

# ARTÍCULOS

## RÉGIMEN JURÍDICO DE LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES: PRINCIPALES NOVEDADES INTRODUCIDAS POR LA LEY 5/2015, DE 27 DE ABRIL, DE FOMENTO DE LA FINANCIACIÓN EMPRESARIAL

JAIME PEREDA  
Abogado\*

### Régimen jurídico de la emisión de obligaciones: principales novedades introducidas por la Ley 5/2015, de 27 de abril, de Fomento de la Financiación Empresarial

La Ley 5/2015, de 27 de abril ha realizado cambios profundos en el régimen jurídico de la emisión de obligaciones contenido en la Ley de Sociedades de Capital, con la finalidad de facilitar el acceso de las empresas españolas a los mercados de capitales de deuda y favorecer su desbancarización. Entre las cuestiones más destacadas se encuentran la eliminación del límite cuantitativo a la emisión de obligaciones por las sociedades anónimas y las comanditarias por acciones; la eliminación de la prohibición para que las sociedades limitadas puedan emitir y garantizar obligaciones y; la atribución al órgano de administración la facultad de emitir obligaciones simples. La reforma también incluye modificaciones en el régimen del sindicato de obligacionistas, introducidas con el objetivo de profesionalizar la función del comisario y de flexibilizar y mejorar el funcionamiento de la asamblea general de obligacionistas. La Ley 5/2015 incluye una norma de conflicto que determina la ley aplicable a los diferentes aspectos de la emisión. Por último, deroga la Ley 211/1964, acabando con la histórica dualidad de regímenes normativos para la emisión de obligaciones, uno para las sociedades de capital y otro para las entidades emisoras distintas de estas.

#### PALABRAS CLAVE

Comisario, Ley del Mercado de Valores, Ley de Sociedades de Capital, Límite de emisión, Sindicato de obligacionistas, Obligacionistas, Prohibición de emitir obligaciones, Norma de conflicto.

### Regulations on the issuance of bonds: main novelties introduced by Law 5/2015 of 27 April, on the promotion of business financing

Law 5/2015 of 27 April has profoundly changed the debt issuance legal framework regulated in the Companies Law with the goal of improving Spanish companies' access to debt capital markets and seeking its banking debt independence. Among the most-remarkable novelties is the removal of the quantitative limit on debt issuances by non-listed public limited liability companies (sociedades anónimas) and partnerships limited by shares (sociedades comanditarias por acciones), as well as the removal of the prohibition against issuing and guaranteeing debt securities by private limited liability companies (sociedades limitadas), and the attribution of the faculty to issue standard debt securities to the board of directors. The reform has also modified the framework on the bondholders' syndicate, aimed at professionalizing the commissioner's role and improving the functioning of the general bondholders' meeting by making it more flexible. Law 5/2015 has established a conflict of law rule that determines the law applicable to the various aspects of each debt issuance. Finally, the new legislation repeals Law 211/1964, ending the historic duality of frameworks governing debt issuances, one applicable to limited liability companies (sociedades de capital) and other applicable to issuers other than limited liability companies.

#### KEY WORDS

Commissioner, Securities Market Law, Companies Law, Issuance limit, Bondholders' syndicate, Bondholders, Prohibition against issuing debt securities, Conflict of law rule.

Fecha de recepción: 15-9-2015

Fecha de aceptación: 30-10-2015

### 1 · INTRODUCCIÓN

No podemos empezar este artículo sino felicitándonos por las modificaciones introducidas en el régi-

men jurídico de la emisión de obligaciones por la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial («Ley de Fomento de la Financiación» o «Ley 5/2015»). La reforma podría haber sido más ambiciosa, completa y técnicamente perfecta, no cabe la menor duda, pero lo que también es verdad es que tras la Ley de Fomento de la

\* Abogado del Área de Mercantil de Uría Menéndez (Nueva York).

Financiación las empresas españolas pueden financiarse mediante la emisión de obligaciones con menos trabas, de forma más eficiente y flexible y dentro de un marco normativo dotado de mayor seguridad jurídica que el anterior. Hay, por tanto, que dar la bienvenida a la reforma. La Ley de Fomento de la Financiación, junto con, *inter alia*, la introducción y sucesivas modificaciones de los arts. 30 ter y quáter de la Ley 24/1998, de 28 de julio, del Mercado de Valores («Ley del Mercado de Valores» o «LMV») (arts. 41 y 42 del texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por el Real Decreto Legislativo) 4/2015, de 23 de octubre, «Texto Refundido LMV» y la Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito («Ley 10/2014»), a las que me referiré seguidamente, han venido a dar respuesta a las cuestiones jurídicas más urgentes que reclamaban —me atrevo a decir, *clamaban*— las empresas españolas, especialmente las no cotizadas, que con ocasión de la crisis financiera vieron desaparecer súbitamente su vía tradicional de financiación —la bancaria— y se encontraron abocadas a la necesidad de acudir a los mercados de capitales de deuda, en muchos casos extranjeros, sin un marco jurídico adecuado. La ley no es una *enmienda a la totalidad*, se limita a solucionar cuestiones puntuales, y por ello, no se puede decir que la reforma dé cumplimiento al mandato recogido en la disposición adicional tercera de la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, que instruyó al Gobierno a remitir a las Cortes en un plazo de *seis meses* un proyecto de ley de reforma del capítulo X del texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre («Ley de Sociedades Anónimas de 1989»), relativo al régimen jurídico de las obligaciones. La Ley 37/1998 pretendía que se preparase un texto *ex novo* del régimen jurídico de las obligaciones que renovase íntegramente el arcaico sistema heredado, sin modificaciones sustanciales, de la Ley de 17 de julio de 1951 sobre Régimen Jurídico de las Sociedades Anónimas («Ley de Sociedades Anónimas de 1951»). En cambio, la Ley 5/2015 solo es una más de la larga lista de modificaciones legislativas que con ocasión de la crisis se han realizado en los últimos años para intentar mejorar la financiación de las empresas españolas, facilitar su acceso a los mercados de deuda y así reducir la tradicional dependencia de la financiación bancaria; su título no deja lugar a dudas.

La gestación de la Ley de Fomento de la Financiación ha tenido lugar de forma paralela a la de un

proyecto mucho más ambicioso y en la actualidad de resultado incierto: la Ley del Código Mercantil, cuyo anteproyecto fue aprobado por el Consejo de Ministros el 30 de mayo de 2014 («Anteproyecto de Código Mercantil»). El Anteproyecto de Código Mercantil dedica el capítulo V del título III del libro III a la emisión de obligaciones, y la Ley 5/2015 es tributaria de lo previsto en este anteproyecto aunque solo parcialmente debido a, entre otros motivos, la diferente finalidad de uno y otra. El primero se enmarca dentro de un proyecto encaminado a renovar íntegramente la legislación mercantil española, incluido el régimen de emisión de obligaciones. La segunda, en cambio, en lo que aquí respecta es una norma de objetivos más modestos, que no menos importantes: solo pretende solucionar problemas concretos con los que se encuentran los emisores españoles en su vida diaria y que no podían esperar a la cristalización de un proyecto de la magnitud del Código Mercantil.

No podemos olvidarnos de que las obligaciones o bonos son títulos generalmente emitidos para su posterior cotización y que hay dos aspectos que, junto al puramente mercantil o societario, son esenciales al tratar del régimen jurídico de la emisión de obligaciones: el de la regulación desde la perspectiva del mercado de valores y el fiscal. Sobre ambos campos ha venido actuando el legislador recientemente y sin ello las modificaciones introducidas por la Ley de Fomento de la Financiación Empresarial hubieran tenido escasa eficacia.

En el ámbito fiscal, la Ley 10/2014 ha acabado con la discriminación que sufrían las sociedades no cotizadas frente a las entidades de crédito y las sociedades cotizadas. El régimen fiscal previsto en la disposición adicional primera de la Ley 10/2014 —que viene a sustituir al contenido en la derogada disposición adicional segunda de la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de intermediarios financieros («Ley 13/1985») — se extiende ahora también a las sociedades no cotizadas. A partir de su entrada en vigor, estas últimas podrán emitir obligaciones sin necesidad de aplicar retención en el pago de intereses a los inversores extranjeros, incluidos los residentes en paraísos fiscales, en las mismas condiciones exigidas a entidades financieras y cotizadas: cotización en un mercado regulado o en un sistema multilateral de negociación, español o extranjero. Y, para ello, solo será necesario cumplir con unos procedimientos de identificación sumamente sencillos que pueden cumplir el emisor y el agente de pagos sin interven-

ción del inversor. En definitiva, esta norma ha abierto los mercados internacionales de deuda a las sociedades españolas no cotizadas sin necesidad de incurrir en un sobrecoste muchas veces inasumible —i. e., sin aplicar la elevación al íntegro (*gross-up*) al importe de la retención que debía ser practicada a los inversores no residentes en España— o de acudir a estructuras de emisión altamente complejas y caras de mantener. Debe tenerse en cuenta que el efecto del *gross-up*, con retenciones del 19 %, aumenta el coste de la financiación en un 23,45 %. En circunstancias donde el acceso a la financiación bancaria es limitado, la posibilidad de emitir obligaciones sin aumentar el coste de la financiación de forma tan notable tiene una grandísima trascendencia para las empresas españolas.

