 2013, 2ª edición, Tomo II, pp.360-361.



3.4.Derechos y situación jurídica del obligacionista.

En la escritura de emisión, consta la situación jurídica del obligacionista frente a la sociedad, tanto individualmente como siendo miembro de la asociación de defensa o Sindicato de obligacionistas. Tal y como recoge el art. 426 L.S.C., las acciones judiciales o extrajudiciales que correspondan a los obligacionistas podrán ser ejercitadas individual o separadamente cuando no contradigan los acuerdos del sindicato, dentro de su competencia y sean compatibles con las facultades que al mismo se hubiesen conferido.

Los principales derechos del obligacionista son: el derecho a los intereses y el derecho a la amortización de las obligaciones.

Derecho a los intereses.

Como mencione en la introducción de este trabajo, las obligaciones se caracterizan por la percepción de intereses y la amortización y devolución del dinero invertido en ellas en el plazo que se haya pactado; en lo relativo a los intereses, el obligacionista tiene derecho a obtener éstos conforme a las condiciones fijadas en la escritura de emisión.

También tiene derecho a la percepción de lotes, primas o premios en la forma fijada en la escritura de emisión (v. art. 407.1 L.S.C.). La demora en el pago de los intereses por más de seis meses permite al Comisario proponer al Consejo de Administración la destitución de cualquiera de los administradores y convocar la Junta General de accionistas, si aquéllos no lo hicieren cuando estime que deben ser sustituidos (art. 428 L.S.C.), y también someter a la Asamblea general de obligacionistas la ejecución de las garantías especiales (si existiesen) para el pago del principal con los intereses vencidos (art.429 L.S.C.).



Derecho a la amortización

A parte de la percepción de intereses, el obligacionista tiene derecho a la amortización de los títulos, el obligacionista tiene derecho a la amortización de los títulos en el tiempo y la forma convenida. La Ley señala que la sociedad está obligada a celebrar los sorteos periódicos en los términos y formas previstos por el contrato de amortización, con intervención del Comisario y siempre en presencia de Notario público, que levantará el acta correspondiente. Conforme a lo estipulado en el art. 432 L.S.C., la falta de esta obligación autorizará a los acreedores para reclamar el importe anticipado de los títulos.

La sociedad, además, podrá rescatar las obligaciones emitidas de varias formas tal y como regula el art. 430 L.S.C.:

1. Por amortización o por pago anticipado, de acuerdo con las condiciones de la escritura de emisión.
2. Como consecuencia de los convenios celebrados entre la sociedad y el Sindicato de obligacionistas.
3. Por adquisición en Bolsa, al efecto de amortizarlas (lo que suele ser especialmente conveniente para la sociedad cuando su adquisición está muy por debajo de la par
4. Por conversión en acciones, de acuerdo con los titulares.²¹

²¹ SÁNCHEZ CALERO-J.SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, FERNANDO: *“Instituciones de Derecho Mercantil”*, Aranzadi, Pamplona, 2010, 33ª Edición, Capítulo 35, las obligaciones, pp. 838-839.



4. OBLIGACIONES CONVERTIBLES EN ACCIONES.

Como vimos anteriormente, las obligaciones convertibles en acciones son una simple modalidad de obligaciones. Su característica definitoria consiste en la facultad que otorgan a sus tenedores para optar, como alternativa a la restitución de la suma prestada más los intereses pactados, por la conversión de las obligaciones en acciones, en los períodos y de acuerdo con la relación de conversión que la sociedad emisora haya establecido. De esta manera, al obligacionista se le está dando la facultad de optar entre conservar su posición originaria de acreedor, esperando a la normal amortización de los valores, o integrarse en la sociedad como accionista, mediante la conversión de los mismos en acciones.²² Su regulación se halla en el Capítulo tercero, del título décimo primero, de los artículos 414-418 L.S.C.

Estas obligaciones convertibles al ofrecer la posibilidad al suscriptor de canjearla por activos financieros, son de fácil colocación en los mercados financieros. A su vez, las ventajas que van a reportar este tipo de obligaciones son claras; gracias a este tipo de operaciones financieras, los dos sujetos, emisor y suscriptor, pueden obtener beneficios importantes. Así, el emisor consigue ampliar el capital de la empresa al dar la posibilidad de convertir las obligaciones en acciones, además, como dijimos, de reducir el coste por el pago de la rentabilidad al suscriptor. El suscriptor, por su parte, tiene la posibilidad de obtener mayores ganancias por la rentabilidad si la cotización de la activo invertido sube; además se beneficia de conseguir una mayor liquidez, siempre que las acciones o activo financiero convertido coticen a la alza en el mercado secundario.²³

²² URÍA, R., MENÉNDEZ, A. (coordinadores), “*Curso de Derecho Mercantil*”, Civitas Ediciones, Madrid, 2006, 2ª Edición, Derecho de sociedades, capítulo 38, pp. 1081-1082.

²³ <http://www.gerencie.com/obligaciones-convertibles.html> (2 de marzo de 2014).



4.1. Concepto, modalidades y diferencias.

La obligación convertible, como hemos introducido, constituye un tipo de obligación en la que el obligacionista ostenta un derecho de opción que le permite elegir entre el reembolso de la obligación de acuerdo con el cuadro de amortización y, alternativamente, la conversión de todo o parte del valor de suscripción de la obligación más los intereses devengados no abonados en acciones de nueva emisión de la entidad emisora o de otra entidad, de acuerdo con la relación de conversión establecida en la escritura o folleto informativo de emisión. El derecho de conversión faculta al obligacionista a exigir a la entidad correspondiente la emisión de las nuevas acciones que serán objeto de conversión y su ejercicio implica la extinción de la obligación convertida.²⁴ Si esta opción, al final no se ejerce, la obligación tendrá que ser reembolsada de acuerdo con su amortización.

Distintas a las obligaciones convertibles, podemos encontrar *las obligaciones canjeables*; a diferencia de las primeras, éstas se convierten por acciones que no son de nueva emisión, sino que ya están emitidas, las cuales normalmente están en posesión de la sociedad emisora en régimen de autocartera, aunque también se puede pactar la conversión por acciones ya emitidas que sean propiedad de una sociedad distinta a la emisora.

