

Turma do Superior Tribunal de Justiça, em 17 de agosto de 2006, publicado no Diário de Justiça em 11 de setembro de 2006).

#### Os mecanismos que possibilitam a mitigação da exposição patrimonial do administrador de empresas

Não obstante a elevada exposição patrimonial a que se sujeita o administrador de empresas, em decorrência das inúmeras previsões legais que autorizam o alcance do seu patrimônio pessoal para garantir obrigações contraídas em nome da sociedade, devemos salientar que a função de gestão corresponde a uma obrigação de meio e não de resultado.

Nesse sentido, o exercício do mandato deve ser feito com diligência e lealdade. O administrador deve sempre agir no interesse da sociedade, cercado dos cuidados técnicos, jurídicos, administrativos e financeiros adequados ao cumprimento dos fins sociais da empresa.

Adicionalmente, o administrador poderá adotar medidas aptas a mitigar os riscos de responsabilização pessoal pelos atos ordinários de gestão, tais como:

- (i) conhecer a extensão contratual e legal de suas responsabilidades, cumprindo e fazendo cumprir normas regulamentares relacionadas às atividades econômicas desenvolvidas pela empresa;
- (ii) exigir da sociedade a definição clara e precisa, no contrato social ou em políticas internas da sociedade, dos poderes de gestão que lhe serão conferidos;
- (iii) submeter aos sócios da sociedade e obter destes a aprovação formal, por escrito, das contas anuais da administração, nos termos da lei;
- (iv) celebrar contratos com os sócios da sociedade estabelecendo a obrigação de obter destes o justo ressarcimento por danos ou custos incorridos em função do regular exercício da gerência; e
- (v) figurar como beneficiário de apólices de seguros especiais contra riscos de ações promovidas por terceiros contra o administrador.

ANA LÚCIA ALVES DA COSTA ARDUIN\*

## INTERNACIONAL

### EMISIONES DE OBLIGACIONES EN EL EXTRANJERO POR SOCIEDADES ESPAÑOLAS Y LA NECESIDAD DE CONSTITUIR SINDICATO DE OBLIGACIONISTAS Y NOMBRAR UN COMISARIO

#### Planeamiento de la cuestión

La introducción de la Disposición Adicional Segunda en la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de Coeficientes de Inversión, Recursos Propios y Obligaciones de Información de los Intermediarios Financieros por la Ley 19/2003, de 4 de julio, sobre el Régimen Jurídico de los Movimientos de Capitales y de las Transacciones Económicas con el Exterior y sobre determinadas medidas de Prevención del Blanqueo de Capitales (en adelante, la Ley 19/2003, de 4 de julio) ha supuesto una «revolución» en las estructuras tradicionalmente utilizadas por las empresas españolas para captar recursos ajenos en los mercados internacionales. Así, tras la aprobación de esta norma la gran mayoría de las emisiones de valores representativos de deuda dirigidas a los mercados internacionales que realizan los grupos encabezados por las grandes compañías cotizadas españolas y algunas cajas de ahorro ya no se llevan a cabo a través de vehículos extranjeros —sean estas sociedades domiciliadas en Holanda, Luxemburgo o en algún paraíso fiscal— sino utilizando filiales españolas íntegramente participadas cuyo único objeto es la emisión de títulos de deuda o, en algunos casos, por la propia matriz española.

Las principales características de esta nueva estructura de emisión de obligaciones son las siguientes: (i) el emisor es una entidad española —una sociedad anónima o una caja de ahorros—; (ii) los términos y condiciones de los valores, y de la garantía que presta la sociedad matriz cuando el emisor es un vehículo, se rigen por un derecho extranjero —normalmente el derecho inglés o el derecho del Estado de Nueva York (E.E.U.U.)—; (iii) los valores emitidos cotizan en un mercado secundario organizado de un país O.C.D.E. distinto de España; (iv) las emisiones se dirigen a inversores de los mercados internacionales —i.e., no son emisiones dirigidas al mercado español— y; (v) por motivos fiscales se incluyen mecanismos tendentes a identificar y conocer el lugar de residencia de los inversores.