En el ámbito de la normativa del mercado de valores, desde que el Real Decreto-ley 5/2005, de 11 de marzo, introdujese el art. 30 ter en la Ley del Mercado de Valores, las modificaciones en materia de emisión de valores de deuda han ido principalmente encaminadas a eliminar formalidades —otorgamiento de escritura pública y publicación de anuncio en el BORME— en los supuestos en que fuese necesario el registro de un folleto informativo por la Comisión Nacional del Mercado de Valores y, más recientemente, cuando las obligaciones fuesen a ser admitidas a negociación en un sistema multilateral de negociación español. Un paso adicional se dio por el Real Decreto-Ley 4/2013, de 22 de febrero, que eliminó el límite cuantitativo a la emisión de obligaciones para las sociedades anónimas y comanditarias por acciones en los supuestos de emisiones dirigidas a inversores cualificados, a menos de 150 personas o en las que cada inversor adquiriese valores por un importe mínimo de 100.000 euros. La Ley 10/2014 siguió avanzando en el camino de la eliminación del límite de emisión —*vid.* 2.2 *infra*.

Con estos breves antecedente en mente, podemos proceder a examinar la Ley de Fomento de la Financiación, que, en lo que aquí nos atañe, opera fundamentalmente en tres planos: (i) modifica o deroga 14 artículos del Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio («Ley de Sociedades de Capital» o «LSC») y añade dos, los artículos 424 bis y 424 ter; (ii) da una nueva redacción al capítulo II del título III de la Ley del Mercado de Valores, «Emisión de obligaciones u otros valores que reconozcan o creen deuda» (capítulo II del título III del actual Texto Refundido LMV); y (iii) deroga la Ley de 211/1964, de 24 de diciembre, sobre

regulación de la emisión por sociedades que no hayan adoptado la forma de anónimas, asociaciones u otras personas jurídicas y la constitución del sindicato de obligacionistas («Ley 211/164»), acabando con la histórica dualidad de regímenes normativos para la emisión de obligaciones, uno para las sociedades de capital y otro para las entidades emisoras distintas de estas.

A lo largo de las siguientes líneas trataremos de apuntar algunas de las principales novedades introducidas por la Ley de Fomento de la Financiación en el régimen jurídico de la emisión de obligaciones. No podemos dejar de advertir que el objetivo de este trabajo se reduce precisamente a *apuntar* las novedades y problemas más destacados que hemos identificado en la reforma. Un análisis exhaustivo deberá ser objeto de otro trabajo.

## 2 · CAPACIDAD PARA EMITIR Y GARANTIZAR OBLIGACIONES

### 2.1 · Sociedades de capital

Una de las principales novedades introducidas por la Ley de Fomento de la Financiación consiste en permitir que las sociedades de responsabilidad limitada emitan y garanticen emisiones de obligaciones simples. Tras la derogación del art. 402 LSC y conforme al nuevo tenor literal del art. 401 LSC, todas las sociedades de capital —anónimas, comanditarias por acciones y de responsabilidad limitada— pueden emitir series numeradas de obligaciones u otros valores que reconozcan o creen una deuda<sup>1</sup>. Se acaba así con una restricción relativamente reciente, ya que su introducción tuvo lugar con la aprobación de la Ley 2/1995, de 23 de marzo, de Sociedades de Responsabilidad Limitada («Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada de 1995»). Con anterioridad a esta norma las SL podían emitir obligaciones: la Ley de 17 de julio de 1953 de Régimen Jurídico de las Sociedades de Responsabilidad limitada no lo prohibía y la Ley 211/1964 lo contemplaba expresamente. La justificación de la prohibición, explicitada en la propia exposición de motivos de la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada de 1995, residía en la necesidad de separar nítidamente los tipos sociales sociedad anónima y sociedad de responsabilidad

<sup>1</sup> Las personas físicas y las sociedades civiles, colectivas y comanditarias simples siguen sin poder emitir ni garantizar emisiones de obligaciones (disposición adicional primera LSC).

limitada y en el carácter de sociedad cerrada de esta última<sup>2</sup>. Esta justificación y la propia prohibición fue en su día objeto de no pocas críticas<sup>3</sup> y ante la ausencia de motivos objetivos de suficiente entidad que fundasen la prohibición hay que concluir que el impedir a las sociedades limitadas acudir a los mercados de capitales de deuda y restringir sus vías de financiación a la obtención de recursos internos o a la financiación bancaria fue una decisión de política legislativa<sup>4</sup> basada en la concepción de este tipo social como una pequeña empresa de reducida solvencia y, por tanto, no apta para —o que no necesita— captar ahorro del público en forma de deuda. También a nuestro juicio esta opción fue incorrecta y carente de justificación: ¿Cómo se puede comprender que las sociedades de responsabilidad limitada no pudiesen emitir ni garantizar obligaciones pero que sí estuviesen facultadas para endeudarse sin límite a través de la obtención de financiación bancaria?; ¿es la sociedad anónima por el mero hecho de su tipología societaria más solvente que una sociedad de responsabilidad limitada o tiene menos necesidades de financiación? La Ley de Fomento de la Financiación viene a emendar la situación, si bien no totalmente, ya que, como veremos, impone un límite cuantitativo a la emisión de obligaciones por las sociedades limitadas —*vid.* 2.2 *infra*.

Dos cuestiones deben mencionarse en relación con esta nueva facultad de las sociedades limitadas. La primera es que las SL que emitan obligaciones simples, y mientras estas estén en circulación, quedarán sujetas al régimen previsto en los arts. 67 a 72 LSC para «los aumentos de capital mediante aportaciones no dinerarias» que realicen las sociedades anónimas (art. 401.2.III LSC). El precepto podría haber sido más preciso y referirse al régimen previsto en los referidos artículos para «la valoración de las aportaciones no dinerarias», rúbrica del capítulo de la LSC que comprende los mencionados arts. 67 a 72. En

cualquier caso, la redacción del precepto es suficientemente clara para concluir que todas estas disposiciones, incluido el art. 72 LSC que no regula en sentido estricto aumentos de capital, sino las llamadas *aportaciones no dinerarias encubiertas*, son de aplicación a las sociedades limitadas emisoras de obligaciones. Con esta medida, también recogida en el Anteproyecto de Código Mercantil, se da respuesta a uno de los motivos que en su día se esgrimieron para justificar la prohibición de que las SL emitiesen obligaciones: la aparente menor protección con que, frente a las sociedades anónimas, este tipo societario dota a la integridad del capital social.

Por ello, salvo que concurra alguna de las excepciones contempladas en el art. 69 LSC, los aumentos de capital no dinerarios realizados por una sociedad de responsabilidad limitada emisora de obligaciones en circulación exigirán la obtención de un informe de experto independiente designado por el Registro Mercantil justificativo del valor que se dé a la aportación no dineraria y que el importe total del aumento de capital —capital social más prima de emisión total— previsto en la escritura de aumento de capital no podrá ser superior a la valoración del bien objeto de aportación realizada por el experto independiente.

La referencia que el art. 401.2.III LSC hace al art. 72 LSC genera dudas interpretativas difíciles de aclarar en relación con el período durante el que será necesario cumplir con los requisitos exigidos a las *aportaciones no dinerarias encubiertas*. Esto es, al período durante el que será necesario obtener (a) informe de administradores, (b) informe de experto independiente y (c) aprobación de la junta general para que la sociedad limitada emisora de obligaciones realice adquisiciones a título oneroso por un importe igual o superior a la décima parte de su capital social. Tres alternativas se nos antojan posibles:

(i) que el régimen se aplique hasta que transcurran dos años desde la fecha de inscripción en el Registro Mercantil de la escritura de constitución o transformación de la SL opción consistente con la literalidad del art. 72 LSC, pero que llevará a que, salvo en SL constituidas hasta dos años antes de la fecha de la emisión, el precepto quede vacío de contenido;

(ii) que sea de aplicación mientras las obligaciones emitidas por la SL estén en circulación, solución más acorde con la literalidad del art. 401.2.III LSC, pero que haría que el régimen

<sup>2</sup> Para una exposición de la justificación de la prohibición, *vid.*, por todos, TAPIA HERMIDA, Alberto Javier: «La financiación de la sociedad de responsabilidad limitada (con especial referencia a los arts. 9 y 10)», en RODRIGUEZ ARTIGAS, Fernando y otros (coords.): *Derecho de Sociedades de Responsabilidad Limitada*, T.I, Madrid: McGRAW-HILL/Interamericana de España, 1996, págs. 110 y ss.