A su vez, se diferencian las obligaciones convertibles y canjeables de las denominadas *obligaciones con warrant*, que son obligaciones ordinarias que incorporan, de forma añadida, el derecho a suscribir o a adquirir acciones de la sociedad emisora o de otra sociedad en condiciones prefijadas; de esta manera, se puede decir que no hay conversión alguna sino la atribución de la facultad de obtener valores accionariales simultáneamente que se mantiene la condición de obligacionista. Hay que entender, que esta conversión se hace en el marco de una operación

²⁴ IBÁÑEZ JIMÉNEZ, JAVIER (coordinador), *Fundamentos de Derecho Empresarial*, Aranzadi, Pamplona, 2013, 2ª edición, Tomo II, pp.365-366.



societaria como puede ser una ampliación de capital o una transmisión de acciones, de tal manera que esta conversión suele estar supeditada a la aprobación del acuerdo de dicha operación.²⁵

Por otro lado, las obligaciones convertibles pueden presentarse bajo diversas modalidades. Se distingue así entre procedimiento directo e indirecto de emisión, en atención al hecho de que haya o no una coincidencia entre la sociedad emisora del empréstito y la sociedad en cuyas acciones son convertibles las obligaciones; en el procedimiento indirecto, el derecho de conversión se reconoce sobre acciones de una sociedad distinta de la emisora, la cual, normalmente suele ser una sociedad del mismo grupo.

Además, las obligaciones convertibles pueden también clasificarse con arreglo al tipo de relación de conversión acordado, esto es, *fijo y variable*. Así, en la conversión fija, la sociedad, determina en el momento de emisión, el número exacto de acciones que corresponderá a quien convierta, al margen del precio de mercado o cotización de éstas; en este caso las obligaciones presentan un marcado carácter especulativo a consecuencia del precio predeterminado. Sin embargo, en la conversión variable o per relationem, el número de acciones se determinará de acuerdo con su cotización en Bolsa en el momento en que se ejercita la conversión, con la aplicación de un cierto descuento; de esta manera, el obligacionista desconoce en el momento de suscripción la entidad de la participación accionarial que le corresponderá debido a que depende de la evolución del precio de las acciones en el mercado (si el precio sube, recibirá menos acciones, si baja, recibirá más acciones).²⁶

²⁶ URÍA, R., MENÉNDEZ, A. (coordinadores), "Curso de Derecho Mercantil", Civitas Ediciones, Madrid, 2006, 2ª Edición, Derecho de sociedades, capítulo 38, pp. 1081-1082.



4.1.1. Breve referencia a la regulación en la Ley del Mercado de Valores.

Las obligaciones convertibles, como hemos visto, revisten de especial trascendencia y plantean particulares problemas interpretativos; debido a ello, se trata de una modalidad que ha sido objeto de distintas modificaciones.

Centrándonos, en la Ley del Mercado de Valores, el art. 30 ter L.M.V. señala que *“no tendrán la consideración de obligaciones los valores participativos a los que se refiere el art. 26.2 de esta Ley, tales como las obligaciones convertibles en acciones, a condición de que sean emitidas por el emisor de las acciones subyacentes o por una entidad que pertenezca al mismo grupo del emisor”*. Por su parte, el art. 26 de la L.M.V. sienta que *“se entenderá por valores participativos las acciones y los valores negociables que den derecho a adquirir acciones (...) por su conversión o por el ejercicio de los derechos que confieran, a condición de que esos valores sean emitidos por el emisor de las acciones subyacentes o por una entidad que pertenezca al grupo del emisor”*; Analizando ambos preceptos parece derivarse que las obligaciones convertibles no son obligaciones y que se acercan más a los valores participativos; aunque lo paradójico de esta situación y de la existencia de una expresa regulación en la L.S.C. para tales instrumentos, debe llevar a entender que ello lo es sólo a los efectos de lo previsto en el artículo 30 ter de la L.M.V., de forma que, por ejemplo, tales emisiones habrán de seguir el régimen de necesaria constancia en escritura pública, inscripción en el Registro Mercantil y publicación en el BORME, es decir, a efectos de transparencia y seguridad para el obligacionista, ya que son obligaciones convertibles en sentido estricto; aunque como veremos, después la importancia de la distinción de estos artículos va a estar en la diferencia entre valor participativo y valor no participativo.²⁷

²⁷ BROSETA PONT, MANUEL, *“Manual de Derecho Mercantil”*, Tecnos, 2013, Madrid, 20 Edición, Capítulo 19, la emisión de obligaciones, pp. 538-539.



4.1.2. Fundamento de las obligaciones convertibles en acciones y su diferencia con las obligaciones y las propias acciones.

Los bonos u obligaciones convertibles como hemos visto se clasifican dentro de los productos híbridos, como hemos explicado antes combinan características de productos de renta fija, con productos de renta variable; como hemos relatado anteriormente y al igual que las obligaciones, son formas de financiación a las cuales acude una sociedad emisora. Como se ha explicado la diferencia con los bonos normales, es que al suscriptor de este tipo de productos se le da la posibilidad de conversión por acciones de la sociedad emisora bajo unas determinadas condiciones que se establecen en el folleto de emisión. La similitud con las obligaciones normales es la percepción del propio interés y el reembolso de lo invertido en las obligaciones, siempre y cuando no se lleve la conversión en acciones (hay que tener en cuenta que esta conversión puede ser voluntaria u automática, dependiendo de las condiciones explicadas en el folleto), ya que esta posibilidad es la diferencia entre uno y otro; por otro lado y en relación con las propias acciones, hay que decir que el obligacionista mientras es obligacionista, como hemos explicado, no tiene la condición de socio ya que no tiene derecho a participar o intervenir en las decisiones sociales, sino que sus derechos principales son percibir los intereses establecidos por los capitales prestados y la amortización y reembolso de los mismos, conforme a lo previsto en las condiciones de la emisión. Es decir, el obligacionista tiene derechos económicos pero no políticos. Pero, en el momento en el que se lleva a cabo la conversión, ya sea automática o voluntaria, el obligacionista pasa a ser accionista con todos los derechos propios que le pertenecen como la percepción de dividendos, el derecho a votar en junta (si no se ha estipulado lo contrario), de asistencia a la junta, de información; de esta manera el obligacionista pasa a forma parte del contrato social de la empresa y se convierte en copropietario de la misma. En caso de concurso, las diferencias entre las obligaciones y las acciones quedan claras aunque después las trataré de una forma más específica; hay que tener en cuenta que cuando se es obligacionista se es acreedor de la empresa, sin embargo, cuando eres accionista te conviertes en propietario y tendrás derecho a tu cuota de liquidación pero siendo el último en cobrar.



