

Obligaciones convertibles y exclusión del derecho de suscripción preferente (1)

por

JUAN LUIS IGLESIAS y CÁNDIDO PAZ-ARES
Catedráticos de Derecho Mercantil
Universidad Autónoma de Madrid

SUMARIO

- I. INTRODUCCIÓN.
- II. ADMISIBILIDAD DE LA EXCLUSIÓN DEL DERECHO DE SUSCRIPCIÓN PREFERENTE:
 1. PLANTEAMIENTO DE LA CUESTIÓN: LA TESIS NEGATIVA DE LA COMISIÓN EUROPEA.
 2. EL PUNTO DE VISTA INTERNO: LA IMPROCEDENCIA DE LA TESIS NEGATIVA CON ARREGLO A LOS CRITERIOS HERMENÉUTICOS PROPIOS DE NUESTRO ORDENAMIENTO.
 3. EL PUNTO DE VISTA EXTERNO: LAS EXIGENCIAS IMPUESTAS POR LA DENOMINADA «INTERPRETACIÓN CONFORME» AL DERECHO COMUNITARIO Y ALGUNA INCONSISTENCIA ADICIONAL DE LA COMISIÓN EUROPEA.
 4. *EXCURSUS*: LA SUPUESTA INCOMPATIBILIDAD DEL ARTÍCULO 159 CON LA SEGUNDA DIRECTIVA.
- III. DELEGACIÓN DE LA FACULTAD DE EMITIR OBLIGACIONES CONVERTIBLES Y DE EXCLUIR EL DERECHO DE SUSCRIPCIÓN PREFERENTE:
 1. ADMISIBILIDAD DE LA DELEGACIÓN POR LA JUNTA GENERAL DE LA FACULTAD DE EMISIÓN.
 2. ADMISIBILIDAD DE LA DELEGACIÓN DE LA FACULTAD DE EXCLUIR EL DERECHO DE SUSCRIPCIÓN PREFERENTE.
 3. LÍMITES DEL ACUERDO DE DELEGACIÓN DE LA FACULTAD DE EMITIR CON EXCLUSIÓN DEL DERECHO DE SUSCRIPCIÓN PREFERENTE.

(1) Escrito para *Actualidad Jurídica UM* (núm. extraordinario 2006), con la adición de tres notas.

IV. NECESIDAD DE JUSTIFICAR LA EXCLUSIÓN DESDE EL PUNTO DE VISTA DEL INTERÉS SOCIAL:

1. ESTRUCTURA DEL JUICIO DE INTERÉS SOCIAL: LA PONDERACIÓN DE INTERESES.
2. LA COLOCACIÓN EN MERCADOS INTERNACIONALES.
3. LA COLOCACIÓN MEDIANTE TÉCNICAS DE «BOOKBUILDING».

V. INTERVENCIÓN DEL SINDICATO DE OBLIGACIONISTAS:

1. CONSIDERACIÓN PREVIA: ¿TIENEN REALMENTE DERECHO DE SUSCRIPCIÓN PREFERENTE LOS TITULARES DE EMISIONES CONVERTIBLES ANTERIORES?
2. ¿ES NECESARIO EL *PLACET* DEL SINDICATO DE OBLIGACIONISTAS?
3. LOS MECANISMOS ADECUADOS DE PROTECCIÓN DE LOS OBLIGACIONISTAS: REMISIÓN.

I. INTRODUCCIÓN

Entre las diversas cuestiones que suscita el estudio de las obligaciones convertibles, reviste particular interés la relativa a la exclusión del derecho de suscripción preferente. Sin duda alguna, es la propia admisibilidad de la figura la que reclama un análisis prioritario, pues de concluirse que en nuestro Derecho vigente no es posible aquella exclusión, la perspectiva disponible para el investigador quedaría prácticamente reducida a consideraciones de *lege ferenda* (vid. *infra* II). Ahora bien, si este análisis condujera, como inicialmente parece, al resultado de que ningún obstáculo insalvable se opone a ella, el estudio debería prolongarse para abordar algunos aspectos concretos de su régimen jurídico bajo la Ley de Sociedades Anónimas (en adelante, la «LSA»). Los de mayor relevancia se refieren a la posibilidad de delegar en los administradores la facultad de emitir obligaciones convertibles con exclusión del derecho de suscripción preferente (vid. *infra* III); a la determinación de los criterios con arreglo a los cuales puede considerarse justificada la exclusión desde el punto de vista del interés social (vid. *infra* IV); y, en fin, a la necesidad o no de disponer de la aprobación del sindicato de obligacionistas para la válida adopción del acuerdo de exclusión (vid. *infra* V).

