



EDITORIAL

A vueltas con el límite a las emisiones de obligaciones

RAFAEL SEBASTIÁN QUETGLAS

Co-coordinador de la sección de Sociedades. Doctor en Derecho. Profesor asociado de Derecho mercantil en ICADE. Abogado

I. INTRODUCCIÓN

Con objeto de promover la desbancarización de las compañías españolas y de facilitar el acceso a los mercados de capitales, la *Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial* («Ley 5/2015» o «Ley de Fomento de la Financiación») ha introducido, entre otras, importantes y acertadas reformas en materia de emisión de obligaciones.

No obstante, a punto de cumplirse un año desde que su aprobación tuvo lugar y a pesar del considerable esfuerzo del legislador por modernizar el régimen jurídico de la emisión de obligaciones, la aplicación de algunas de sus novedades más significativas —entre ellas, las relativas a los límites de emisión— continúa planteando dudas interpretativas no exentas de relevancia práctica y que sería deseable que fuesen solventadas próximamente.

En las siguientes líneas vamos a dedicar a apuntar las principales cuestiones que se suscitan alrededor de una de las novedades más relevantes introducidas por la *Ley de Fomento de la Financiación* en el régimen jurídico de la emisión de obligaciones: la supresión del límite de emisión para las sociedades anónimas y comanditarias por acciones y el establecimiento de un importe total máximo que pueden emitir las sociedades de responsabilidad limitada —entidades, estas últimas, que antes de la reforma tenían vedada la posibilidad de emitir y garantizar emisiones de obligaciones—.

II. LIMITACIONES A LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES POR SOCIEDADES ANÓNIMAS Y COMANDITARIAS POR ACCIONES

En lo que respecta a la emisión de obligaciones por sociedades anónimas y comanditarias por acciones, la *Ley de Fomento de la Financiación* elimina con carácter general el límite máximo de emisión de obligaciones previsto en el art. 405 de la *Ley de Sociedades de Capital* vigente hasta la entrada en vigor de aquella.

Sin embargo, conviene recordar que las sociedades cotizadas y las entidades de crédito ya se encontraban exentas de esta restricción. Las primeras, en virtud del art. 510 de la propia *Ley de Sociedades de Capital* —disposición que, por tanto, ha perdido su sentido desde la aprobación de la *Ley 5/2015*— y, las segundas, por aplicación de la disposición adicional segunda de la *Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito* (la «*Ley 10/2014*») que recoge el legado de otras disposiciones anteriores.

Asimismo, desde la entrada en vigor de la *Ley 10/2014* (disposición adicional primera), también están exentas de la citada limitación las sociedades anónimas no cotizadas, siempre que las obligaciones que emitan no otorguen ni derechos políticos ni derechos de suscripción preferente respecto de futuras emisiones y que las obligaciones emitidas coticen en mercados regulados, sistemas multilaterales de negociación u otros mercados organizados, españoles o extranjeros. Por lo tanto, dado que la mayoría de las emisiones de obligaciones cumplen los anteriores requisitos, la *Ley 5/2015* únicamente ha venido a extender la eliminación del límite de emisión previsto en el antiguo art. 405 de la *Ley de Sociedades de Capital* a supuestos marginales; fundamentalmente, a las emisiones de obligaciones no cotizadas.

Relativamente más problemática podría resultar la aplicación del art. 411 de la *Ley de Sociedades de Capital*, y el hecho de que este haya permanecido invariable tras la promulgación de la *Ley de Fomento de la Financiación*.

Dicho artículo impone una restricción por razón de capital y reservas y exige el voto favorable de los obligacionistas para reducir estas partidas por debajo de la proporción inicial entre su suma y la cuantía de las obligaciones pendientes de amortizar. Esta restricción solo tenía fundamento, si acaso, cuando existía un límite máximo de emisión de obligaciones que tomase como base el capital y las reservas de la entidad emisora; nos encontramos ante dos caras de una misma moneda. Este era el caso para las sociedades anónimas y comanditarias por acciones antes de que la *Ley de Fomento de la Financiación* eliminase el límite de emisión para estos tipos sociales y, tras ella, para las sociedades de responsabilidad limitada. A mi juicio, el mantenimiento con carácter general —i.e., cualquiera que sea la clase de sociedad de capital emisora de las obligaciones— de la restricción prevista en el citado art. 411 es un error de técnica legislativa —si se me permite, un *olvido* del legislador— que, aunque ya de por sí criticable, tendría que haberse circunscrito a las sociedades de responsabilidad limitada. Esto sería lo consistente con el espíritu y finalidad de la reforma de facilitar la emisión de obligaciones por sociedades de capital españolas y eliminar las trabas y restricciones más arcaicas y no acordes con los mercados de capitales actuales.