<sup>3</sup> Entre otros, ARROYO MARTÍNEZ, Ignacio y MIQUEL GONZÁLEZ, Jorge: «Comentario del art. 8», en ARROYO, Ignacio y EMBID, José Miguel (coords.): *Comentarios a la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada*, Madrid: Tecnos, 1997, págs. 87 y 88; TAPIA HERMIDA, Alberto Javier, *op. cit.*, págs. 112-115.

<sup>4</sup> VALPUESTA, Eduardo: «Comentario del art. 402», en ROJO, Ángel y BELTRÁN, Emilio (Dirs.): *Comentario de la Ley de Sociedades Anónimas*, T. II, Madrid: Civitas, 2011, pág. 2762.

aplicable fuese más estricto para las sociedades limitadas emisoras de obligaciones que para las SA, lo que no parece ser el objetivo del legislador, encaminado a *equiparar* la disciplina de protección del capital de SL y SA y no a elevar el listón de las primeras; o

(iii) que solo será necesario cumplir con los requisitos de las *aportaciones no dinerarias encubiertas* durante los dos años posteriores al otorgamiento de la escritura de emisión o fecha equivalente si la emisión estuviese dispensada de escritura, solución que nos parece la más coherente con la aplicación conjunta de los arts. 401.2.III y 72 LSC. En todo caso, una mayor precesión del legislador hubiera sido deseable.

El nuevo art. 401.2 LSC no menciona si en el caso de que una SL con obligaciones en circulación participe como absorbente en una fusión no especial será necesario obtener informe de experto independiente, al menos en la parte relativa al valor del patrimonio aportado por las sociedades que se extinguen (ex. art. 34 Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles). En una primera aproximación a la cuestión y sobre la base de la finalidad perseguida de reforzar los mecanismos que garantizan la integridad del capital social de las SL emisoras de obligaciones, parece que la respuesta debe ser afirmativa.

De la dicción literal del art. 401 LSC se desprende que este régimen de los aumentos de capital no dinerarios solo es de aplicación a las sociedades de responsabilidad limitada emisoras y no a las que se limiten a garantizar una emisión de obligaciones. Si la Ley de Fomento de la Financiación hubiese querido contemplar a la SL garante, lo hubiera hecho expresamente como hace en el art. 401.1 LSC al prever la facultad de *emitir* y *garantizar* obligaciones. Además, en el garante no concurren los motivos que parecen justificar la imposición al emisor esta mayor protección de la integridad del capital social.

La segunda cuestión es que las sociedades de responsabilidad limitada no pueden emitir ni garantizar «obligaciones convertibles en participaciones sociales» (art. 401.2.IV LSC). Aunque la Ley 5/2015 no lo explicita en ningún lugar, parece que la justificación de la prohibición de emitir obligaciones convertibles en participaciones sociales reside en el carácter cerrado de este tipo social al que aludía la exposición de motivos de la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada de 1995 para explicar la

prohibición absoluta de emitir obligaciones<sup>5</sup>. Al ser las obligaciones valores negociables con vocación de tráfico generalizado, la emisión de obligaciones convertibles podría determinar la *apertura* de la sociedad. No nos parece este motivo razón suficiente para impedir esta forma de financiación a las sociedades limitadas. Si la junta general de la sociedad de responsabilidad limitada puede otorgar el consentimiento para la transmisión a un tercero de participaciones sociales (art. 107.2b) LSC) y, por tanto, para *abrir* la sociedad, por los mismos motivos debería poder acordar la emisión de obligaciones convertibles —la faculta de emitir obligaciones convertibles en acciones reside en la junta general ex. art. 406.2 LSC y no en el órgano de administración y así debería ser en la sociedad limitada si la ley le hubiese permitido emitir este tipo de valores— y así crear un valor que pudiese dar entrada a terceros en su capital social. Además, si el legislador hubiese querido permitir esta vía de financiación a las sociedades de responsabilidad limitada podría haber adoptado alguna garantía adicional tendente a preservar el carácter *cerrado* de este tipo social imponiendo una mayoría reforzada del art. 199.a) LSC para la emisión de valores convertibles, vedando su emisión a las sociedades que tuviesen una prohibición estatutaria, absoluta o temporal, de transmitir participaciones sociales (ex. art. 108.3 y 4 LSC) e incluso reconociendo un derecho de separación en caso de emisión.

También podría intentar justificarse la prohibición de emitir obligaciones convertibles en participaciones sociales no desde una perspectiva tipológica, sino desde el punto de vista de la protección del obligacionista: la ley quiere impedir que el titular de un título esencialmente transmisible, y muchas veces cotizado, como consecuencia de la conversión en participaciones quede *preso* en una sociedad estructuralmente cerrada. Tampoco parece este argumento justificación suficiente ya que obligaría a también prohibir la emisión de obligaciones convertibles a sociedades anónimas que tuviesen restricciones a la libre transmisibilidad de las acciones, que pueden llegar a ser más estrictas que las de una SL. Además, el inversor que adquiriese obligaciones convertibles en participaciones sociales conocería de antemano la naturaleza y características de los

<sup>5</sup> El carácter cerrado de la SL también parece apuntarlo como justificación REPRESA REBAQUE, Mónica: «El fomento de la financiación empresarial: ¿hacer de la necesidad virtud o peor el remedio que la enfermedad?», *LA LEY mercantil*, N.º 16, 2015, págs. 5-6.

títulos que recibiría en la conversión y no necesita protección adicional<sup>6</sup>.

El art. 401.2.IV LSC establece también que las SL no pueden *garantizar* obligaciones convertibles en participaciones sociales. Esta referencia a la garantía era innecesaria y está vacía de contenido: si las SL no pueden *emitir* obligaciones convertibles en participaciones, este tipo de valores no puede existir y, en consecuencia, no podrán garantizarse<sup>7</sup>.

No obstante la anterior restricción, a nuestro juicio nada impide que una sociedad de responsabilidad limitada pueda emitir obligaciones canjeables en acciones de otra sociedad o que pueda garantizar obligaciones convertibles en acciones emitidas por una sociedad anónima. El art. 401.2 LSC no lo prohíbe expresamente y no se da en estos supuestos ninguna de las razones que pueden haber llevado al legislador a incluir la prohibición de emitir obligaciones convertibles en participaciones sociales. En ninguno de los dos se compromete el carácter *cerrado* de la SL emisora o garante ni es necesario proteger a los inversores del riesgo de recibir títulos representativos del capital de una sociedad cerrada.

Tampoco creemos que exista impedimento para que una sociedad limitada emita obligaciones que atribuyan a los obligacionistas una participación en las ganancias sociales a las que se refiere el art. 406.2 LSC. La única particularidad es que la emisión de esta clase de obligaciones exigirá acuerdo de la junta general —*vid.* 3 *infra*.

## 2.2 · A vueltas con el límite de emisión: ahora en las sociedades de responsabilidad limitada

Otro paso importante dado por la Ley 5/2015 para la modernización del régimen de emisión obligaciones ha consistido en eliminar totalmente el límite máximo de emisión de obligaciones para las sociedades anónimas y comanditarias por acciones previsto en el antiguo art. 405 LSC. Hay no obstan-

te que advertir que este límite, que tradicionalmente había venido siendo un serio obstáculo para la financiación mediante la emisión de obligaciones para las sociedades anónimas españolas que no eran ni entidades de crédito ni sociedades cotizadas —exentas ambas, y sus filiales íntegramente participadas, de aquel con carácter general en virtud de diversas disposiciones<sup>8</sup>— había dejado de ser aplicable en la práctica desde que la disposición adicional segunda de la Ley 10/2014 equiparó en este ámbito a las sociedades no cotizadas con las cotizadas y las entidades de crédito<sup>9</sup>. Establece esta norma que las sociedades emisoras de instrumentos de deuda —*i. e.*, obligaciones— que (a) no otorguen a sus titulares derechos políticos, (b) no otorguen derechos de suscripción preferente respecto de futuras emisiones y (c) coticen en mercados regulados, sistemas multilaterales de negociación u otros mercados organizados, requisitos que cumplen la

<sup>8</sup> Tradicionalmente las entidades de crédito han estado exentas con carácter general del límite a la emisión de obligaciones: así lo preveía la disposición adicional cuarta de la hoy derogada Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre disciplina e intervención de entidades de crédito, y lo continúa contemplado la Ley 10/2014 en su disposición adicional segunda. Asimismo, desde la Ley 62/2003, de 30 de diciembre, de medidas fiscales, administrativas y de orden social, que introdujo en la Ley del Mercado de Valores el derogado art. 111bis, las sociedades cotizadas han estado exentas con carácter general del límite a la emisión de obligaciones. Esta exención continúa estando contemplada en el art. 510 LSC, disposición vacía de contenido tras la modificación del art. 405 LSC por la Ley de Fomento de la Financiación. Adicionalmente, desde la modificación de la disposición adicional segunda de la Ley 13/1985 por la citada Ley 62/2003, de 30 de diciembre, las emisiones de obligaciones que cumplieren determinados requisitos realizadas por entidades de crédito, sociedades cotizadas y las filiales íntegramente participadas, directa o indirectamente, de unas u otras estaban exentas no solo del límite de emisión que preveía el modificado artículo 405 LSC, sino también de la limitación contemplada en el artículo 411 LSC. La disposición adicional primera de la Ley 10/2014 ha venido a sustituir a la disposición adicional segunda de la Ley 13/1985 y continúa manteniendo la exención. Otro supuesto de no aplicación del límite de emisión es el de los concesionarios de obra pública cuando la emisión cumplierse determinados requisitos.