II. ADMISIBILIDAD DE LA EXCLUSIÓN DEL DERECHO DE SUSCRIPCIÓN PREFERENTE

1. PLANTEAMIENTO DE LA CUESTIÓN: LA TESIS NEGATIVA DE LA COMISIÓN EUROPEA

La cuestión de la admisibilidad de la exclusión del derecho de suscripción preferente en la emisión de obligaciones convertibles se suscita a la vista de lo dispuesto en el artículo 293.3 de la LSA («Al derecho de suscripción preferente de obligaciones convertibles resultará de aplicación lo dispuesto

en el art. 158 de esta Ley»). La circunstancia de que la remisión contenida en dicho precepto mencione sólo el artículo 158 y guarde silencio sobre el artículo 159 siguiente (que es precisamente el que regula la exclusión del derecho y las condiciones bajo las que puede ser acordada en los aumentos de capital) ha generado más que algunas dudas. De hecho, un sector de nuestra doctrina ha estimado, a partir de una interpretación preferentemente literalista, que el silencio sobre el artículo 159 es un silencio elocuente y que, por tanto, no sería posible suprimir el derecho de suscripción preferente en la emisión de obligaciones convertibles (2). La cuestión se ha planteado en términos muy similares en el ordenamiento italiano, cuya legislación —al igual que la nuestra— sólo contempla de manera expresa la posibilidad de excluir el derecho de suscripción preferente en caso de emisión de nuevas acciones, omitiendo cualquier referencia a esa posibilidad en los supuestos de emisión de obligaciones convertibles. El artículo 2.441 del *Codice Civile* sólo alude, en efecto, a la supresión del derecho de suscripción preferente en el seno de un acuerdo de aumento de capital (3). Y esta circunstancia ha inducido igualmente a algunos autores italianos a juzgar, con base únicamente en ese argumento literal, que no es factible excluir el derecho de preferencia en las emisiones de obligaciones convertibles (4).

La interpretación expuesta es también la que está en la base del «Dictamen Motivado dirigido a España con arreglo al artículo 226 del Tratado de la Comunidad Europea, debido a la infracción de los artículos 29 y 42 de la Directiva 77/91/CEE del Consejo», emitido por la Comisión de las Comunidades Europeas con fecha 22 de diciembre de 2004 (en adelante, el «Dictamen Motivado»), que ha precedido a la demanda interpuesta recientemente —en agosto de 2006— por parte de dicha Comisión contra el Estado Español por incorrecta transposición de la citada Directiva 77/91/CEE (en lo sucesivo, la «Demanda»). El razonamiento de la Comisión, en lo que hace al problema

(2) Vid., en este sentido, VICENT CHULIÁ, *Compendio crítico de Derecho Mercantil*, 3.^a ed., vol. I-2, Barcelona, 1991, pág. 800 (si bien, como luego tendremos ocasión de explicitar, este mismo autor ha mudado su criterio en publicaciones más recientes); también parece ser contraria a la exclusión del derecho la opinión de PRADA GONZÁLEZ, «Problemas que plantea la nueva regulación de las obligaciones convertibles», en *Anales de la Academia Matritense del Notariado*, XXX-1 (1991), págs. 392-393, aunque su exposición no resulta suficientemente clara en este punto.

(3) He aquí el párrafo relevante del mencionado artículo 2.441: «*Quando l'interesse della società lo esige, il diritto di opzione può essere escluso o limitato con la deliberazione di aumento di capitale, approvata da tanti soci che rappresentino oltre la metà del capitale sociale, anche se la deliberazione è presa in assemblea di seconda o terza convocazione*».