De todas maneras, y aunque hubiese sido deseable un mayor grado de claridad por parte del legislador en este aspecto, la solución la encontramos en la disposición adicional primera de la *Ley 10/2014* —que sigue plenamente vigente tras la *Ley de Fomento de la Financiación*—. De acuerdo con esta, el art. 411 de la *Ley de Sociedades de Capital* se aplicará en la práctica a supuestos relativamente infrecuentes de emisiones de obligaciones realizadas por sociedades anónimas y comanditarias por acciones: las de obligaciones no llamadas a cotizar. Y, ello, porque las emisiones que con arreglo a *Ley 10/2014* están exentas del límite al importe de la emisión, también lo están de cumplir con la restricción del art. 411 de *Ley de Sociedades de Capital*, lo que como ya hemos mencionado es habitual en la práctica.

En resumen, que en lo que a sociedades anónimas y comanditarias por acciones se refiere, la supresión del límite de emisión por la *Ley de Fomento de la Financiación* ha tenido un efecto práctico relativo.

III. LIMITACIONES A LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES POR SOCIEDADES DE RESPONSABILIDAD LIMITADA

En lo que respecta a las sociedades de responsabilidad limitada, la *Ley 5/2015* sí ha supuesto una revolución. Desde su entrada en vigor las sociedades limitadas pueden emitir obligaciones, pero, de acuerdo con el art. 401.2 de la *Ley de Sociedades de Capital*, el importe del conjunto de las emisiones pendientes de reembolsar de estas sociedades no puede ser superior al doble de la cifra de sus «recursos propios».

Al igual que cuando este límite era de aplicación a las sociedades anónimas, con su introducción se pretende proteger a los obligacionistas asegurando la solvencia del emisor. Tras la reforma sigue latente esa concepción de la sociedad limitada como pequeña empresa de escasa capacidad económica. Sin embargo, lo que podía tener su justificación en el pasado y ser coherente con la función que tradicionalmente se ha atribuido al capital, en el siglo XXI es una limitación carente de efectividad y profundamente anacrónica. Al igual que sucedía con las sociedades anónimas antes de la *Ley 5/2015*, el establecimiento de un límite cuantitativo a la emisión de obligaciones no garantiza la solvencia de la sociedad limitada y, por tanto, no supone ninguna protección para los bonistas, especialmente cuando esta puede endeudarse ilimitadamente a través de otros instrumentos —p.ej., préstamos—. La protección del inversor que persigue el legislador es independiente de la forma social que adopte el emisor —la merece igual el inversor que adquiere obligaciones emitidas por una sociedad anónima que por una de responsabilidad limitada— y debe procurarse a través de medidas más eficientes y menos perturbadoras que el

establecimiento del límite de emisión —p.ej., a través de la obtención de un rating o de la información sobre el emisor contenida en el folleto informativo de la emisión—; medidas que en la mayoría de los casos tienen mejor encaje en el campo de la normativa del mercado de valores que en el de la legislación societaria.

Otra cuestión relativa a esta limitación que conviene resaltar es que se articula sobre la base del concepto «recursos propios»: el importe de las emisiones pendientes de amortización de una sociedad limitada no pueden exceder el doble de sus «recursos propios». Este no es un concepto contable claramente definido en nuestra normativa mercantil —es más propio de la normativa de solvencia de entidades de crédito, empresas de servicios de inversión y compañías aseguradoras— y, por ello, la *Ley de Fomento de la Financiación* debería haber fijado el límite a las emisiones por referencia a los «fondos propios» o al «patrimonio neto» de la compañía emisora, términos delimitados tanto desde un punto de vista contable como mercantil y, además, haber elegido entre uno u otro, ya que no siempre arrojarán el mismo resultado.

Aunque el art. 401.2 de la *Ley de Sociedades de Capital* no lo diga expresamente los «recursos propios» tendrán que calcularse en base individual de la sociedad emisora y, como ya se venía admitiendo antes de la promulgación de la *Ley 5/2015*, aquellos a tener en cuenta deberán ser los resultantes del último balance aprobado por la sociedad emisora, aunque sea uno preparado *ad hoc* para llevar a cabo la emisión.

