

## Flexibilización del régimen de emisión de obligaciones

**Marisa Aparicio González**

*Profesora Titular de Derecho Mercantil de la Universidad Autónoma de Madrid*

*Consejera académica de Gómez-Acebo & Pombo*

---

La importancia de tener un ordenamiento jurídico actualizado, adaptado a las circunstancias que la sociedad demande en un momento dado, es cuestión indubitada. Si las circunstancias socio-económicas cambian lentamente, el ordenamiento reacciona y procura adaptarse a ellas de manera ordenada; sin embargo, cuando esas circunstancias se producen en un corto espacio de tiempo y, además, vienen provocadas por una crisis de la envergadura de esta en que nos encontramos inmersos, la reacción para producir la correspondiente reforma suele ser atropellada y puntual, sin reparar en el contexto o entorno general de la modificación que se acomete.

Algo parecido a lo denunciado es lo que ha ocurrido con el régimen de la emisión de obligaciones, entendida como la realizada en serie de valores que crean o reconocen una deuda, pues se trata de un régimen antiguo, obsoleto, anclado en la redacción inicial de la Ley de Sociedades Anónimas (LSA), de 1951, que fue la que dio carácter general a la figura. Por más que desde aquella ley hasta ahora se hayan producido dos importantes y generales refundiciones con potestad incluso redactora —el TRLSA de 1989 y la Ley de Sociedades de Capital (LSC) del 2010—, lo cierto es que el régimen jurídico de las obligaciones ha permanecido prácticamente inalterado. Lo más que se ha dado en alterar lo allí previsto han sido unas adaptaciones menores para los casos en que se trate de emisiones llevadas a cabo por sociedades cotizadas, o bien admitidas a cotización en mercados secundarios de valores, o que vayan a ser objeto de una oferta pública de venta (arts. 510 y 511 LSC, y 30 *ter* Ley del Mercado de Valores —LMV—).

Sin embargo, y desde una perspectiva económica, sería conveniente observar con algún detenimiento la función que cumplen las obligaciones en el tráfico, toda vez que cíclicamente las obligaciones vienen protagonizando un papel relevante en periodos de retraimiento o recesión económica, como nicho o sector en el que se resguardan inversores de todo tipo que esperan a que amaine la convulsión económica para volver a optar por otra clase de valores especulativos, como son las acciones u otros instrumentos financieros de renta variable. Así ha sido desde el gran desastre de la construcción del ferrocarril en España durante el siglo XIX, que dio lugar a las primeras leyes que se interesaron por la tutela de los obligacionistas que se vieron afectados por la quiebra de las compañías concesionarias y por el que se llevó a cabo la consiguiente nacionalización del sector (Renfe).

En un contexto como el actual, por tanto, en el que el Estado español ha tenido que acudir al programa europeo de asistencia para la recapitalización del sector financiero y establecer un régimen de reestructuración y resolución de entidades de crédito, parece lógico que se adopten las modificaciones precisas en apoyo del mejor funcionamiento de los productos financieros, en este caso emisiones de obligaciones, que se ofrecen al público inversor en general. Sin embargo, una vez más, las normas que justifican estas líneas acometen modificaciones fraccionadas, sesgadas, que impiden un tratamiento armónico de esta disciplina.

En este sentido, a continuación señalaremos las importantes medidas adoptadas en materia de obligaciones —que se han producido en un muy

breve espacio de tiempo—, tanto respecto al régimen general como sectorialmente, para facilitar la utilización de este medio de financiación externa de las sociedades:

### **1. Voluntariedad del sindicato de obligacionistas para las emisiones realizadas por los fondos de activos bancarios (FAB)**

- 1.1. La disposición adicional décima de la Ley 9/2012, de 14 de noviembre, de Reestructuración y Resolución de Entidades de Crédito, bajo el rótulo «patrimonios separados», contiene el régimen jurídico de los fondos de activos bancarios (FAB), constituidos por agrupación de activos y pasivos de la Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria, los cuales podrán emitir obligaciones a las que no se aplicará el régimen general previsto en el título XI de la Ley de Sociedades de Capital (arts. 401 a 433) ni tampoco la Ley 211/1964, de 24 de diciembre, que adapta el citado régimen a aquellas emisiones realizadas por sociedades que no tengan la forma de anónimas, asociaciones u otras personas jurídicas.
- 1.2. Sin embargo, con carácter voluntario, en la escritura de emisión se podrá prever la constitución de un sindicato de tenedores de valores emitidos por el FAB. A este órgano de tutela de los obligacionistas le serán de aplicación los artículos 419 a 429 de la LSC con una serie de adaptaciones: las menciones que se hagan de la escritura de emisión se entenderán hechas de la escritura de constitución del FAB; las menciones de la sociedad emisora se entenderán hechas del FAB o, en su caso, de la sociedad gestora; el comisario del sindicato de obligacionistas sólo podrá asistir, con voz y sin voto, a las deliberaciones de la junta general de la sociedad gestora relativas al FAB.
- 1.3. Por otro lado, la citada disposición adicional décima establece que no se aplicará al sindicato de tenedores de valores emitidos por el FAB lo previsto por los artículos 428.2 y 429 de la LSC. Está claro que ello únicamente será posible en los supuestos en que el Fondo haya decidido voluntariamente constituir el sindicato. En esos casos será cuando entrará en juego la excepción de los citados preceptos, que