<sup>9</sup> Hacemos referencia a la Ley 10/2014 y no al Real Decreto-ley 4/2013, de 22 de febrero, que introdujo el artículo 30 quáter en la Ley del Mercado de Valores —«cuando se trate de colocación de emisiones de obligaciones [...] contempladas en las letras a), c) y d) del apartado 1 del artículo 30 bis, no será de aplicación la limitación establecida en el artículo 405 de la Ley de Sociedades de Capital»—, porque, a nuestro juicio, es muy discutible que dado el ámbito de aplicación de la Ley del Mercado de Valores (art. 3) el referido art. 30 quáter LMV, ya sea en su redacción original o en la dada a los arts. 30 ter y 30 quáter LMV por la Ley 11/2013, de 26 de julio, solventase el problema del límite a la emisión de obligaciones por sociedades no cotizadas españolas en uno de los casos habituales en el que el problema se planteaba en la práctica: el supuesto de emisión de obligaciones para su distribución y cotización fuera de España.

<sup>6</sup> Al igual que una SA no cotizada puede emitir obligaciones convertibles que sí coticen. Tras la conversión, el inversor recibirá acciones no cotizadas y, por tanto, ilíquidas. Un ejemplo de ello es la emisión de obligaciones obligatoriamente convertibles que realizó Banco Mare Nostrum, S.A. en diciembre de 2011.

<sup>7</sup> No creemos que el precepto pretenda contemplar —y prohibir— el supuesto en que una SL española garantice una emisión de obligaciones convertibles realizada por una sociedad extranjera cuyo capital social esté dividido en títulos equivalentes a participaciones sociales y cuya ley nacional le permita emitir obligaciones convertibles en *participaciones*. Nada debería impedir en este caso la garantía de la SL española.

práctica totalidad de las emisiones de obligaciones que se realizan en la práctica diaria, no están sujetas ni al límite de emisión que preveía el modificado art. 405 LSC ni a la restricción impuesta por razón de capital y reservas en el art. 411 LSC —que sigue vigente tras la Ley 5/2015. Unas breves observaciones sobre el art. 411 LSC tras la eliminación del límite de emisión para las sociedades anónimas y comanditarias por acciones:

- A nuestro juicio, y pese a las opiniones que encuentran una justificación autónoma y suficiente a esta restricción<sup>10</sup>, la limitación contenida en el art. 411 LSC solo tiene fundamento, si acaso, cuando existe un límite al importe máximo de emisión sobre la base de capital y reservas —son caras de una misma moneda. Por ello, la Ley 5/2015 debería haber aprovechado para establecer que esta limitación no es aplicable ni a las sociedades anónimas y ni a las comanditarias por acciones.
- En cualquier caso, los supuestos en que sociedades anónimas y comanditarias por acciones estarán sujetas a la restricción del art. 411 LSC serán pocos en la práctica por aplicación de la referida disposición adicional segunda de la Ley 10/2014, que, como hemos mencionado, también la neutraliza.

Respecto de las sociedades de responsabilidad limitada el legislador no ha terminado de dar el paso definitivo. Estas pueden ahora emitir obligaciones pero sujeto a un límite cuantitativo: «*el importe total de las emisiones de la sociedad de responsabilidad limitada no puede ser superior al doble de sus recursos propios*» (art. 401.2 LSC). La razón de ser de este límite es la misma que cuando era de aplicación a las sociedades anónimas: evitar el endeudamiento excesivo de la sociedad emisora para garantizar su solvencia; es una norma que fundamentalmente pretende proteger a los inversores. Esta limitación es un anacronismo que no cumple su finalidad y que la Ley 5/2015 no tendría que haber recogido: la solvencia de un emisor no se *garantiza* por limitar el importe de las obligaciones que puede emitir cuando puede endeudarse ilimitadamente por otras vías. En el siglo XXI existen otros mecanismos más eficaces y menos perturbadores para proteger a los inversores como son, entre otros, la obtención de *ratings*, la información contenida en el folleto infor-

mativo sobre el emisor y su situación financiera y las limitaciones recogidas en los términos de la emisión —límites al endeudamiento, a las inversiones, etc.—. Unos breves comentarios sobre el límite de emisión<sup>11</sup>:

- La referencia a los «*recursos propios*» utilizada por el art. 401.2 LSC no es afortunada, ya que es más propia del régimen de solvencia de entidades de crédito, empresas de servicios de inversión y compañías aseguradoras. Hubiera sido más acertado que la norma hubiese fijado el límite de emisión por referencia, bien a los *fondos propios*, bien al *patrimonio neto* de la sociedad, que son los conceptos contables claramente definidos en nuestra normativa contable y mercantil —y, por ende, en los modelos de estados financieros. Los primeros comprenden, con carácter general, las aportaciones realizadas, en el momento de la constitución o con posterioridad, por los socios —i. e., el capital social desembolsado—, la prima de emisión, las reservas y los resultados acumulados. El *patrimonio neto* es el resultado de agregar a los *fondos propios* los ajustes por cambio de valor y las subvenciones, donaciones y legados. La puntualización no es baladí, ya que aunque en muchas ocasiones el importe de unos y otro coincidirá, no siempre será así. En cualquier caso, lo que sí parece poder concluirse es que el límite de emisión de obligaciones no se fija por referencia a la definición de patrimonio neto utilizada en el art. 36.1.c).II CdC a los efectos de reparto de dividendos y disolución obligatoria de sociedades limitadas y que los préstamos participativos tampoco se sumarán a los *fondos propios* o al *patrimonio neto* —el art. 20.d) de Real Decreto-Ley 7/1196, de 7 de junio, considera los préstamos participativos patrimonio neto a efectos de la causa disolución obligatoria.

<sup>11</sup> No queremos dejar de apuntar una cuestión cuyo análisis excede de los objetivos de este trabajo: si el levantamiento del límite a la emisión de obligaciones recogido en la disposición adicional primera de la Ley 10/2014 es de aplicación a una SL emisora de obligaciones que cumplan los requisitos exigidos por esta norma. A favor, que la Ley 10/2014 no levanta el límite por referencia al tipo de emisor, sino al de los valores de deuda emitidos, y que los motivos que justificaban el levantamiento del límite por la ley son los mismos antes y después de la Ley 5/2015. En contra, que el límite a las SL se ha introducido con posterioridad a la Ley 10/2014 y que esta ley no pudo contemplar a la SL emisora. La referencia que la disposición adicional hace al art 405 LSC, que era donde en su momento se situaba el límite, y no al 401.2 LSC, parece irrelevante y meramente formal.

<sup>10</sup> VALPUESTA, Eduardo: «Comentario del art. 411», en ROJO, Ángel y BELTRÁN, Emilio (dirs.): *Comentario de la Ley de Sociedades Anónimas*, T. II, Madrid: Civitas, 2011, págs. 2808-2809.

Por último, aunque el art. 401.2 LSC no lo mencione expresamente parece claro que la intención del legislador es que el cálculo de los *fondos propios* o del *patrimonio neto* se haga en base individual y no consolidada.