Otra de las novedades introducidas por la *Ley 5/2015* consiste en permitir que las sociedades limitadas garanticen emisiones de obligaciones. En relación con esto, se podría plantear si el límite de emisión también es de aplicación a la garantía que presten este tipo de sociedades —i.e., si las sociedades de responsabilidad limitada solo pueden garantizar emisiones de obligaciones en un importe que no exceda del doble de sus «recursos propios»—. A mi juicio, esta cuestión merece una respuesta resueltamente negativa por varios motivos. En primer lugar, porque así se desprende de la literalidad del apartado 2 del art. 401 de la *Ley de Sociedades de Capital* que, a diferencia del apartado 1, no hace referencia alguna a la garantía de la sociedad limitada. Y, en segundo lugar y más importante aún, porque en el garante no concurre el objetivo de afianzar la solvencia del emisor que, en el esquema seguido por la *Ley 5/2015*, justifica el límite de emisión. Si el legislador ha considerado que el hecho de que el emisor sea una sociedad anónima o que, siendo una sociedad limitada, no se exceda el límite del doble de los «recursos propios», es suficiente garantía para los bonistas, carece de justificación que se limite el importe máximo de una emisión de obligaciones que una sociedad de responsabilidad limitada puede garantizar. La emisión podrá hacerse válidamente sin garantía personal y, por tanto, ésta siempre será un plus de protección para los inversores que no tiene sentido restringir cuantitativamente.

Cuestión distinta es si desde la perspectiva del interés social la sociedad limitada —que en esto no difiere de una sociedad anónima— debe prestar una garantía por encima de determinado importe, ya sea el doble de sus recursos propios u otro. Pero esto es una cuestión que será necesario analizar sobre la base del caso concreto —pertenencia o no a un grupo de sociedades; beneficios de todo tipo que el otorgamiento de la garantía le puede reportar, etc.— y que no es materia propia del régimen de emisión de obligaciones, sino del Derecho de Sociedades en general.

En cuanto a las excepciones a este límite cuantitativo, de igual modo que cuando esta limitación resultaba de aplicación a las sociedades anónimas y comanditarias por acciones, en el caso de las sociedades de responsabilidad limitada se verá enervado en el supuesto de que «la emisión esté garantizada con hipoteca, prenda de valores, garantía pública o aval solidario de entidad de crédito» (art. 401.2 de la *Ley de Sociedades de Capital*). Asimismo, «cuando esté garantizada con aval solidario de sociedad de garantía recíproca, el límite y demás condiciones del aval quedarán determinadas por la capacidad de garantía de la sociedad en el momento de prestarlos».

Aclarado lo anterior, resulta pertinente apuntar otra cuestión que la *Ley de Fomento de la Financiación* no aclara: si la exención al límite de emisión contemplado en la disposición adicional primera de la *Ley 10/2014* a que antes nos hemos referido es de aplicación a la sociedades de responsabilidad limitada. En contra de extender la exención a las sociedades limitadas se puede argüir que la *Ley 10/2014* es anterior a la *Ley de Fomento de la Financiación* y que, por tanto, no pudo contemplar el supuesto de sociedades de responsabilidad limitada emisoras de obligaciones. A favor de su extensión, que el levantamiento de la restricción contemplado por la *Ley 10/2014* no depende de la forma social del emisor, sino de las características de los valores que se emitan y que las razones que justificaban la introducción de la exención del límite de emisión para las sociedades anónimas también son aplicables a las sociedades limitadas.

Adicionalmente al límite cuantitativo anterior, desde la entrada en vigor de la *Ley 5/2015*, la emisión de obligaciones por sociedades de responsabilidad limitada también se encuentra sometida una restricción cualitativa: estas compañías no pueden emitir ni garantizar obligaciones convertibles en participaciones sociales (art. 401.2 de la *Ley de Sociedades de Capital*).

En relación con este límite es importante destacar que la norma se refiere a participaciones sociales, y, por lo tanto, de su literalidad se desprende que lo anterior no impide que las sociedades limitadas emitan obligaciones canjeables en acciones de otra entidad —por ejemplo, de otra sociedad de su grupo—, siempre y cuando se respete el límite cuantitativo de emisión. Una interpretación teleológica de esta restricción también apoya esta tesis. La prohibición de emitir obligaciones convertibles en

participaciones sociales responde al carácter cerrado de las sociedades limitadas, lo que no se pone en peligro cuando las obligaciones canjeables emitidas por la sociedad limitada lo sean en acciones de una tercera sociedad.