(4) Vid., en esta dirección, RIVOLTA, «Profili della nuova disciplina del diritto di opzione nelle società per azioni», en *Rivista di Diritto Civile*, 1975, I, págs. 542-543; más recientemente, ROSAPEPE, *L'esclusione del diritto di opzione degli azionisti*, Milano, 1988, págs. 125-126; CAVALLO BORGIA, «Le azioni e le obbligazioni», en *Le società* (dir. F. Galgano), Torino, 2002, págs. 235-236, etc.).

de la admisibilidad de la exclusión que ahora interesa, se articula en tres pasos muy simples: (i) en su apartado 1.3.a), el Dictamen Motivado señala que en el artículo 293 de la LSA, «no hay ninguna indicación de que tal derecho preferente pueda ser limitado o suprimido»; (ii) más tarde, en el apartado 1.3.c), afirma que ese silencio equivale a «prohib[ir] la supresión de los derechos preferentes de los accionistas para las obligaciones convertibles»; y con base en todo ello, (iii) finalmente concluye que la ley española, en la medida en que prohíbe la supresión del derecho de suscripción preferente, «es incompatible con el apartado 4 del artículo 29 en relación con el apartado 6 del mismo artículo de la Directiva 77/91/CEE» (en adelante, la «Segunda Directiva»), que dispone la necesidad de que los Estados miembros reconozcan la posibilidad de excluir el derecho de suscripción preferente en la emisión de obligaciones convertibles.

2. EL PUNTO DE VISTA INTERNO: LA IMPROCEDENCIA DE LA TESIS NEGATIVA CON ARREGLO A LOS CRITERIOS HERMENÉUTICOS PROPIOS DE NUESTRO ORDENAMIENTO

El razonamiento expuesto en el apartado precedente y, singularmente, el planteamiento de la Comisión Europea, no pueden ser compartidos sin graves reservas. El hecho de que el artículo 293.3 de la LSA no mencione expresamente la posibilidad de excluir el derecho de suscripción preferente en la emisión de obligaciones convertibles en modo alguno autoriza las conclusiones que extrae la Comisión. En efecto y como comprobaremos enseguida, ni el silencio equivale a una prohibición de la exclusión del derecho, ni la normativa española es, correctamente interpretada, incompatible con la Segunda Directiva.

Las razones de fondo que conducen a descartar la tesis negativa de la Comisión y que, al propio tiempo, justifican la solución alternativa (es decir, la posibilidad de excluir el derecho de suscripción preferente en las emisiones de títulos convertibles) se hacen evidentes si tenemos en cuenta tres factores de relieve en el proceso interpretativo, a saber: a) la escasa relevancia del argumento literal, máxime cuando éste se funda en una omisión; b) la prioridad de los criterios hermenéuticos sistemático y teleológico sobre los que se funda la jurisprudencia de valoraciones; y c) la abrumadora uniformidad de criterio de nuestra experiencia jurídica. A estas razones internas habrá que agregar las externas, derivadas del principio de primacía del Derecho Comunitario y del postulado de la llamada «interpretación conforme» que le es inherente, de las que nos ocupamos en un apartado separado (vid. *infra* 3):

a) En primer término, para desarrollar nuestro razonamiento hemos de llamar la atención, como decimos, sobre *el escaso valor interpretativo del*

argumento literal derivado del artículo 293.3 de la LSA. Es cierto que este precepto sólo se remite de modo expreso al artículo 158 y que, por consiguiente, no explicitándolo en la remisión, deja fuera de ella al artículo 159, en el que se autoriza y regula la supresión del derecho de suscripción preferente. Se trata, sin embargo, de una circunstancia a la que, a nuestro juicio, no puede atribuirse mayor relieve. Si leemos el referido artículo 293.3 sin prejuicios (recuérdese su tenor: «*Al derecho de suscripción preferente de obligaciones convertibles resultará de aplicación lo dispuesto en el artículo 158 de esta Ley*»), no será difícil advertir, en efecto, que el propósito de la norma no ha sido tanto el de excluir de la remisión una parte de la disciplina general del derecho de suscripción (la relativa a la exclusión contemplada en el art. 159), como el de remitirse a esa disciplina general por medio del precepto de cabecera, el artículo 158, donde se recoge la parte más significativa de la disciplina.