4.2. *La emisión de obligaciones convertibles.*

Los requisitos de la emisión de las obligaciones convertibles están recogido en el art. 414 L.S.C.; conforme a éste se recoge, que antes que la junta apruebe el acuerdo, los administradores deben redactar un informe que explique las bases y modalidades de la conversión, que deberá ser acompañado por redactado por un auditor de cuentas, distinto del auditor de la entidad, designado por el Registro Mercantil (art. 414.2 L.S.C.). Tanto el informe del órgano de administración como el informe del auditor de cuentas deben obrar en el domicilio social a disposición de los accionistas en el momento de la convocatoria de la junta general de accionistas que deba resolver sobre el acuerdo de emisión de obligaciones, siempre con el fin de que estos estén informados de cara a la votación y se cumplan las obligaciones de transparencia y seguridad se la sociedad.

El acuerdo de la junta general de accionistas (art. 414.1 L.S.C.) que apruebe la emisión de obligaciones convertibles debe contener, además de los extremos correspondientes a la emisión de obligaciones ordinarias, las bases y modalidades de la conversión (esto es, los criterios para determinar la conversión que puede ser fija o variable como hemos visto), el aumento del capital social en la cuantía necesaria para cubrir el importe de las obligaciones convertibles (salvo cuando sean canjeables, ya que las acciones son emitidas), la indicación del plazo máximo para que pueda llevarse a efecto la conversión y, en su caso, la delegación de la ejecución de la emisión de obligaciones en el órgano de administración, como sabemos esta delegación puede consistir en la facultad de acordar el acuerdo de emisión de obligaciones convertibles en acciones, o simplemente la facultad de determinar los extremos fijados por la Junta que acuerde la emisión de esta clase de obligaciones, aunque hay que destacar, que en sociedades cotizadas, cuando la Junta delegue el acuerdo de emisión al órgano de administración, también podrá atribuirles la facultad de excluir el derecho de suscripción preferente en relación a las emisiones de obligaciones que sean objeto de delegación si el interés de la sociedad así lo exige. Hay que tener claro, que los accionistas de la sociedad emisora gozan de un derecho de suscripción preferente sobre las obligaciones



convertibles que se emitan aunque como he mencionado, su derecho puede ser objeto de exclusión como posteriormente veremos.²⁸

Volviendo a la Ley del Mercado de Valores, hay que resolver una cuestión relevante; cuando hablemos de una emisión de obligaciones convertibles, las cuales están admitidas a negociación en un mercado secundario oficial, habrá que distinguir dos supuestos en relación con el otorgamiento de escritura pública de emisión:

-Las obligaciones que en un sentido estricto son convertibles, y por tanto hay opción de conversión con acciones de la propia entidad emisora o de alguna sociedad de su grupo son “*valores participativos*”; al ser valores participativos estarían dentro del artículo 26.2 L.MV., y no sería de aplicación el artículo 30 ter L.M.V. que ya hemos visto, a consecuencia de esto, sólo sería necesaria la escritura de emisión y la inscripción de ésta en el Registro Mercantil.

-Por el contrario, las obligaciones que no son convertibles en sentido estricto, sino que más bien son canjeables (dentro de la clasificación ya señalada), son “*valores no participativos*”, y por tanto, sí que se aplica el art. 30 ter; de esta manera, no es necesario el requisito de otorgamiento de escritura de emisión ni el de inscripción en el R.M., sino la emisión de un folleto informativo de acuerdo con el art. 30 ter, el cual tendrá que ser registrado en el registro de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y aprobado por la misma.

4.2.1. Naturaleza jurídica de la conversión.

Como hemos visto, la emisión de obligaciones convertibles es una operación económica y jurídica que pone en relación a la sociedad emisora con sus propios accionistas y con obligacionistas externos a ella. Conforme a estas relaciones, la naturaleza jurídica de la conversión va a tener una

²⁸ IBÁÑEZ JIMÉNEZ, JAVIER (coordinador), “*Fundamentos de Derecho Empresarial*”, Aranzadi, Pamplona, 2013, 2ª edición, Tomo II, pp.366-367.



doble faceta. En primer lugar, desde el punto de vista interno, y en relación con los accionistas, se trata de un acto de soberanía realizado por la Junta General de accionistas, quienes en la asamblea dejan clara su voluntad de emisión.

En segundo lugar, y desde un punto de vista externo, es decir, la relación del acreedor (titular de las obligaciones convertibles) con la sociedad, la conversión representa una novación subjetiva del contrato de préstamo en virtud de la cual los acreedores reciben títulos en lugar de recibir dinero y, en consecuencia, se produce una transformación de la cualidad de acreedor, ya que éste pasa de ser un acreedor a ser socio de la sociedad emisora.²⁹

Esta transformación implica un cambio total en los derechos y deberes, ya que, como decía Velasco Alonso, “*la conversión de obligaciones en acciones constituye una alteración de la causa determinante de la emisión de títulos que equivale a la sustitución de un tipo de contrato por otro diferente*”, ya que se va a producir una transformación total del contrato de préstamo al contrato de sociedad.

4.3. Régimen de los obligacionistas con derecho de conversión.

Cuando nos referimos al régimen de obligacionistas, titulares de obligaciones convertibles, hablamos de una serie de mecanismos legales que se fijan en la L.S.C. los cuales tienen como fin tutelar los intereses de éstos con el fin, de que a través de distintas operaciones sociales no sufran ningún tipo de perjuicio, ni tampoco sufran beneficios desmesurados respecto de los accionistas; ya que éstos obligacionistas serán futuros accionistas.

²⁹ ANGULO RODRIGUEZ, LUIS, “*Empresas y empresarios*”, Tecnos, Madrid, 2013, 16ª Edición, Tomo I, pp.110-115..



