

Nueva regulación para la financiación de las empresas con emisión de bonos

Fernando Marín de la Bárcena

Consejero académico de Gómez-Acebo & Pombo

Inés Fontes Migallón

Gestión del Conocimiento de Gómez-Acebo & Pombo

I. Introducción

La Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial (LFFE) ha reformado aspectos importantes del régimen jurídico de las obligaciones previsto en la Ley de Sociedades de Capital (LSC).

Es una regulación que, como es sabido, no sólo afecta a las "obligaciones" o "bonos" en sentido estricto, sino también a cualesquiera valores que reconozcan o creen una deuda, siempre que se emitan *en serie* (cfr. art. 401 LSC). Lo relevante no es por tanto la denominación del producto (v.gr. pagarés corporativos), sino el hecho de que se emitan (o garantice la emisión) de un número múltiple de derechos con características comunes en todos ellos y que representen partes alícuotas de la financiación externa que se pretende obtener.

En las líneas que siguen daremos cuenta de las novedades más importantes del régimen jurídico sobre emisión o garantía de obligaciones previsto en la LSC, con las referencias que proceda realizar respecto de la reforma de la Ley del Mercado de Valores (LMV) que afecta a las emisiones de obligaciones mediante ofertas públicas de suscripción y pueden requerir emisión de folleto y control por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (artículos 30 bis, ter y quáter LMV). La nueva regulación afectará a la emisión de obligaciones por aquellas entidades, distintas de las sociedades

de capital, que pueden hacerlo, pues se deroga la Ley 211/1964 de 24 de diciembre sobre regulación de la emisión de obligaciones por sociedades que no hayan adoptado la forma de anónimas.

II. Emisión de obligaciones por sociedades de responsabilidad limitada y límite máximo

La novedad que puede considerarse más importante consiste en la derogación del artículo 402 LSC, que prohibía a la sociedad de responsabilidad limitada tanto emitir como garantizar la emisión de obligaciones y que se reduce ahora a la prohibición de emitir o garantizar la emisión de obligaciones *convertibles*. De este modo se elimina la necesidad práctica de transformar en sociedad anónima las filiales de sociedades matrices que hubieran emitido este tipo de deuda con la finalidad de que pudieran garantizarla. También se facilita la emisión de obligaciones como instrumento especialmente indicado para la ejecución de proyectos de financiación participativa (artículo 50 LFFE).

A cambio, el nuevo artículo 401 LSC contempla ciertas limitaciones y requisitos a la emisión de obligaciones por la sociedad limitada. El primero de ellos consiste en establecer un límite máximo: el importe total de las emisiones suscritas y pendientes de reembolso no podrá ser superior al doble de sus recursos propios (fondos propios o patrimonio neto), salvo que

la emisión esté garantizada con hipoteca, con prenda de valores, con garantía pública o con un aval solidario de entidad de crédito (cfr. art. 404 LSC "Garantías de la emisión").

La norma trata de impedir el recurso excesivo a este tipo de endeudamiento por la sociedad de responsabilidad limitada, aunque no se comprende cuál es la diferencia tipológica que justifica que se haya eliminado el límite cuantitativo anteriormente previsto en el artículo 405 LSC para la sociedad anónima cerrada y que no existe para cotizadas ni entidades de crédito (art. 510 LSC y Disposición Adicional 2ª de la Ley 10/2014, de 26 de junio). Si esta eliminación debe arrastrar el veto a la reducción de capital previsto en el artículo 411 LSC es conflictivo porque depende de cuál sea la posición que se adopte respecto de su ámbito objetivo y subjetivo de protección a la vista de su finalidad.

El segundo requisito implica un reforzamiento del control de la correspondencia mínima entre capital y patrimonio. Las sociedades de responsabilidad limitada que hayan emitido obligaciones y decidan acordar una ampliación de capital mediante aportaciones *in natura* deberán cumplir con las obligaciones previstas en los artículos 67 a 72 LSC. Se requiere por tanto la intervención de expertos independientes para la valoración de las aportaciones, salvo las excepciones previstas por la Ley, así como el cumplimiento de los requisitos legales previstos para las adquisiciones onerosas posteriores a la ampliación de capital previstos en el artículo 72 LSC.

La prohibición de emitir obligaciones convertibles para la sociedad de responsabilidad limitada parece que se justifica en el carácter cerrado de este tipo social y con la prohibición de su circulación mediante la técnica propia de los títulos valores (artículo 92.2 LSC), que además no cuadra con la deseable y acaso necesaria negociabilidad de este tipo de instrumentos financieros híbridos. La Ley no prohíbe, sin embargo, la posibilidad de emitir obligaciones convertibles en acciones de otra sociedad, ni emitir derechos de opción sobre participaciones sociales (o *warrants*), aunque resulta evidente que no se podrán asociar a obligaciones.

III. Procedimiento y órgano competente

La competencia para decidir sobre la emisión o garantía de obligaciones no convertibles se traslada de la junta general al órgano de administración, salvo disposición contraria en los estatutos (art. 406.1 LSC). Es previsible por tanto que, al menos en las sociedades cotizadas, se revisen los estatutos que atribuyen normalmente a la junta general esta competencia.

La junta general de accionistas sigue siendo competente para acordar la emisión de obligaciones convertibles en acciones o la emisión de obligaciones que atribuyan una participación en las ganancias sociales (arts. 406.2 y 414 LSC). En relación con esto último, debe tenerse en cuenta que no se trata de atribuir a la junta general la facultad de emitir todo tipo obligaciones cuyo rendimiento esté ligado a los beneficios de la empresa, sino sólo de aquellas que atribuyan precisamente una "participación en las ganancias". Aunque la Ley sólo se refiere a la sociedad anónima, creemos que tal competencia corresponderá también a la junta de la sociedad de responsabilidad limitada que emita obligaciones (no convertibles) participativas.