- Los «*recursos propios*» deben ser los resultantes del último balance aprobado por la sociedad, ya sea el anual o uno *ad hoc* aprobado por la junta general. Una aclaración de la ley en este sentido hubiera sido deseable.
- De la literalidad del art. 401.2.I LSC se desprende que el límite solo aplica a la SL emisora y no a la que *garantice* la emisión de obligaciones realizada por una tercera entidad. Es decir, en el caso prototípico de una SL filial de una SA emisora, la primera puede garantizar íntegramente la emisión aunque sea por un importe superior al del doble de sus «*recursos propios*». Y ello no solo por el argumento literal, sino porque en la sociedad limitada garante no concurren los motivos de protección de la solvencia del emisor que justifican su imposición a la SL emisora.
- El art. 401.2. I y II LSC establece, en términos idénticos a lo que el art. 405.2 y 3 LSC preveía antes de la Ley 5/2015 para las SA que el límite de las SL para emitir obligaciones no será de aplicación cuando «*la emisión esté garantizada con hipoteca, prenda de valores, garantía pública o aval solidario de entidad de crédito*». Cuando esté «*garantizada con aval solidario de sociedad de garantía recíproca, el límite y demás condiciones del aval quedarán determinados por la capacidad de garantía de la sociedad en el momento de prestarlos*». Así, lo apuntado por doctrina y jurisprudencia antes de la Ley 5/2015 sobre el alcance de estas garantías y en relación con la coordinación de esta disposición y lo previsto en el art. 404 LSC —que no ha sido modificado— sigue siendo aplicable tras la reforma.

### 2.3 · Emisores distintos de sociedades de capital

La Ley de Fomento de la Financiación deroga la Ley 211/1964, y su disposición adicional quinta dispone que las emisiones de obligaciones que realicen sociedades distintas de las sociedades de capital, las asociaciones y otras personas jurídicas se registrarán, en lo no previsto por esta disposición adicional, por el régimen de emisión de obligaciones contenido en la Ley de Sociedades de Capital con las adaptaciones que resulten necesarias. Al no

tener la disposición adicional quinta de la ley más contenido sustantivo que los límites de emisión a que me referiré a continuación, la reforma pone fin con la histórica dualidad de regímenes normativos para la emisión de obligaciones, uno para las sociedades de capital y otro para las entidades emisoras distintas de aquellas, dualidad que carecía de justificación en la actualidad.

La referida disposición adicional quinta mantiene el límite de emisión que contemplaba la Ley 211/1964: el importe total de las emisiones de obligaciones que realicen las sociedades distintas de las sociedades de capital tendrá como límite máximo su capital social desembolsado y, en el caso de las asociaciones u otras personas jurídicas, la valoración de sus bienes. En los mismos términos a los previstos para las SL en el art. 401.2 LSC, el límite de emisión no será de aplicación en los casos en que la emisión esté garantizada con hipoteca, con prenda de valores —garantía no contemplada en la Ley 211/1964 para levantar el límite de emisión—, con garantía pública o con aval solidario de entidad de crédito. Cuando la emisión esté garantizada con aval solidario de sociedad de garantía recíproca, el límite y demás condiciones del aval quedarán determinados por la capacidad de garantía de la sociedad en el momento de prestarlos.

La disposición transitoria décima de la Ley 5/2015 establece que aquellas emisiones de obligaciones que se hubieren realizado con arreglo a la Ley 211/1964 seguirán regulándose hasta su extinción por las disposiciones de esta última.

Respecto de las sociedades cooperativas, las modificaciones introducidas por la Ley de Fomento de la Financiación tienen trascendencia adicional. La nueva redacción dada al art. 54.1 de la Ley 27/1999, de 16 de julio, de Cooperativas —«*Las cooperativas [...] podrán emitir obligaciones. La emisión de obligaciones se registrará por el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital [...], con las adaptaciones que resulten necesarias*»—, hace que la emisión de obligaciones por estas sociedades salga de la órbita de la disposición adicional quinta de la Ley 5/2015, para regirse directamente por lo previsto en la Ley de Sociedades de Capital. A nuestro juicio, la principal consecuencia de ello es que las cooperativas, al igual que las sociedades anónimas y las comanditarias por acciones, no están sujetas al límite de emisión. No nos parece que quepa otra interpretación. Si el legislador hubiese querido mantener el límite de emisión para las cooperativas la referencia que el art. 54.1 de la Ley de Coopera-

tivas hace a la Ley de Sociedades de Capital tendría que haberla hecho a la disposición adicional quinta de la Ley 5/2015, cuyo único contenido sustantivo es mantener el límite de emisión a los emisores que no sean sociedades de capital; y la extensión del límite de las sociedades limitadas a las cooperativas sin referencia legal expresa parece muy forzado. Asimismo y en línea con lo previsto para las sociedades de capital en el art. 406.1 LSC, se modifica la Ley de Cooperativas para establecer que la competencia para emitir obligaciones por las cooperativas reside en el consejo rector (art. 54.1). La asamblea general será el órgano competente para acordar la emisión de títulos participativos y participaciones especiales (art. 21.2.e) Ley de Cooperativas).

### 3 · ÓRGANO COMPETENTE PARA ACORDAR LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES

La Ley de Fomento de la Financiación da una nueva redacción al art. 406 LSC para trasladar desde la junta general al órgano de administración la competencia de emitir de obligaciones. Además, el nuevo art. 406.1 LSC especifica dos facultades adicionales del órgano de administración: la de acordar el otorgamiento de garantías de la emisión de obligaciones y la de solicitar su admisión a cotización. Que la primera era competencia del órgano de administración no planteaba duda alguna con anterioridad a la reforma, aunque en la práctica de las sociedades cotizadas no era extraño ver que en los acuerdos de delegación en el consejo de administración para la emisión de obligaciones se incluyese también la facultad de garantizarlas como si esta fuese competencia de la junta general. Respecto de la segunda, la especificación es oportuna y bienvenida. Las obligaciones tienen, en la mayoría de los casos, vocación de ser admitidas a cotización en un mercado —regulado o no— y es, por tanto, acertado que la ley aclare que el mismo órgano que tiene la competencia para emitir las obligaciones es al que corresponde autorizar su admisión a cotización. Cualquier interpretación contraria, que la mención del art. 406.1 LSC impide, haría que la flexibilidad que la Ley otorga a las sociedades para emitir obligaciones al hacer residir en el órgano de administración la facultad de emisión se viera frustrada<sup>12</sup>. Esta atribución de competencias se concibe

por el art. 406.1 LSC con carácter dispositivo, permitiendo que los estatutos la trasladen a la junta general. Desde un punto de vista práctico esto es muy relevante, ya que no es extraño que las sociedades anónimas contengan en sus estatutos una previsión que, siguiendo el régimen previo a la Ley 5/2015, contemple la emisión de obligaciones como competencia de la junta general. Las sociedades que contengan esta previsión estatutaria y que quieran aprovecharse de la nueva distribución de competencias deberán previamente acometer la oportuna modificación de sus estatutos sociales.

La atribución al órgano de administración de la facultad de emitir obligaciones no convertibles y que no permitan participar en las ganancias sociales es especialmente relevante para las sociedades cotizadas o con capital social disperso. Ganan mucha flexibilidad, ya que evita que tengan que convocar una junta general extraordinaria —con lo que ello conlleva en términos de coste y plazos— cuando el órgano de administración no disponga de una delegación previa o esta no sea suficiente (ex. art 319 Reglamento del Registro Mercantil).

En el caso de que el órgano de administración revista la forma de consejo de administración procede apuntar dos cuestiones. En primer lugar, que la LSC no establece ningún quórum ni mayoría reforzada para que el consejo acuerde la emisión de obligaciones, pudiendo así aprobarse por la mayoría ordinaria que fija la LSC o, en su caso, los estatutos sociales. La segunda, más importante aún, es que el art. 249bis LSC no contempla la emisión de obligaciones entre las facultades indelegables del consejo de administración. La emisión de obligaciones simples se configura tras la reforma como una más de las facultades del consejo de administración y debe, por tanto, ser susceptible de delegación.

Como no podía ser de otra forma, el art. 406.2 prevé una excepción al régimen general y establece que la facultad de emitir obligaciones convertibles en acciones o de obligaciones que atribuyan a los obligacionistas una participación en las ganancias sociales sigue residiendo en la junta general. La emisión de ambos tipos de obligaciones por sociedades anónimas exigirá que se cumpla con el quórum reforzado del artículo 194.1 LSC —este artículo contempla expresamente el quórum de junta

<sup>12</sup> Nótese que el art. 27.b) del recientemente derogado (por el Real Decreto 878/2015 de 2 de octubre) Decreto 1.506/1967, de 30 de junio, por el que se aprueba el reglamento de las bolsas

de comercio, parecía exigir para la admisión a cotización en una bolsa de valores de cualquier tipo de valor acuerdo del órgano de administración y de la *junta general*.

necesario para emitir obligaciones en general, sin que la ley distinga quórums en función de la naturaleza de los valores. Como ya hemos mencionado, la LSC prohíbe expresamente que las sociedades limitadas emitan obligaciones convertibles en participaciones, pero no extiende esta limitación a las obligaciones que atribuyan a sus titulares una participación en las ganancias sociales, ni a nuestro juicio hay justificación que lo impida —*vid.* 2.1 *supra* sobre los motivos que pueden justificar la prohibición de que las sociedades limitadas emitan obligaciones convertibles ninguno de los cuales es aplicable a este supuesto. Además, no creemos que la referencia que el art. 406.2 LSC hace a la junta general de «accionistas» sea motivo suficiente para mantener que las sociedades limitadas todos no puedan emitir este tipo de obligaciones. La referencia a la junta general de «accionistas» hay que atribuirle más a un *descuido* del legislador que a una intención de prohibir la emisión de este tipo de valores por las SL que debería haberse contemplado en el art. 401.2 LSC. A diferencia de lo que sucede en términos de quórum en sede de sociedades anónimas, la LSC no contempla ninguna mayoría específica para la adopción del acuerdo de emisión de obligaciones por la junta general de una SL. Esta falta de regulación debe seguramente atribuirse a un olvido del legislador causado por el hecho de que antes de la Ley 5/2015 las SL no podían emitir obligaciones. Aunque el paralelismo con la SA podría llevar a pensar que debería ser necesaria una mayoría reforzada, lo cierto es que no somos capaces de justificar esa solución sobre la base del art. 199 LSC y que la única opción posible es entender que la mayoría ordinaria del art. 198 LSC es suficiente.