El propio artículo 415 L.S.C. dentro de las prohibiciones legales que menciona, establece que las obligaciones convertibles no pueden ser convertidas en acciones cuando el valor nominal de aquéllas sea inferior al de éstas; es decir, lo que conculca este artículo es *el principio de integridad del capital social y la efectiva aportación patrimonial*; ya que si se permitiese al obligacionista convertir sus obligaciones en acciones, las cuales tengan un valor inferior a lo que ellos aportaron para hacerse obligacionistas, se quebraría este principio y se perjudicaría al obligacionista.

Por otro lado, hay que analizar cómo afecta a los intereses de los obligacionistas las ampliaciones y las reducciones de capital que son acordadas por la Junta general; en el primer caso, si la Junta General acuerda una *ampliación de capital* por medio de una emisión de nuevas acciones, la cual puede afectar negativamente a los obligacionistas, si como consecuencia, aquellos obligacionistas que conviertan pasan a representar una cuota inferior en el capital y en el patrimonio de la sociedad. Para que no se vean dañados los intereses de los obligacionistas, la L.S.C. fija en el 304.2 L.S.C., el cual explica, que no habrá derecho de preferencia por parte de los accionistas de la sociedad cuando el aumento de capital se deba a la conversión de obligaciones en acciones (esto es lo que se conoce como inaplicación).

Por otro lado, el artículo 308 y el 417 L.S.C., recoge la exclusión del derecho de preferencia por parte de los accionistas; de esta manera, la junta general, cuando lo exija el interés social, en el aumento de capital, podrá acordar la supresión total o parcial del derecho de suscripción preferente. Para que sea válido este acuerdo de exclusión, se van a exigir una serie de requisitos:

- a) Que en el informe de los administradores se justifique detalladamente la propuesta por la que hay que llevar a cabo la supresión y sobre todo, porque esto es beneficioso para el interés social.
- b) Que en el informe del auditor de cuentas se contenga un juicio técnico sobre la razonabilidad de los datos contenidos en el informe de los administradores y sobre la idoneidad de la relación de la conversión, y, en su caso, de sus fórmulas de ajuste, para compensar una eventual dilución de la participación económica de los accionistas.
- c) Que en la convocatoria de la junta se hayan hecho constar la propuesta de supresión de preferencia.



Por otro lado, el artículo 418.2, establece otro mecanismo de protección cuando la sociedad realice un aumento de capital con cargo a reservas o se reduce el capital por pérdidas; así, a los obligacionistas se les deberá modificar la 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 que los obligacionistas. De esta manera, en los caso en los que hay aumento, la sociedad al obligacionista le tiene que dar la posibilidad de convertir sus obligaciones por más acciones con el mismo nominal o el mismo número de acciones con un valor incrementado, con el fin de que no pierda el obligacionista y no se atente con el principio de integridad; en el caso de reducción de capital por pérdidas, al obligacionista se le tendrán que convertir sus obligaciones por el mismo número de acciones que se haya previsto pero con un menor valor, o acciones del mismo valor pero en menor número, así, lo que se busca en este caso, es que el obligacionista no se vea beneficiado respecto de los accionistas recibiendo una participación accionarial proporcionalmente superior a la ofrecida en el momento de la emisión, que no provocaba discrepancias con los derechos de los accionistas.

A su vez, el apartado 3 del art. 418, establece que la junta general no podrá acordar la reducción del capital social mediante restitución de aportaciones o condonación de dividendos pasivos en tanto, con carácter previo y con suficientes garantías, no ofrezca a los obligacionistas la posibilidad de ejercitar su derecho de conversión.

En lo relativo a la conversión de las obligaciones en acciones, hay que estar al procedimiento que hubiere establecido la junta; si ésta no ha establecido ninguno, los obligacionistas podrán acordar en cualquier momento la conversión; de esta manera, dentro del primer mes de cada semestre los administradores emitirán las acciones que correspondan a los obligacionistas que hayan solicitado la conversión durante el semestre anterior e inscribirán durante el siguiente mes en el Registro Mercantil el aumento de capital correspondiente a las acciones emitidas.



4.4 El conflicto generado por la exclusión del derecho de suscripción preferente por acuerdo de la Junta General relativo a accionistas y obligacionistas.

Antes de llevarse a cabo la reforma mercantil, se reconocía a los socios preferencia para adquirir obligaciones convertibles en acciones. En el momento en el que España entró en la Unión Europea tenía que cumplir aquellos requisitos que exige la *segunda Directiva sobre derecho de suscripción preferente*, los cuales hoy en día cumplimos; pero hay que hacer referencia a esta norma, porque antes de que entrará en vigor la Ley de Sociedades de Capital, no cumplíamos con estos requisitos exigidos por el artículo 29 de la Directiva.³⁰

Para comprender lo presentado, tengo que comentar lo dictado en la Sentencia de la Sala Primera del Tribunal de Justicia de la Unión Europea, de 18 de diciembre de 2008; en esta sentencia, los artículos que se pusieron en cuestión eran el 158, 159 y 293 de la antigua Ley de Sociedades Anónimas los cuales mostraban discrepancias con la directiva. La antigua redacción de los artículos 158 y 293 establecía, en relación con la suscripción preferente de aumento de capital con nuevas aportaciones y emisiones de obligaciones respectivamente, una igualdad de rango entre los accionistas y los obligacionistas que el artículo 29, en sus apartados 1 y 6 no admitía. De esta manera, el apartado 1 de la segunda Directiva establecía que en todo aumento de capital suscrito por aportaciones dinerarias, las acciones deberán ofrecerse de manera privilegiada a los accionistas con el fin de que puedan mantener la misma proporción respecto del Capital Social. A su vez, el apartado 6 establece que los apartados de 1 a 5 se aplicarán en la emisión de todos los títulos convertibles en acciones o que se acompañen de un derecho de suscripción de acciones; es la mención de “*los accionistas*”, la que hace pensar que tanto en la emisión de acciones como en la de obligaciones convertibles, tienen preferencia.

³⁰ SANZ GARCÍA, JULIO, “Emisión de obligaciones convertibles: 1) delegación en los administradores de las facultades de acordarlas o de completar los acuerdos. 2) Exclusión del derecho de suscripción preferente”, *Revista de Derecho de Sociedades*, n^o8, 1997, pp.273-282.