se refieren a que, si la sociedad ha retrasado en más de seis meses el pago de los intereses vencidos o la amortización del principal, el comisario podrá proponer al consejo la suspensión de cualquiera de los administradores y convocar la junta general de accionistas si aquéllos no lo hicieren cuando estimen que deben ser sustituidos; y que, si la emisión estuviere garantizada con hipoteca o con prenda y la sociedad hubiere demorado el pago de intereses por más de seis meses, igualmente el comisario, previo acuerdo de la asamblea general de obligacionistas, podrá ejecutar los bienes que constituyan la garantía para hacer pago del principal con los intereses vencidos.

### **2. Competencias del comisario del sindicato de obligacionistas**

Por su parte, el artículo 73 de la Ley 9/2012 reconoce legitimación para interponer el recurso contencioso-administrativo contra los actos y decisiones del FROB en materia de gestión de instrumentos híbridos de capital y de deuda subordinada al comisario o representante del sindicato o asamblea que agrupe a los titulares de los valores de una determinada emisión afectada por la acción, siempre que este esté facultado para ello en virtud de los términos y condiciones de dicha emisión y de las reglas que regulen el funcionamiento de dicho sindicato o asamblea.

### **3. Excepción a las competencias del comisario**

Por último, la disposición adicional vigésima de la Ley 9/2012 modifica la LSC para añadir un segundo inciso al primer número del artículo 428.

El primer inciso reconoce la facultad del comisario de una emisión de obligaciones no garantizada de revisar los libros de la sociedad y de asistir, con voz pero sin voto, a las reuniones del consejo de administración.

El inciso que se añade declara no aplicable el ejercicio de esa facultad cuando se trate de sociedades que no estén sujetas a los límites de emisión establecidos por el artículo 405 de dicha ley (capital social desembolsado más reservas) y tampoco tengan necesidad de garantizar la emisión con hipoteca, prenda de valores, garantía pública o aval solidario de entidad de

crédito. La excepción a la novedosa norma la constituyen los supuestos en que la sociedad emisora fuera una entidad de crédito participada por el FROB, supuesto para el que se prevé que las funciones de comisario sean asumidas por el propio FROB.

En definitiva y con carácter general, se limitan las facultades del comisario del sindicato de obligacionistas cuando se trate de emisiones realizadas por entidades de crédito no intervenidas y, en general, por sociedades cotizadas.

#### **4. Ruptura de la regla del límite de la cuantía de la emisión**

Junto con las novedades en el régimen general de la emisión de obligaciones que incorporó específicamente la Ley 9/2012, el artículo 19 del Real Decreto Ley 4/2013, de 22 de febrero, de medidas de apoyo al emprendedor y de estímulo del crecimiento y de la creación de empleo, ha añadido un nuevo artículo a la Ley del Mercado de Valores, el artículo 30 *quater*, con el siguiente tenor literal:

«Cuando se trate de colocación de emisiones de obligaciones o de otros valores que reconozcan o creen deuda, 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».

El preámbulo de la disposición motiva la inclusión de la norma aduciendo que, para facilitar el acceso a la financiación no bancaria de las empresas españolas, es necesario levantar la limitación impuesta en el artículo 405 de la Ley de Sociedades de Capital, por la que el

importe total de las emisiones de las sociedades no puede ser superior al capital social desembolsado más las reservas. La modificación levanta esta limitación para inversión en sistemas multilaterales de negociación (en línea con lo que ya se produce con los mercados regulados). Se continúa argumentando que esta flexibilización sólo se aplicará en aquellos casos en los que las emisiones vayan dirigidas a inversores institucionales, para asegurar una adecuada protección de los inversores minoristas. De este modo se contribuye de manera sustancial al desarrollo de los mercados alternativos, articulados como sistemas multilaterales de negociación, y, en línea con los proyectos en marcha de mejora de la financiación de las pymes españolas, se facilita la aparición de mercados especializados en la negociación de deuda de empresas.

Con la reforma se rompe de nuevo la regla del artículo 405 LSC, que impone un límite máximo al importe total de las emisiones de obligaciones simples u ordinarias, equivalente en su cuantía a los recursos propios, es decir, capital social desembolsado más reservas. Cabe afirmar una vez más que se hace de modo indirecto, incorporando una excepción más vía Ley del Mercado de Valores, es decir, desde la norma regulatoria del mercado y no en el régimen general, como es el contenido en la LSC. Lo idóneo habría sido revisar en su totalidad una regla que durante muchos años ha cumplido una indiscutible función de garantía para el inversor-obligacionista, pero que en la actualidad se encuentra —como ya ni tan siquiera discute la doctrina— totalmente superada, dado que las condiciones de solvencia del emisor ni deben ni pueden ser observadas únicamente mediante los citados parámetros.