## 4 · ESCRITURA DE EMISIÓN Y ELIMINACIÓN DE TRABAS FORMALES

### 4.1 · La escritura de emisión

La Ley de Fomento de la Financiación mantiene el principio tradicional de nuestro ordenamiento jurídico de que la emisión de obligaciones debe hacerse constar en escritura pública, requisito formal que, debido a lo amplio de las exenciones que, desde el Real Decreto-Ley 5/2005, de 11 de marzo, habían venido estableciéndose a través de la inclusión y modificación de los arts. 30 ter y 30 quáter LMV, se ha convertido en la excepción. La Ley 5/2015 ha aprovechado para sistematizar lo dispuesto por ambos preceptos de la Ley del Mercado

de Valores y refundirlos en el art. 30 ter LMV (actual art. 41 del Texto Refundido LMV), que no incluye novedades relevantes respecto del régimen inmediatamente anterior. En resumen, no hará falta que las emisiones realizadas por sociedades españolas consten en escritura pública cuando las obligaciones vayan a ser objeto de:

- (i) admisión a negociación en un mercado secundario oficial español —como el Mercado AIAF de Renta Fija— o de una oferta pública que exija la elaboración de un folleto sujeto a la aprobación y registro por la CNMV; o
- (ii) admisión a negociación en un sistema multilateral de negociación establecido en España —el MARE.

Dado que lo que habitual es que las obligaciones emitidas por sociedades españolas tengan vocación de cotizar, será también la regla que se cumpla una de estas dos excepciones y que, por tanto, no sea necesario el otorgamiento de escritura pública ni la inscripción de la emisión en el Registro Mercantil. Al supuesto particular de las emisiones de obligaciones sujetas a derecho extranjero realizadas por sociedades españolas nos referimos en el apartado 6.1 *infra*.

Lo anterior se refiere a las obligaciones simples, ya que el otorgamiento de escritura de emisión y su inscripción en el Registro Mercantil será siempre necesario —sin exención posible— en los supuestos de emisión de obligaciones convertibles en acciones realizadas por el emisor de las acciones subyacentes o por una entidad perteneciente al grupo del emisor (art. 41.1 del Texto Refundido LMV).

En relación con los supuestos residuales en que siga siendo de aplicación el requisito de otorgamiento de escritura pública procede realizar algunos apuntes. En primer lugar, que, a nuestro juicio, seguirá siendo necesaria la inscripción de la escritura de emisión en el Registro Mercantil<sup>13</sup>. Y esto por varios motivos:

- El art. 22.2 CdC deja pocas dudas sobre la necesidad de inscripción en el Registro Mercantil de la emisión de obligaciones y no hay nin-

<sup>13</sup> En contra se manifiesta GARCIMARTÍN, Francisco: «Las novedades en materia de emisión de obligaciones bajo ley extranjera: La relación entre los artículos 401-407 LSC, 30 ter y *quarter* LMV y 10.3 CC», *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, N.º 16, Sección Mercados y Praxis Negocial, Primer semestre de 2015, Editorial LA LEY, pág. 2-3.

gún precepto en la Ley de Fomento de la Financiación que sea frontalmente contradictorio con él y permita interpretar su derogación tácita. Además, el fundamento de la obligatoriedad de la inscripción de la emisión está en este artículo y no el derogado art. 407.2 LSC.

- El requisito de la escritura pública está íntimamente ligado al de la inscripción en el Registro Mercantil de la emisión (*ex. art. 18.1 CdC*); difícilmente puede entenderse uno sin la otra. La emisión de obligaciones es un negocio jurídicamente complejo y, en general, de gran trascendencia para la sociedad emisora y terceros —obligacionistas, actuales y potenciales, y demás acreedores— y, por ello, el legislador considera apropiado que esté sujeta al control de legalidad y a la publicidad que dan el otorgamiento de la escritura pública y la inscripción. Así, la exención de cumplimiento de estos requisitos y de la publicación en el BORME que se introdujo por los arts. 30 ter y 30 quáter LMV se basa en la idea de que el control y la publicidad a través de los instrumentos de la normativa *española* del mercado de valores —y solo de esta— son suficientes cuando sea de aplicación, pero cuando no sea así, será necesario volver al régimen general de la LSC. Esta justificación sigue siendo válida tras la Ley 5/2015.
- La modificación del art. 407.2 LSC por la Ley 5/2015 —que disponía la regla de que las obligaciones no podían ponerse en circulación hasta que se hubiese inscrito la escritura de emisión en el Registro Mercantil— no puede interpretarse como que la inscripción ya no sea necesaria —a la que, por otro lado, el art. 419 LSC sigue refiriéndose—, sino como la respuesta del legislador a una formalidad temporal que, sin motivo aparente, dificultaba el proceso de emisión de obligaciones y obligaba a usar en el desembolso y entrega de las obligaciones ciclos de liquidación muy superiores al T+3 propios de los mercados internacionales de deuda. Tras la Ley 5/2015 la inscripción en el Registro Mercantil podrá tener lugar después de la *puesta en circulación* de las obligaciones, modificación claramente acertada. Tampoco creemos que la derogación del art. 410 LSC —*vid. 7 infra*— abone la tesis de la no necesidad de inscripción. La supuesta preferencia por orden de fechas de las emisiones, aplicaba en todo caso y con independencia de que fuesen emisiones inscritas o acogidas a alguna de las excepciones de los arts. 30 ter y 30 quáter LMV.

La oportunidad de la inscripción en el Registro Mercantil de la emisión de obligaciones simples es, como tantas otras cuestiones de su régimen jurídico, muy opinable y criticable, pero una vez mantenida la obligatoriedad de la escritura de emisión por la Ley 5/2015 es, a nuestro juicio, difícil concluir que la intención del legislador haya sido, en cambio, eliminar la necesidad de inscripción en los supuestos residuales en que aquella sea necesaria. No quiere esto decir que la inscripción en el Registro Mercantil tenga carácter constitutivo ni que sea condición esencial de la validez de la emisión —como tampoco la tiene para la mayoría de los actos inscribibles. Como ejemplo, el otorgamiento del acta de cierre tampoco afectaba a la validez de la emisión y no se podía poner en duda su carácter obligatorio (art. 311 RRM).

En segundo lugar, la Ley 5/2015 ha dado una nueva redacción al art. 407 LSC relativo al contenido de escritura de emisión. Dos novedades nos gustaría resaltar:

- Si la emisión contase con garantías personales, el garante, junto con el emisor y el comisario, deberá concurrir al otorgamiento de la escritura de emisión.
- Si las garantías fuesen reales, se deberá identificar el bien sobre el que recaigan expresando el «Registro público en el que se hubiera inscrito la garantía y la fecha de inscripción o la entidad depositaria de los bienes o derechos pignorados y la fecha de pignoración» (art. 407.3 LSC). La necesaria mención de la fecha de inscripción cuando las garantías reales sean inscribibles puede suponer un problema en la práctica, ya que lo habitual será que la escritura de emisión se otorgue en la misma fecha que las garantías reales inscribibles, momento en que todavía no se conocerá la fecha de inscripción de estas últimas. Habrá que esperar a ver cómo resuelve este *entuerto* la práctica registral.

#### 4.2 · Eliminación de trabas formales en la emisión de obligaciones

La Ley 5/2015 ha avanzado en el proceso de eliminar trabas formales a la emisión de obligaciones. En este campo realiza dos modificaciones sin lugar a dudas acertadas.