La sentencia lo que condena es la igualdad que existe entre los accionistas y los obligacionistas contrario a los establecido en la Directiva; como hemos comentado, es normal que los accionistas tengan preferencia en las ampliaciones de capital, con el fin de mantener su proporción en relación con el capital social; lo que ocurre es que el texto refundido de Sociedades Anónimas consistió en extender este derecho (que para los accionistas estaba ya reconocido en la vieja ley de 1951) a los titulares de obligaciones convertibles (art. 158), así como establecerlo igualmente a favor de los accionistas en los supuestos de nuevas emisiones de obligaciones (art. 293). Esta novedad no era, desde luego, una exigencia contenida en la Segunda Directiva, como claramente se desprende de su texto y como ha puesto de manifiesto la sentencia que comentamos. Esto es algo evidente. Como también lo es que el interés protegido no es el mismo en el caso de los accionistas y de los obligacionistas. De ahí la posibilidad, como antes se apuntaba, de que pudiera surgir un conflicto de intereses entre ambos grupos.³¹

En relación con los obligacionistas, el sustento del derecho de suscripción preferente, es evitar que determinadas operaciones societarias puedan perjudicar la conversión de sus obligaciones en acciones haciendo dicha conversión poco atractiva, es decir, alterando las bases que fueron consideradas por los obligacionistas en el momento de suscribir los valores. Y el perjuicio se puede producir desde el momento en el que, tras el aumento, la cuota del capital reservada inicialmente a los obligacionistas quede disminuida. Por ello pueden parecer razonables las medidas que ha introducido el legislador español con el fin de proteger a los obligacionistas. Pero, hay que tener en cuenta que la concesión de un derecho de suscripción preferente a los obligacionistas, en paridad con los accionistas, hace disminuir el valor del derecho de suscripción de éstos últimos al impedir que pueda ser ejercido sobre las acciones que se reservan a los titulares de obligaciones convertibles.

³¹ <http://www.elnotario.es/index.php/116-hemeroteca/revistas/revista-23/1700-ante-el-derecho-de-suscripcion-preferente-accionistas-vs-obligacionistas-0-9092984152113073> (17 de febrero de 2014).



Como resultado, la Segunda Directiva, otorgó preferencia a los intereses de los accionistas, postergando a los obligacionistas. Es decir, consideró digno de mejor protección el interés de los primeros. Esto, de ningún modo ha de ser interpretado en el sentido de que la directiva se desentienda de la protección de los intereses de los titulares de obligaciones convertibles. Significa, simplemente, que la Directiva pretendió que el régimen de protección de éstos habría que buscarlo y establecerlo por otros medios, fuera del ámbito de aplicación del derecho de suscripción preferente de acciones.

De esta manera, el TJUE obligó al legislador español a buscar otros cauces de protección; en un primer momento para solucionarlo, el legislador configuro en el artículo 293.1 la concesión a los accionistas de un derecho de suscripción preferente sobre las obligaciones convertibles emitidas por la sociedad. Pero, el problema, es que este derecho se concedía de la misma manera a los obligacionistas de emisiones anteriores (art.293.2); de tal manera que se volvía a colocar en un mismo plano a accionistas y a obligacionistas.

La necesidad de proteger al accionista es más evidente, además, en los supuestos en los que la emisión de obligaciones convertibles se realiza conforme a un sistema de relación de cambio (acciones-obligaciones) variable, lo que implica que tal relación sea determinada en un momento posterior al de la emisión conforme a la cotización media de las acciones en un periodo determinado. En este caso, cuyo encaje en nuestra legislación no es claro, no tiene ningún sentido otorgar un derecho de suscripción preferente de acciones a los obligacionistas en los aumentos de capital pues si las acciones están en el momento de la conversión a un precio inferior al existente en el momento de la emisión, el obligacionista podrá suscribir más acciones que las que hubiera podido suscribir si el caso hubiese sido el inverso.

Importante es el motivo cuarto del recurso por el que la Comisión acude al Tribunal de Justicia. Se trata de la no existencia en el artículo 293 de nuestra ley de mención alguna referida a la posibilidad de que la junta general de accionistas pueda suprimir el derecho de suscripción preferente de las obligaciones convertibles, tal como se dice por remisión en el artículo 29-6 de la Segunda Directiva. Exige la Comisión una referencia expresa a esta posibilidad y el Tribunal así



lo considera también. Y digo que ofrece menos interés porque, por parte de la representación del Gobierno español ante el Tribunal, se alegó que tal posibilidad habría que darla como obvia cumpliendo, habrá que suponer, los requisitos establecidos en el artículo 159 de la L.S.A.

Consecuencia de todo esto, se produjo la reforma del artículo 158, a través de la ley 3/2009 de modificaciones estructurales, el art. 159, a través de la ley 44/2002 de Medidas de Reforma del Sistema Financiero y el 293, a través, también, de la ley 3/2009. Como resultado, en la Ley de Sociedades de Capital vigente, podemos encontrar los artículos 416 y 417 relativos al derecho de suscripción preferente y a la supresión de tal derecho respectivamente, en el cual se establece que los accionistas van a tener un derecho de suscripción preferente sobre las obligaciones convertibles, pero que este derecho podrá ser suprimido total y parcialmente cuando se justifique y prevalezca el interés social, tal y como explico en el epígrafe anterior.³²

4.5. ¿Es de aplicación el régimen de prelación de los obligacionistas u obligacionistas convertibles en el proceso concursal?

Esta cuestión es planteada, debido a la problemática doctrinal que se suscitó con la reforma de la Ley de Sociedades Anónimas convirtiéndose en Ley de Sociedades de Capital, en donde no queda claro si la prelación que se recoge respecto de los obligacionistas pertenecientes a emisiones anteriores respecto de emisiones posteriores, se mantiene en caso de haberse declarado el concurso; lo cual no ocurre entre los obligacionistas y otros acreedores.