El objeto de las presentes líneas no es analizar los motivos que determinan este cambio en la estructura «tradicional» de acudir a los mercados internacionales de deuda por las compañías españolas —que

tienen su fundamento principal en el régimen fiscal introducido por la referida Ley 19/2003, de 4 de julio— ni tampoco estudiar las diferentes implicaciones jurídicas y fiscales de la nueva forma de estructurar las emisiones de deuda. El objeto de este trabajo es mucho más modesto y consiste en apuntar una cuestión que surge en algunas de estas emisiones: al ser el emisor una entidad española y no una sociedad extranjera como sucedía en la estructura «tradicional» de emisión, se plantea si es necesario constituir sindicato de obligacionistas y nombrar un comisario en los términos previstos en los arts. 283.2 y 295 y ss. de la Ley de Sociedades Anónima (en adelante, la LSA) y en los arts. 6 y ss. de la Ley 211/1964, de 24 de diciembre, reguladora de la emisión de obligaciones por sociedades que no hayan adoptado la forma de anónima y por asociaciones u otras personas jurídicas, y la constitución del sindicato de obligacionistas (en adelante, la Ley 211/1964). Como veremos a continuación este interrogante no es una mera elucubración teórica sino que tiene implicaciones de gran trascendencia para algunas operaciones.

Tras la aprobación de la Ley 19/2003, de 4 de julio y desde un punto de vista práctico esta cuestión jurídica se ha venido «evitando» ya que en la mayoría de las operaciones de este tipo de que tenemos conocimiento se ha optado por constituir un sindicato de obligacionistas y nombrar un comisario. Y esto con independencia de que tenga sentido y sea eficiente desde la perspectiva de la finalidad de la institución constituir un sindicato y nombrar un comisario en emisiones de obligaciones dirigidas a inversores extranjeros que no conocen este sistema de protección de sus derechos. Esta solución ha sido posible porque la mayoría de estas emisiones internacionales se dirigen a inversores institucionales —*qualified institutional buyers*, según este término se define en la regla 144A de la *Securities Act* de 1933 de E.E.U.U., en las emisiones dirigidas al mercado norteamericano — y la legislación tuitiva de inversores de las jurisdicciones donde se comercializan estas emisiones —p.ej. la de los Estados Unidos de América— no exigen la constitución de mecanismos de protección de inversores del estilo de los exigidos por la LSA y la Ley 211/1964 cuando la emisión se dirige a inversores de este tipo.

Sin embargo, recientemente y debido al incremento de apetito que ha demostrado el mercado norteamericano por la deuda corporativa española, algunas compañías de nuestro país se han planteado la posibilidad de realizar emisiones de obligaciones dirigidas a inversores minoristas residentes en E.E.U.U., mercado más profundo y líquido que el puramente

institucional. Y, por tanto, en el que el tipo de interés que el emisor se obliga a pagar puede ser inferior que aquel correspondiente a emisiones dirigidas al mercado institucional. Una de las cuestiones que se plantean en este tipo de emisiones es que al estar dirigidas a inversores minoristas residentes en E.E.U.U. es de aplicación la *Trust Indenture Act* de 1939 que exige como medida de protección de los inversores el nombramiento de un *trustee* —que asume obligaciones fiduciarias frente a los inversores que representa—. En estos supuestos ya no es posible constituir un sindicato de obligacionistas y nombrar un comisario por el mero hecho de cumplir con la «letra» de la LSA o de la Ley 211/1964. Y esto es así, porque cuando la legislación del país donde se van a comercializar los valores exige el nombramiento de un *trustee* que vele por los intereses de los inversores es necesario plantearse, al menos, dos cuestiones: (i) ¿son compatibles en una misma emisión, de un lado el sindicato y el comisario y, de otro el *trustee* —o el mecanismo análogo correspondiente—? y; (ii) aunque así fuese, ¿tiene sentido que en una misma emisión coexistan ambas instituciones?. El primer interrogante deberá ser objeto de análisis caso por caso y dependerá de las funciones que la legislación extranjera de que se trate atribuya al *trustee*. En el caso particular de la *Trust Indenture Act* de 1939 y aunque el análisis de la cuestión supere el objeto de este trabajo, se puede apuntar que la compatibilización de ambos mecanismos de protección de inversores es imposible o extremadamente compleja y el autor de estas líneas no conoce caso alguno en que un emisor español haya instaurado ambos mecanismos simultáneamente para una emisión. Si no es posible que ambas instituciones coexistan en una misma emisión y mantuviésemos que por aplicación de los arts. 283.2 y 295 y ss. de la LSA o de los arts. 6 y ss. de la Ley 211/1964 toda emisión de obligaciones que realice una entidad española debe necesariamente llevar aparejada la constitución de un sindicato de obligacionistas y el nombramiento de un comisario, la conclusión a la que llegaríamos es que una sociedad española no puede realizar una emisión de obligaciones dirigida al mercado minorista norteamericano. Y al margen de tecnicismos legales, este resultado carece de toda lógica.