- Primero, deroga el art. 408 LSC y suprime definitivamente y de forma generalizada la obligación de publicar un anuncio en el BORME que,

como el otorgamiento de escritura de emisión, había quedado reducida a residual por aplicación de los arts. 30 ter y 30 quáter LMV. No obstante, hay que interpretar que la publicación seguirá siendo preceptiva en las emisiones de obligaciones convertibles en acciones sin supresión del derecho de suscripción preferente de los accionistas.

- Segundo, se elimina la previsión que recogía el art. 407.2 LSC de que las obligaciones no podían ponerse en circulación hasta que se hubiese inscrito la escritura de emisión en el Registro Mercantil. Tras la Ley 5/2015, cuando la emisión no esté exenta de escritura e inscripción, las obligaciones podrán desembolsarse y entregarse a los inversores para su negociación sin esperar a la previa inscripción en el Registro Mercantil.

## 5 · MODIFICACIONES EN EL RÉGIMEN JURÍDICO DEL COMISARIO Y DEL SINDICATO DE OBLIGACIONISTAS

### 5.1 · Introducción

La Ley 5/2015 realiza cambios sustanciales en la regulación del comisario y del sindicato de obligacionistas. Una de las principales novedades se refiere a la necesidad de constituir el sindicato de obligacionistas y de designar un comisario en las emisiones realizadas por sociedades españolas en el extranjero. Este tema lo abordamos en el apartado 6 *infra*.

### 5.2 · El comisario

La Ley 5/2015 traslada el centro de la regulación del comisario del art. 427 LSC al art. 421 LSC. Es clara la finalidad, ya presente en el Anteproyecto de Código Mercantil (arts. 235-25.2 y 235-26), de profesionalizar esta figura y adaptarla a los mercados de capitales actuales. Para ello, utilizando una formulación un tanto genérica pero clara en sus objetivos, dispone que el comisario debe tener reconocida experiencia en materias jurídicas y económicas (art. 421.1 LSC) y admite expresamente, como ya hacía la práctica, que sea una persona jurídica. Paralelamente, establece el principio general de responsabilidad del comisario frente a los obligacionistas y la sociedad por los daños que cause en el desempeño de su cargo «*sin la diligencia profe-*

*sional con que deba ejercerlo*» (art. 421.7 LSC), cubriendo así una laguna del régimen anterior. La ley suprime la necesidad prevista en el anterior art. 421 LSC de que, suscrita la emisión, el comisario convoque una primera asamblea para aprobar o censurar su gestión, le ratifique en el cargo y apruebe el reglamento del sindicato. Se da así solución al problema con que se enfrentaban los emisores que, ante la falta de asistencia de los obligacionistas a la asamblea, tenían en muchas ocasiones serias dificultades de obtener la ratificación. Dado el tenor literal del art. 421.1 LSC, que hace residir en la sociedad la competencia para designar y fijar la retribución del comisario, y que ya no es necesario proceder a su ratificación inmediata, consideramos que en aquellos supuestos, no infrecuentes en la práctica, en los que el comisario designado por el emisor cese en su cargo, la sociedad podrá nombrar a su sustituto sin necesidad de convocar una asamblea de obligacionistas. Ello facilita la gestión de las emisiones y reduce los costes administrativos del emisor, sin que suponga perjuicio alguno para los obligacionistas que siempre tendrán la facultad de sustituir al comisario por acuerdo de la asamblea (ex. art. 424 LSC).

El art. 421.3 LSC dispone como nueva competencia del comisario —antes de la asamblea de obligacionistas— establecer el reglamento interno del sindicato, ajustándose a lo previsto en la escritura de emisión.

Por último, la reforma deroga el art. 428.1 LSC que otorgaba al comisario de emisiones de obligaciones no garantizadas realizadas por sociedades sujetas al límite de emisión la facultad de examinar los libros de la sociedad y de asistir, con voz y sin voto, a las reuniones del consejo de administración del emisor.

### 5.3 · La asamblea general de obligacionistas

La Ley de Reforma de la Financiación también incluye novedades significativas en el régimen jurídico de la asamblea general de obligacionistas:

- En material de convocatoria de la asamblea, el nuevo art. 423 LSC suprime el apartado 2 —que para la adopción de los acuerdos más relevantes incluía referencias a la convocatoria de la junta general de accionistas— y solo exige que la convocatoria (i) se haga en la forma prevista en el reglamento del sindicato y (ii) de modo que asegure el conocimiento por los obligacionistas.

- Se introduce un art. 424 bis LSC que, paralelamente a lo que sucede en sede de junta general, regula la asistencia de los obligacionistas a la asamblea. Prevé que los obligacionistas pueden asistir personalmente o representados por medio de otro obligacionista y que nunca podrán hacerse representar por los administradores del emisor, aunque sean obligacionistas. Una interpretación literal del art. 424 bis LSC podría llevar a la conclusión de que los obligacionistas solo pueden hacerse representar por otro obligacionista, solución que consideramos carente de sentido, ya que dificultaría mucho más de lo que era antes de la reforma la adopción de acuerdos por las asambleas generales de obligacionistas —un mal endémico de las emisiones de obligaciones es la poca participación de los bonistas. No parece, además, razonable que un accionista pueda hacerse representar en la junta general por un tercero (art. 184.1 LSC) y que ello esté vedado al obligacionista. Por ello, proponemos una interpretación del art. 424 bis LSC acorde con la realidad de los mercados capitales actuales —en los que generalmente los obligacionistas participan en las asambleas a través de *proxy agents*, terceros profesionales encargados de asistir y votar en estas en representación de los bonistas y siguiendo sus instrucciones—, que atienda al espíritu y finalidad de la Ley 5/2015 —de facilitar la financiación a través de las emisiones de renta fija eliminando las disfunciones que la regulación presentaba respecto al funcionamiento actual de los mercados de capitales— y que sea consistente con el régimen de representación de los socios en la junta general. Por tanto, sugerimos la siguiente lectura del precepto: en primer lugar, prevé expresamente la facultad del bonista de asistir personalmente o de hacerse representar en la asamblea; en segundo lugar, establece una prohibición, que la representación no puede nunca darse a los administradores del emisor; y, por último, apunta con carácter meramente indicativo y no exhaustivo uno de los posibles representantes del bonista, otro obligacionista, pero sin pretender excluir a los terceros. Notese que el precepto no está redactado de forma negativa prohibiendo que los obligacionistas se representen por un tercero, sino que este se limita a prever la posibilidad de que el obligacionista se represente por otro obligacionista.
- Se incluye el art. 424 ter LSC que reconoce al obligacionista un derecho de voto proporcional al valor nominal no amortizado de las obligaciones de que sea titular.
- Por último, se modifica el art. 425 LSC relativo a la adopción de acuerdos por la asamblea general de obligacionistas. Con carácter general, estos se adoptarán por «*mayoría absoluta*» de votos emitidos, sin que el precepto exija quórum mínimo. Solo los acuerdos relativos a la modificación del plazo o a las condiciones del reembolso del valor nominal exigen una mayoría cualificada: dos terceras partes de las obligaciones en circulación. Un mayor desarrollo de las mayorías necesarias para la adopción de acuerdos hubiera sido deseable, en especial la determinación de aquellos acuerdos de modificación de los términos de las obligaciones que, en su caso, exigen el voto unánime de los obligacionistas.

## 6 · LA NORMA DE CONFLICTO EN MATERIA DE EMISIÓN DE OBLIGACIONES

### 6.1 · El artículo 405 LSC

Una de las grandes novedades de la Ley de Fomento de la Financiación ha sido la inclusión de una norma de conflicto que determina la ley aplicable a los diferentes aspectos de la emisión de obligaciones<sup>14</sup>. El régimen incluido en el art. 405 LSC es tributario de lo previsto en el art. 235-47 del Anteproyecto de Código Mercantil y viene a positivar lo que ya era una práctica consolidada y mantenía la mayoría de la doctrina científica<sup>15</sup>.

El art. 405 LSC parte del principio un tanto ambiguo de que las sociedades españolas pueden emitir obligaciones en el extranjero —parece que hubiera sido más preciso seguir la dicción del art. 235-45.1 del Proyecto de Código Mercantil que se refería a la posibilidad de someter los términos y condiciones de los títulos a una ley extranjera—, para luego establecer:

- (i) que la ley española —*lex societatis*— determinará la capacidad, el órgano competente y las condiciones de adopción del acuerdo de emisión;

<sup>14</sup> Para una exposición completa de las reglas de derecho internacional privado establecidas por la Ley 5/2015 *vid.*, GARCIMARTÍN, Francisco, *op. cit.*, págs. 1-6.

<sup>15</sup> *Vid.* VIRGÓS, Miguel: «Las reglas de Derecho internacional privado en el Anteproyecto de Código Mercantil», en BERCOVITZ, Alberto (coord.): *Hacia un nuevo Código Mercantil*, Madrid: Aranzadi, 2014, págs. 661-666.