Los problemas inherentes a la delegación en los administradores de la ejecución de los acuerdos de emisión de obligaciones convertibles en sociedades anónimas no cotizadas habrá que resolverlos todavía mediante la interpretación conjunta de los artículos 414, 416 y 417 LSC con la regulación sobre capital autorizado (art. 297.1 letra b LSC). Permanecentambién las dificultades derivadas de la necesaria intervención de la junta general de accionistas para la exclusión del derecho de suscripción preferente en sociedades cerradas con el cálculo y la información relativa a las fórmulas anti dilución, sobre todo cuando se establezca una relación de conversión fija (art. 417 LSC).

Es preciso destacar, por último, la introducción de ciertos requisitos adicionales al otorgamiento de la escritura de emisión de obligaciones garantizadas (art. 407) y la eliminación de la prohibición de poner en circulación las

obligaciones antes de la inscripción en el Registro, cuando sea necesaria (cfr. arts. 30 ter y quater LMV) así como la publicación en el Boletín Oficial del Registro Mercantil del anuncio de emisión (reforma del artículo 407 y derogación del art. 408 LSC). Esto sin perjuicio de las obligaciones adicionales de publicidad en caso de emisión de obligaciones convertibles con derecho de suscripción preferente (arts. 304 a 306 LSC).

IV. El Sindicato de obligacionistas y reglas de Derecho Internacional Privado

La organización de los obligacionistas mediante un Sindicato y por tanto su adhesión al mismo sólo será necesaria cuando la legislación especial así lo establezca (art. 403 LSC).

El nuevo artículo 30 *quáter* LMV que será de aplicación el régimen del sindicato de obligacionistas a las emisiones de obligaciones u otros valores que reconozcan o creen deuda y que tengan la condición de oferta pública de suscripción cuando: *i*) sus términos y condiciones estén regidos por el ordenamiento jurídico español o por el ordenamiento jurídico de un Estado que no sea miembro de la Unión Europea ni perteneciente a la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económicos y *ii*) tengan lugar en territorio español o su admisión a negociación se produzca en un mercado secundario oficial español o en un sistema multilateral de negociación establecido en España.

La reforma trata de resolver de este modo los problemas de Derecho Internacional Privado que planteaba la aplicación de las normas de protección del inversor extranjeras cuando eran incompatibles con la regulación española del Sindicato.

En este contexto ha de entenderse la reforma del nuevo artículo 405 LSC, que establece reglas para la resolución de los conflictos de ley aplicable en materia de emisión de obligaciones por entidades españolas en el extranjero.

La ley española regirá respecto a la capacidad, órgano competente y las condiciones de adopción del acuerdo de emisión, mientras

que los derechos de los obligacionistas frente al emisor, sus formas de organización colectiva (en referencia al Sindicato) y el régimen de reembolso y amortización de las obligaciones se regirán por la ley a la que se haya sometido la emisión. Cuando se trate de obligaciones convertibles, el contenido del derecho de conversión se regirá por la ley extranjera que rija la emisión (dentro de los límites establecidos por la ley española como ley rectora de la sociedad). También corresponderá a la ley española la determinación del valor al que se puedan emitir obligaciones, los límites a la conversión y el régimen de exclusión del derecho de suscripción preferente.

El Sindicato seguirá siendo obligatorio para las emisiones de obligaciones en España mediante oferta pública de suscripción. Es preciso por ello reseñar la modificación del régimen jurídico del Comisario cuyas facultades quedan significativamente recortadas (art. 421 LSC) así como la flexibilidad del funcionamiento del mismo (art. 423 LSC). El nuevo artículo 424 bis establece la posibilidad de representación por otro obligacionista y la prohibición de conferirla a los administradores de la sociedad y el nuevo artículo 424 ter LSC establece expresamente la necesidad de respetar la proporcionalidad entre el nominal de la obligación y el derecho de voto. Por último, se aclaran las reglas sobre formación de mayorías (art. 425 LSC).

V. Obligaciones y concurso de acreedores

La derogación del artículo 410 LSC será bien recibida, pues planteó en su momento diversos problemas de interpretación. El primer apartado establecía la prelación de las primeras emisiones frente a las posteriores respecto al patrimonio libre de la sociedad emisora. Esto creaba confusión en relación con su segundo apartado, que establecía que, en caso de concurso, la relación de los derechos de los obligacionistas con los demás acreedores se regirían por esta legislación.

La prelación entre series generaba una desventaja más que una ventaja para la colocación de obligaciones y obligaba a neutralizar los efectos de la subordinación mediante la concesión de garantías adicionales normalmente por las

sociedades matrices. Como es natural, ya no será necesaria la adopción de este tipo de medidas, sin perjuicio de que los operadores deseen establecer prioridades en relación con sus series.

Ahora queda aclarado que los obligacionistas son acreedores que se clasificarán como todos los demás en el concurso, incluidas las emisiones subordinadas convencionalmente.

Para cualquier duda, por favor póngase en contacto con:

Ángel Varela Varas

Socio, Madrid

Tel.: (+34) 91 582 91 00

avarela@gomezacebo-pombo.com

Para más información consulte nuestra web www.gomezacebo-pombo.com, o diríjase al siguiente *e-mail* de contacto: info@gomezacebo-pombo.com.

Barcelona | Bilbao | Madrid | Valencia | Vigo | Bruselas | Lisboa | Londres | Nueva York