Respecto al segundo interrogante se puede apuntar una respuesta intuitiva: es muy difícil, sino imposible, encontrar argumentos sólidos que justifiquen que en una emisión dirigida a un mercado extranjero coexistan los mecanismos de protección de inversores propios de dicho mercado —p.ej., el nombramiento de un *trustee*— con los exigidos por

la jurisdicción donde esté constituido el emisor, especialmente si en ésta no están situados los inversores a proteger. En todo caso, la coexistencia de ambos mecanismos llevaría a una inevitable confusión que perjudicaría la finalidad última perseguida por todas las legislaciones implicadas: la protección eficiente de los inversores.

En atención a lo anterior, a lo largo del siguiente apartado vamos a exponer una serie de argumentos que, a nuestro modo de ver, justifican la solución consistente en que en las emisiones de obligaciones dirigidas a un mercado extranjero no es requisito necesario la constitución de sindicato de obligacionistas y el nombramiento de un comisario. Postura que, por otro lado, están siguiendo algunos Registros Mercantiles que permiten la inscripción de este tipo de emisiones sin la necesidad de que se constituya un sindicato de obligacionistas.

#### **Algunos argumentos en favor de la ausencia de necesidad de constituir un sindicato de obligacionistas y nombrar un comisario en las emisiones de obligaciones dirigidas a mercados extranjeros**

La problemática objeto de estas líneas pasa por admitir que la emisión de obligaciones es una operación compleja y que los diferentes aspectos que la componen pueden estar sujetos a distintas legislaciones. En definitiva, la necesidad de constituir un sindicato de obligacionistas en las emisiones de obligaciones realizadas en el extranjero por entidades españolas es una cuestión de determinación de la ley aplicable a este aspecto concreto de la operación de emisión.

El que los distintos aspectos de una emisión de obligaciones puedan estar sujetos a diferentes legislaciones es un asunto que admite la propia normativa española. Así, nadie pone en duda que nuestro derecho de sociedades contempla la emisión de obligaciones como una operación societaria que se rige por la *lex societatis* del emisor —i.e., la LSA como ley de la nacionalidad del emisor ex art. 9.11 del Código Civil— y que al mismo tiempo el art. 10.3 del Código Civil establece como ley aplicable a las obligaciones como títulos valores la «ley del lugar de emisión». Como ambas leyes no tienen necesariamente que coincidir, se puede afirmar sin lugar a dudas que la normativa española admite que diferentes legislaciones regulen distintos aspectos de una emisión de obligaciones. Sentado este principio y sin perjuicio de que no corresponda a este trabajo diseccionar los diferentes aspectos que componen la emisión de obligaciones y determinar cuál es la

norma de conflicto aplicable a cada uno de ellos, si podemos adentrarnos en la labor de intentar localizar la norma encargada de precisar la ley aplicable a la constitución del sindicato de obligacionistas.

Sobre este aspecto caben dos posibles soluciones. La primera consiste en entender que la norma de conflicto aplicable es el art. 10.3 del Código Civil y que, por tanto, la necesidad de constituir un sindicato de obligacionistas y los términos de su configuración vienen determinados por la «ley del lugar de emisión». Así, en una emisión de obligaciones dirigida al mercado norteamericano, en la que toda la documentación se redacta sujeta al derecho del Estado de Nueva York, las obligaciones cotizan en la Bolsa de Nueva York y que se liquida a través de la cámara de compensación propia de dicha bolsa —The Depository Trust Company— no parece aventurado mantener que el «lugar de emisión» es E.E.U.U. y que, por tanto, la legislación de este país es la que deber determinar la necesidad de constituir el sindicato de obligacionistas. No obstante, entendemos que esta solución no es la adecuada ya que la norma de conflicto enunciada por el art. 10.3 del Código Civil determina la ley aplicable al aspecto cartular de la emisión de las obligaciones como títulos valores, cuestión que nada tiene que ver con la necesidad de constituir un sindicato de obligacionistas y nombrar un comisario.

Parece más acertado entender que la constitución de un sindicato de obligacionistas y el nombramiento de un comisario es un mecanismo encaminado fundamentalmente a la protección de los inversores —tal y como expresamente establece la exposición de motivos de la Ley 211/1964 al establecer que el sindicato de obligacionistas es para los inversores «el mejor método defensa colectivo frente a la misma entidad emisora o ante otros centros administrativos o jurisdiccionales»— y que, por tanto, la norma de conflicto aplicable a esta cuestión es la correspondiente a los asuntos ligados con el mercado de valores. Es esta una cuestión que no afecta a la propia estructura de la sociedad emisora, regida por su *lex societatis*, sino que tiene su campo de desarrollo en las relaciones externas que se generan con la emisión de obligaciones. No alcanzamos por tanto a identificar argumentos que sustenten que el sindicato de obligacionistas y el comisario formen parte de los aspectos societarios de la emisión de obligaciones y que por tanto, deban regirse por la *lex societatis* del emisor —lo que en el supuesto planteado en estas líneas tendría como resultado que una entidad española no pudiese hacer una emisión de obligaciones dirigida al mercado minorista norteamericano—.