(ii) que la ley extranjera a la que se someta la emisión —*lex contractus*— registrará los derechos de los obligacionistas frente al emisor —*i. e.*, los aspectos contractuales de la emisión—, las formas de organización colectiva y el régimen de reembolso y amortización de las obligaciones; y

(iii) que en el caso de obligaciones convertibles, la ley extranjera a la cual se someta la emisión registrará el contenido del derecho de conversión —dentro de los límites establecidos por la ley española— y la ley española determinará el valor al que se pueden emitir las obligaciones, los límites de la conversión y el régimen de exclusión del derecho de suscripción preferente.

Desgraciadamente, la Ley 5/2015 no ha aprovechado la reforma para incluir una norma de derecho internacional privado que regule la ley aplicable a los aspectos cartulares de la emisión; que plantea cuestiones complicadas en la práctica diaria, especialmente, en los supuestos en que las obligaciones se representan mediante títulos globales que se depositan en un *common depositary* de una cámara de compensación situada en país distinto de aquel cuya ley se acuerda que rija los aspectos contractuales de la emisión. Ante tal ausencia, los aspectos cartulares de la emisión seguirán estando regulados por el art. 10.3 CC, cuyo significado es, en muchas ocasiones, poco esclarecedor.

Una de las cuestiones espinosas de las emisiones sujetas a derecho extranjero es determinar la necesidad de otorgar escritura de emisión e inscribirla en el registro mercantil —sobre este punto en las emisiones sujetas a derecho español *vid.* 4.1 *supra*. Aunque existan argumentos poderosos en contra, a nuestro juicio la respuesta debe ser, en línea con lo que prevé el art. 235 - 47.2 del Anteproyecto de Código Mercantil, afirmativa. El otorgamiento de escritura pública y la inscripción rebasan el plano meramente contractual —*i. e.*, de la forma del contrato— en una operación *compleja* como es la emisión de obligaciones. Se configura así el otorgamiento de escritura pública y de inscripción como parte de la *lex societatis*<sup>16</sup>. El legislador impone el

principio general de inscripción de la emisión de obligaciones en el art. 22.2 CdC, junto a otra serie de actos de naturaleza societaria, al considerar que su transcendencia requiere del control de legalidad y la publicidad que esta proporciona. Y, solo admite su exención cuando concurra alguna de las circunstancias previstas en el art. 41 del Texto Refundido LMV. Esto es consistente con la opinión mayoritaria de la doctrina y la práctica previa a la Ley 5/2015 y que esta, como hemos apuntado, se limita a simplemente a positivar.

## 6.2 · La necesidad de nombrar comisario y constituir un sindicato de obligacionista en las emisiones de obligaciones sujetas de derecho extranjero

La Ley de Fomento de la Financiación ha puesto fin a la polémica relativa a la necesidad de nombrar comisario y constituir un sindicato de obligacionistas en las emisiones de obligaciones sujetas a derecho extranjero realizadas por sociedades españolas. Aunque el principio general está en el art. 405.3 —la *lex contractus* rige la forma de organización colectiva de los obligacionistas—, el punto de partida del sistema se desplaza de hecho hacia el nuevo art. 403 LSC: la designación de comisario y la constitución de un sindicato solo son necesarios «en los supuestos que prevea la legislación especial aplicable». Y la legislación especial a que se refiere es el nuevo art. 42 del Texto Refundido LMV, que establece la obligatoriedad de nombrar comisario y constituir un sindicato de obligacionista cuando la emisión cumpla, cumulativamente, con los siguientes tres requisitos:

- (i) que tenga la condición de oferta pública de suscripción;
- (ii) que sus términos y condiciones estén regidos por el ordenamiento jurídico español o por el de un Estado que no sea ni miembro de la Unión Europea ni de la OCDE; y
- (iii) que tenga lugar en territorio español o su admisión a negociación se produzca en un mercado secundario oficial o en un sistema multilateral de negociación establecido en España.

El art. 42 del Texto Refundido LMV incluye una excepción al principio general de la *lex contractus*

<sup>16</sup> Considerando el otorgamiento de la escritura de emisión como parte de la *lex societatis*, GARCIMARTÍN, Francisco: «Derecho de Sociedades: Problemas de Ley Aplicable», en DELGADO DE MIGUEL, Juan Francisco (coord. gal.): *Instituciones de Derecho Privado*, T. VI, Vol. 1.º, Madrid: Civitas, 2004, págs. 64-65 y 89-90; GARCIMARTÍN, Francisco: «La emisión de obligaciones convertibles bajo una ley extranjera: despejando dudas», *Revista de Derecho de Sociedades*, N.º 29, 2007, pág. 197. Considerando el otorgamiento de la escritura de emisión como parte de

la *lex contractus*, *vid.*, GARCIMARTÍN, Francisco: «Las novedades en materia de emisión de obligaciones...», *op. cit.*, págs. 1-6.

que se activa cuando esta es la legislación de un Estado que no sea miembro de la UE ni de la OCDE. En este supuesto, si se dan los restantes requisitos previstos en el artículo 42 del Texto Refundido LMV, cualquiera que sea la solución dada por la *lex contractus*, es necesario que la sociedad española emisora constituya un sindicato de obligacionistas y nombre un comisario.

Por último, hay que apuntar que nada impide que, si la *lex contractus* no lo prohíbe, se designe comisario y se constituya un sindicato de obligacionistas en emisiones de obligaciones realizadas por sociedades españolas que no cumplan los requisitos del art. 42 del Texto Refundido LMV.

## 7 · LA DEROGACIÓN EXPRESA DEL ARTÍCULO 410 DE LA LEY DE LA LEY DE SOCIEDADES DE CAPITAL

La Ley 5/2015 deroga el art. 410 LSC y pone así fin a una disposición que constituía una clara anomalía en nuestro ordenamiento jurídico —la derogación expresa de la Ley 211/1964 también supone la del párrafo segundo de su art. 4 que incluía otro precepto más anómalo aún si cabe. El art. 410 LSC establecía un régimen de prelación entre las distintas emisiones de obligaciones realizadas por una sociedad con base en su fecha de emisión —i. e., las

primeras emisiones gozan de preferencia frente a las posteriores—, pero ello sin alterar la posición de los demás acreedores de la sociedad en relación con los obligacionistas. Esta disposición tenía poca virtualidad práctica, ya que la interpretación más extendida del precepto<sup>17</sup> entendía que la prelación entre series de obligaciones no era aplicable en el contexto concursal. La Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal, ley especial respecto de la Ley de Sociedades de Capital en el caso de concurso de acreedores, establece que «[n]o se admitirá en el concurso ningún privilegio o preferencia que no esté reconocido en esta Ley» (art.89.2 Ley Concursal). Admitir la vigencia de la preferencia temporal entre series de obligaciones en el marco del concurso de acreedores no solo era frontalmente incompatible con la Ley Concursal, sino que era totalmente contraria con la lógica y práctica de los mercados de deuda del siglo XXI en los que operan los emisores españoles —el precepto tenía su origen mediato en el decimonónico art. 186 del Código de Comercio aplicable a las compañías de ferrocarriles y demás obras públicas.

En cualquier caso, hay que dar la bienvenida a esta derogación expresa del art. 410 LSC, que despeja cualquier duda, por pequeña que fuese, en una cuestión tan esencial para los mercados de deuda como es el del orden de prelación de los diferentes títulos.

<sup>17</sup> Mantienen esta posición, entre otros, DÍAZ RUIZ, Emilio: «La (no) preferencia de las emisiones de obligaciones precedentes en caso de concurso (I)», *El Economista - Ecoiuris Opinión*, 19 de mayo de 2008, pág. 8; GARCÍA-FUERTES, Gonzalo, PALAO ITURZAETA, José Luis, REDONET SÁNCHEZ DEL CAMPO, Javier y VENTOSO DEL RINCÓN, Alfonso: «La modernización del régimen de emisión de deuda en España», en REQUEIJO, Jaime (dir.): *Los retos de la financiación del sector empresarial*, Madrid: Fundación de Estudios Financieros y Círculo de Empresarios,

2014, págs. 163-164; SEBASTIAN QUETGLAS, Rafael: *El Concurso de Acreedores del Grupo de Sociedades*, Navarra: Editorial Aranzadi, 2013 (2.ª ed.), págs. 260-261. VALPUESTA, Eduardo: «Comentario del art. 410», en ROJO, Ángel y BELTRÁN, Emilio (dirs.): *Comentario de la Ley de Sociedades Anónimas*, T. II, Madrid: Civitas, 2011, págs. 2798-2805. Para la postura contraria, vid. BERMEJO GUTIERREZ, Nuria: «Prelación entre emisiones de obligaciones y riesgo de dilución de la deuda», *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, N.º 2, 2008, págs. 207-234.