³² ALONSO ESPINOSA, FRANCISCO JOSÉ, “Comentarios a la STJCE de 18 de diciembre de 2008 sobre derecho de suscripción preferente de acciones a favor de los accionistas y de los titulares de obligaciones convertibles en acciones”, *Revista de Derecho de Sociedades*, n^o1, 2009, pp.133-150.



De esta manera la L.S.A., en su artículo 288, establecía que: “1. *Las primeras emisiones gozarán de prelación frente a las posteriores por lo que se refiere al patrimonio libre de la sociedad emisora, cualesquiera que hubieran sido las variaciones posteriores de su capital.*

2. *Los derechos de los obligacionistas en relación con los demás acreedores sociales se regirán por las normas generales que determinen su prelación.*”

En consecuencia, el apartado primero recoge lo que ya hemos mencionado, la prelación entre las emisiones anteriores respecto de las posteriores; de tal manera que estarán garantizadas antes las anteriores que las posteriores. Mientras que el artículo segundo no deja nada claro que ocurre con la prelación entre obligacionistas y los demás acreedores, ya que lo deja al arbitrio de “*las normas generales que determinen su prelación*”.

Este precepto no decía nada a efectos del concurso, pero en el momento en el que entra en vigor la Ley Concursal, conforme al artículo 89.2 en su última frase, que dice: “*No se admitirá en el concurso ningún privilegio o preferencia que no esté admitido en esta Ley*”; teniendo en cuenta, en añadido, el artículo 157 de la L.C., que en su apartado segundo recoge que los créditos deben ser satisfechos a prorrata; se puede decir, acorde con el objetivo de la ley Concursal no prevé ningún tipo de prelación temporal entre los créditos que tenga el concursado. Además de esta norma de prelación en la L.S.A., el Código de Comercio en el artículo 916.2 al igual que el Código Civil, en su artículo 1924.3, si recogían este régimen de prelación (sin embargo este fue reformado por el 1921, en el que decía que esta relación no se aplicaría al concurso).

En cambio, la vigencia de lo dispuesto en la L.S.A., una vez que entró en vigor la Ley Concursal, se ha defendido con el fundamento de la evitación de la dilución de las emisiones anteriores con la emisión de las posteriores. De esta manera estaríamos hablando de una regulación especial respecto de la Ley Concursal por la que se había fijado una prioridad en el cobro en función de la fecha de emisión entre las diferentes series de obligaciones en caso de concurso.

Lo que ocurre, es que con la entrada en vigor de la Ley de Sociedades de Capital, el artículo 410, sólo introduce una pequeña referencia al Concurso en su apartado segundo: “2. *Los derechos de*



los obligacionistas en relación con los demás acreedores sociales se regirán por las normas generales que determinen su prelación y, en su caso, por lo establecido en la Ley Concursal.”.

La modificación introducida resulta insuficiente y puede resultar equívoca para la resolución de la cuestión. La nueva redacción no ha despejado las dudas ya que admite la posibilidad de distintas interpretaciones. Lo que cabría decir, es que la interpretación más acorde con las normas del Concurso es aquella que, considerase, que una vez declarado el Concurso, las normas concursales desplazan a la L.S.C., de tal manera que los titulares de obligaciones o de obligaciones convertibles no estarían sujetos a ningún tipo de preferencia, ni frente a otros acreedores ni tampoco entre sí. Esta preferencia, sólo tendría lugar por tanto en los procedimientos de ejecución que fueran ajenos al concurso. El problema, es que a tenor literal, la norma parece recoger todo lo contrario, ya que la referencia a la legislación concursal, únicamente se recoge en el apartado segundo, dónde está regulado la relación entre los obligacionistas con otros acreedores, pero de la prelación entre obligacionistas pertenecientes a distintas emisiones en el tiempo no se dice nada.

Así, hace falta una regulación más completa y acabada que aclare esto; ya que, la cuestión decisiva es la de determinar si el régimen de la prelación de obligaciones ha quedado o no desplazado en el marco del procedimiento concursal por lo dispuesto en la Ley Concursal. Como hemos analizado, la mención incluida en la L.S.C. es insuficiente para despejar las dudas de manera definitiva.³³

4.6. Conflicto de intereses entre la junta general de accionistas y el sindicato de obligacionistas.

Tanto la junta general de accionistas como el sindicato de obligacionistas podemos definirlos como los órganos de expresión de la voluntad, primero, de los accionistas, y segundo, de los obligacionistas. El sindicato de obligacionistas está regulado en la L.S.C. Entre los artículos 419-

³³ file:///C:/Users/%C3%81lvaro/Downloads/15062011_DEFNewsletterPLL_Abr-Jun2011impresa.pdf (2 de marzo de 2014).



429; dentro del 424, están establecidas las competencias del Sindicato, donde se dice que se presume facultada para acordar lo necesario a la mejor defensa de los legítimos intereses de los obligacionistas frente a la sociedad emisora, modificar, de acuerdo con la misma, las garantías establecidas, destituir o nombrar al comisario, ejercer, cuando proceda, las acciones judiciales correspondientes y aprobar los gastos ocasionados por la defendía de los intereses comunes.

Cabe plantearse si como órganos de expresión de la voluntad que son, hay conflicto de intereses entre ellos. Con todo esto me refiero a situaciones, que también tocaré en la conclusión, en las cuales los obligacionistas se pueden ver perjudicados por las decisiones que tomen los accionistas en la junta. Como se recoge en la regulación del sindicato de obligacionistas, los acuerdos aprobados en las asambleas del Sindicato son vinculantes para todos los obligacionistas. Por otro lado, como se ha explicado, el comisario, que es el órgano de relación entre la sociedad y el propio sindicato, va a poder acudir a las juntas con voz pero sin voto e informar de los distintos acuerdos aprobado en el Sindicato.

Desde mi punto de vista creo que los obligacionistas, y sobre todo los obligacionistas con obligaciones convertibles en acciones, a través de sus órganos de proposición y disposición, como son el comisario y el sindicato, tienen muy poco peso en las decisiones que la junta va a poder llevar a cabo y que potencialmente pueden afectar a los obligacionistas; no digo que estas sean perjudiciales, sino que pueden afectar; también por otro lado, es cierto, que los obligacionistas, como acreedores que son, podrán llevar acciones individuales de responsabilidad frente al órgano de administración, si este ha actuado de forma perjudicial para ellos; pero, aun así creo que su importancia de cara a las decisiones que lleve a cabo la junta es irrisoria, sobre todo en los casos en los que nos encontramos con obligacionistas tenedores en obligaciones convertibles en acciones. Creo que la legislación en un futuro dará una mayor protección a los obligacionistas frente a este tipo de conflictos de intereses, ya que las consecuencias pueden ser graves, y la importancia de estos acreedores frente a la sociedad es de carácter especial.