Desgraciadamente, la normativa española carece de una norma de conflicto *stricto sensu* en materia de mercado de valores y únicamente incluye disposiciones atributivas de competencia a la legislación española. El art. 3 de la Ley del Mercado de Valores establece que «Las disposiciones de la presente Ley serán de aplicación a todos los valores cuya emisión, negociación o comercialización tenga lugar en territorio español». No obstante, esta norma viene a consagrar la regla de la *ley del mercado afectado* o *ley del mercado al que se dirige la emisión* como norma de conflicto aplicable si se multilateraliza el principio en ella recogido. Por tanto, si aceptamos que el sindicato de obligacionistas y el comisario son instrumentos cuya finalidad última es la protección de los inversores, en una emisión de obligaciones dirigida al mercado norteamericano, será la legislación de este estado la que determine el sistema de protección de los inversores sin que, por tanto, sean de aplicación los arts. 283.2 y 295 y ss. de la LSA o los arts. 6 y ss. de la Ley 211/1964, aunque el emisor sea una entidad española. Cualquier otra solución carecería no solo de sentido sino de justificación.

También sustenta esta solución el que la legislación del país al que se dirija la emisión disponga de instituciones «equivalentes» encaminadas a la protección de los inversores, como es el caso de la ya mencionado *Trust Indenture Act* de 1939 en las emisiones de obligaciones dirigidas al mercado minorista norteamericano. Esto demuestra que la no constitución de un sindicato de obligacionistas no responde a un ánimo defraudatorio de la normativa española sino que es una respuesta a un conflicto de leyes.

Finalmente, hay que apuntar que la solución aquí expuesta solo podría atacarse por la vía de la reserva de orden público y del fraude de ley previstos en los arts. 12.3 y 12.4 del Código Civil. No parece sin embargo que ninguno de estos preceptos tengan cabida en operaciones como las aquí planteadas que ni se llevan a cabo con ánimo de defraudar ley alguna ni parece que supongan la violación del orden público español en el que la restrictiva configuración jurisprudencial parece dejar fuera de su campo a instituciones como el sindicato de obligacionistas y el comisario.

JAIME PEREDA ESPESO\*

\* Abogado del Departamento de Derecho Mercantil de Uría Menéndez (Madrid).

## LAS EMISIONES DE VALORES DE DEUDA POR ENTIDADES ESPAÑOLAS EN LOS MERCADOS DE CAPITALES NORTEAMERICANOS

### Introducción

En nuestro artículo publicado en el número 9 de Actualidad Jurídica (año 2004) anticipábamos que, como consecuencia de una serie de reformas legislativas introducidas desde final del año 2002 y durante el 2003 en nuestro ordenamiento, era previsible que las estructuras de captación de recursos en los mercados internacionales de capitales de las entidades de crédito y las grandes empresas españolas sufriesen un desplazamiento progresivo hacia España, en particular mediante la utilización de sociedades emisoras españolas. Transcurridos dos años desde la publicación de aquel artículo, se han confirmado nuestras impresiones. Actualmente, la práctica totalidad de las emisiones de valores de deuda y de participaciones preferentes destinadas a inversores extranjeros realizadas por grupos españoles se realizan a través de sociedades constituidas en España. Además, muchos grupos han optado por trasladar a España sus sociedades emisoras que habían sido constituidas en otras jurisdicciones.

Entre las emisiones realizadas por estos grupos españoles, destacan en particular las realizadas con destino al mercado norteamericano. Desde septiembre de 2005, varias entidades de crédito y alguna sociedad cotizada han realizado emisiones de valores de deuda por importe superior a 25.000 millones de dólares y es previsible que otras entidades lancen a este mercado nuevas emisiones en los próximos meses. El auge de este tipo de operaciones resulta de la combinación de tres elementos. En primer lugar, del régimen fiscal introducido por la disposición adicional tercera de la Ley 19/2003, de 4 de julio sobre régimen jurídico de los movimientos de capital y de las transacciones económicas con el exterior y sobre determinadas medidas de prevención del blanqueo de capital, que permite el abono de intereses derivados de valores de deuda emitidos por determinadas entidades españolas sin retención a la mayor parte de inversores extranjeros, en las condiciones que más adelante señalaremos y entre las que ahora apuntamos la necesidad de proporcionar a las autoridades fiscales españolas determinada información sobre la identidad y residencia de los titulares de los valores emitidos. En segundo lugar, de la fortaleza de la demanda americana de este tipo de productos, que permite la colocación de un importante volumen de deuda entre un número reducido de inversores institucionales en un corto período de