5. CONCLUSIONES.

Como ya establecí en la introducción, y a efectos de conclusión, me gustaría mostrar relevancia por una serie de conflictos de intereses que, en nuestro sistema bajo nuestra legislación no son muy comunes, pero que creo que en algunos casos puede que se den dichos conflictos. A efectos de planteamiento, podemos decir que los obligacionistas tenedores de obligaciones convertibles en acciones, han comprado deuda con la cual se está financiando la propia sociedad emisora; la especialidad de este tipo de obligaciones es el derecho de conversión que lleva consigo la obligación; los obligacionistas si ejecutan este derecho de conversión se convierten en accionistas, de tal manera que ya forman parte de la voluntad del órgano de decisión, es decir de la Junta General de accionistas; de esta manera el obligacionista que ejecuta el derecho de conversión, pasa de, formar parte de un contrato de adhesión típico de un obligacionista, a formar parte del contrato social de la sociedad teniendo los derechos y obligaciones de cualquier otro accionista.

a) Una vez reiterado esto, me gustaría plantear los posibles conflictos de intereses de pueden suscitarse; hablamos por tanto de obligacionistas que son accionistas en potencia, siempre que quieran ejercitar el derecho de conversión. De tal manera que entramos en situaciones, que desde mi punto de vista necesitan de una mayor protección, ya que el obligacionista se encuentra en una situación de pendencia de la conversión frente a las posibles decisiones que puede llevar a cabo la Junta general de accionistas y que pueden afectar a los intereses de su futura conversión y desvirtuar el contenido de su derecho. La ley de sociedades de capital, en su artículo 411, como hemos visto, sólo hace mención a los casos en los que se produce una reducción de capital, haciendo hincapié en la especial protección al obligacionista que en este caso existe, donde podía entrar las operaciones acordeón, en las cuales se lleva a cabo una reducción y seguida ampliación de capital o viceversa.

Sin embargo, hay una serie de operaciones, a parte de esta reducción de capital de las cuales creo que se va a necesitar una especial protección; me refiero a operaciones de un gran elenco las cuales pueden ser potencialmente dañosas, que no sólo van a incidir sobre el capital, sino que pueden incidir también y dañar los derechos de los obligacionistas como pueden ser las



fusiones, escisiones, cesiones de rama de actividad, las modificaciones estatutarias que afectan a la distribución de las ganancias y que no sólo afectan a los accionistas sino que potencialmente puede afectar a los obligacionistas que quieren llevar el efectivo derecho de conversión.

De esta manera y a modo de ejemplo, si la Junta General de accionistas va a aprobar una modificación estatutaria que establezca que durante los próximos cuatro años no va a ver reparto de dividendos, y esta decisión se aprueba en el ejercicio en el cual los obligacionistas van a llevar a cabo el derecho de conversión; si al final convierten, se verán perjudicados por esta decisión de no recibir dividendos durante esa serie de años. Está claro que el obligacionista es el que va a decidir, según lo que le interese más, si quiere convertir o no, pero si convierte, en ningún momento nadie ha velado por esos derechos potenciales que él tiene como accionista; aunque también hay que decir que son derechos potenciales y no reales, pero que aun así el daño a futuro puede producirse por una decisión en la que el obligacionista de ninguna manera va a poder participar. Pero hay que tener en cuenta, que en ocasiones, la convertibilidad de las obligaciones suscritas no tiene por qué ser voluntaria, sino que dentro de las condiciones del folleto, puede que la naturaleza de la conversión sea automática, de tal manera, que si se produce un perjuicio, este se va a producir de forma automática.

- b) A consecuencia de lo anterior, creo que en este ámbito tiene que haber una mayor protección, y que la protección que se recoge, en el ámbito de las sociedades anónimas cotizadas emisoras de obligaciones, por el artículo 13 de la Ley del Mercado de Valores, debe centrarse también en este tipo de obligaciones. Así creo, que como ocurre en nuestro derecho comparado, ante operaciones como fusiones, escisiones o cesión de ramas de actividad, es necesario que se establezcan figuras de protección especiales para atender a éstos casos. De tal manera, que si la sociedad emisora va a llevar a cabo una cesión de rama de actividad, que puede afectar potencialmente a los derechos de los obligacionistas como futuros accionistas, estos deben tener la opción de llevar a cabo la conversión de una forma anticipada, en aquellos caso en los cuales se ha establecido un momento determinado para llevar a cabo la conversión. Así por ejemplo en la regulación portuguesa, se establece que una vez que se ha llevado a cabo la



emisión de obligaciones convertibles, se prohíbe a la sociedad emisora alterar las condiciones de reparto de las ganancias fijadas en el contrato de sociedad, o atribuir privilegios a las acciones existentes, ya que potencialmente se está produciendo un daño a los obligacionistas.³⁴

Es posible que se alcance una protección, de cara a sociedades que llevan este tipo de operaciones y que cotizan en bolsa a través de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, pero el problema se encuentra cuando nos encontramos fuera de una sociedad que cotiza en bolsa. En este ámbito, y desde mi punto de vista, creo, que aparte de la protección que puede tener el obligacionista frente a los administradores de la sociedad a través de la acción social individual de responsabilidad, no hay otro tipo de protección, el cual creo que es totalmente necesario de cara a esta serie de decisiones que pueden ser aprobadas por medio de votación exigida por la junta de accionistas.

- c) Por otro lado, me gustaría encuadrar aquí el artículo 13, de la Ley de Modificaciones Estructurales de Sociedades, ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles. Este art. 13 LME, lo único que recoge es que aquellas sociedades que vayan a llevar a cabo una transformación, y que a su vez, tengan emitidas obligaciones u otros valores de tipo social o sociedades anónimas que tengan emitidas obligaciones convertibles en acciones, tendrán que amortizar o convertir previamente éstas; esto se puede entender como una protección para los obligacionistas, pero de nuevo nos encontramos ante el problema de que ocurre con los obligacionistas y sus intereses en estos casos; el obligacionista ha invertido en obligaciones, con el fin de percibir su dinero, y obtener el reembolso en un plazo prefijado y, si las obligaciones son convertibles, obtener la conversión en un futuro por acciones; sin embargo, si el obligacionista se encuentra en medio de una transformación estos intereses se verán perjudicados, lo cual es bastante negativo para el obligacionista y para sus

³⁴ TAPIA HERMIDA, ALBERTO JAVIER, “obligaciones convertibles en el Derecho Español”, La Ley, Madrid, 2012, 1ª Edición, pp.310-326.



Álvaro
Carrera
Villagrán

propias expectativas; por ello creo que se tendría que tener una mayor consideración de cara a éstos en las operaciones de reestructuración mercantil de la sociedad emisora.

En conclusión, tal y como se regula, los obligacionistas necesitan de una protección mayor, tal y como se puede deducir al constituirse un comisario y un sindicato de obligacionistas que les represente, lo cual no se hace con otro tipo de acreedores de la sociedad; de esta manera creo que de cara a un futuro, la protección de estos, y, en especial como he dicho de los obligacionistas con obligaciones convertibles en acciones, va a ir destinada a una mayor participación o importancia de alguna manera en la junta de accionistas. Puede incluso que se lleven a cabo prohibiciones a la propia sociedad de acordar u aprobar por medio de la junta determinadas políticas de dividendos, o incluso modificaciones estructurales que potencialmente puedan afectar a los obligacionistas y sean perjudiciales para estos.



I. BIBLIOGRAFÍA.

ALONSO ESPINOSA, FRANCISCO JOSÉ, “Comentarios a la STJCE de 18 de diciembre de 2008 sobre derecho de suscripción preferente de acciones a favor de los accionistas y de los titulares de obligaciones convertibles en acciones”, *Revista de Derecho de Sociedades*, n^o1, 2009, pp.133-150.

ANGULO RODRIGUEZ, LUIS, “*Empresas y empresarios*”, Tecnos, Madrid, 2013, 16^aEdición, Tomo I, pp.110-115.

<http://besteblawbat.blogspot.com.es/2013/01/el-riesgo-de-lo-bonos-convertibles-en.html> (última consulta 25 de marzo de 2014).

BROSETA PONT, MANUEL, “*Manual de Derecho Mercantil*”, Tecnos, 2013, Madrid, 20 Edición, Capítulo 19, la emisión de obligaciones, pp. 526-543.

<http://www.elnotario.es/index.php/116-hemeroteca/revistas/revista-23/1700-ante-el-derecho-de-suscripcion-preferente-accionistas-vs-obligacionistas-0-9092984152113073> (última consulta 17 de febrero de 2014).

Http://www.fernandodiezestella.com/derecho_mercantil_1/tema_17.pdf, (24 de febrero de 2014).

file:///C:/Users/%C3%81lvaro/Downloads/15062011_DEFNewsletterPLL_Abr-Jun2011impresa.pdf (última consulta 2 de marzo de 2014- Revista Pérez Llorca).

<http://www.gerencie.com/obligaciones-convertibles.html> (2 de marzo de 2014).

IBÁÑEZ JIMÉNEZ, JAVIER (coordinador), “*Fundamentos de Derecho Empresarial*”, Aranzadi, Pamplona, 2013, Tomo II, pp.343-368.

IBÁÑEZ JIMÉNEZ, “la contratación en el mercado de valores”, *Tratado de Derecho Mercantil* (Jiménez Sánchez (coord.), 34, Madrid, 2001).

IGLESIAS Y PAZ-ARES, “Obligaciones convertibles y exclusión del derecho de suscripción preferente”, *Indret 1/2007, Revista para el análisis del Derecho*, núm.418, enero 2007.

SÁNCHEZ CALERO-J.SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, FERNANDO: “*Instituciones de Derecho Mercantil*”, Aranzadi, Pamplona, 2010, 33^a Edición, Capítulo 35, las obligaciones, pp. 829-845.



Álvaro
Carrera
Villagrán

MENÉNDEZ Y ROJO, *Lecciones de Derecho Mercantil*, 10ª ed., Madrid, 2012.

SANZ GARCÍA, JULIO, “Emisión de obligaciones convertibles: 1) delegación en los administradores de las facultades de acordarlas o de completar los acuerdos. 2) Exclusión del derecho de suscripción preferente”, *Revista de Derecho de Sociedades*, nª8, 1997, pp.273-282.

TAPIA HERMIDA, ALBERTO JAVIER, “obligaciones convertibles en el Derecho Español”, *La Ley*, Madrid, 2012, 1ª Edición, pp.310-370.

URÍA, R., MENÉNDEZ, A. (coordinadores), “*Curso de Derecho Mercantil*”, Civitas Ediciones, Madrid, 2006, 2ª Edición, Derecho de sociedades, capítulo 38, pp. 1063-1088.

<http://www.uria.com/documentos/publicaciones/2335/documento/079ccs.pdf?id=1960> (última consulta 2 de febrero de 2014).

<http://www.uria.com/documentos/publicaciones/1633/documento/art13.pdf?id=2159> (última consulta 5 de marzo de 2014).



2. ANEXO I.

Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital.

Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles.

Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (Vigente hasta el 30 de Junio de 2014).

Real Decreto de 24 de julio de 1889, texto de la edición del Código Civil mandada publicar en cumplimiento de la Ley de 26 de mayo último (Vigente hasta el 22 de Julio de 2014).

Real Decreto 1784/1996, de 19 de julio, por el que se aprueba el Reglamento del Registro Mercantil.

Ley 1/2000, de 7 de enero, de Enjuiciamiento Civil (Vigente hasta el 22 de Julio de 2014).

Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal.

Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas. (Vigente hasta el 1 de septiembre de 2010)

Ley 2/1995, de 23 de marzo, de Sociedades de Responsabilidad Limitada. (Vigente hasta el 1 de septiembre de 2010)



Álvaro
Carrera
Villagrán



Álvaro
Carrera
Villagrán