Este modo de proceder del legislador no debe resultar sorprendente. En nuestro ordenamiento abundan las remisiones que toman la parte por el todo («remisiones metonímicas») y nunca han ofrecido especiales dudas al intérprete que ha querido fijar su verdadero alcance (5). Para constatarlo será suficiente recordar algunos ejemplos señeros y paradigmáticos extraídos del Código Civil. Uno nos lo proporciona el artículo 1.968, en el que se dispone que el plazo de prescripción de la acción de responsabilidad civil «*de que se trata en el artículo 1.902*» será de un año. Pues bien, no obstante este modo de expresarse el legislador, nadie ha puesto jamás en tela de juicio que los demás supuestos de responsabilidad civil —de los que tratan los siguientes arts. 1.903, 1.905, 1.906 del Código Civil, etc.— se sujetan a la misma norma. El propio Tribunal Supremo ha tenido ocasión de manifestar reiteradamente que las acciones de responsabilidad previstas en los artículos 1.903 y 1.905 del Código Civil, y en otros no mencionados por el artículo 1.968, no se sujetan al plazo general de quince años, sino al especial de un año que proclama este último precepto (6). Otro tanto sucede con el artículo 972 del Código Civil, cuya remisión únicamente comprende al 823 del propio cuerpo legal. También en este caso, la doctrina —como no podía ser de otro modo— ha estimado que dentro de la remisión no sólo debe incluirse el mencionado artículo 823, sino todos los que le siguen dedicados a la regulación de las mejoras (7). Tampoco deja margen para la duda, en fin, la interpretación que

(5) Esta circunstancia ha sido oportunamente recordada por ALFARO ÁGUILA-REAL, *Interés social y derecho de suscripción preferente. Una aproximación económica*, Madrid, 1995, pág. 118.

(6) Vid. sentencias del Tribunal Supremo de 26 de junio de 1909, 23 de febrero de 1956 y 11 de febrero de 1977, entre otras.

(7) Vid., por todos, VALLET DE GOYTISOLO en PAZ-ARES, Díez-PICAZO, R. BERCOVITZ y SALVADOR CODERCH (dirs.), *Comentario del Código Civil*, I, Madrid, 1991, pág. 2308.

merece el artículo 1.568 del Código Civil que, como es sabido, contempla el incumplimiento del contrato de arrendamiento y, a la hora de señalar sus consecuencias, se remite únicamente a los artículos 1.101 y 1.124 del propio Código. Es obvio, no obstante, que en la remisión han de considerarse igualmente comprendidos los demás preceptos generales sobre el incumplimiento que se hallan situados después del artículo 1.101 y, naturalmente, nadie ha dudado del correcto alcance que ha de darse a aquella incompleta remisión.

Por supuesto, podríamos referirnos a otros muchos ejemplos que nos brinda nuestro ordenamiento; pero no parece que sea preciso insistir en su consideración para advertir que, salvo excepciones en que el propósito del legislador es más evidente, el carácter limitado de esas remisiones no responde a una deliberada voluntad legislativa (que obligaría a interpretar la omisión como una *regulación negativa*), sino a un olvido o inadvertencia del legislador (que invitan a considerarla como una *laguna normativa* propiamente tal). Y es que, como decía HART: «las leyes las hacen hombres y no dioses». Por tanto, el silencio no siempre es calculado, no siempre es elocuente (8).

b) No existiendo obstáculos insalvables en la literalidad (tal vez habría que decir en la «no literalidad» o silencio) del artículo 293.3 de la LSA, resulta obligado dar un paso más en el razonamiento para ensayar la *interpretación finalista de la norma*, que es donde encuentra el más firme apoyo la tesis de la admisibilidad de la supresión del derecho de suscripción preferente en la emisión de obligaciones convertibles. No podría ser de otro modo, si se tiene en cuenta que en nuestro ordenamiento —y por inequívoco mandato del art. 3.1 del Código Civil, que ordena interpretar las normas «atendiendo *fundamentalmente* al espíritu y finalidad de aquéllas»— no cabe albergar dudas o reservas sobre la prioridad interpretativa del criterio teleológico. Ha de entenderse, por ello, que la letra de la norma remitente (art. 293 de la LSA) y de la norma no remitida (art. 159 de la LSA) no necesitan ser

(8) Por lo demás, este fenómeno ni siquiera es privativo de nuestro ordenamiento, pues incluso el legislador más cuidadoso incurre inevitablemente en este tipo de omisiones. En este sentido, el Derecho alemán nos proporciona un ejemplo muy similar al que comentamos, y precisamente con motivo de la regulación de las obligaciones convertibles. En efecto, el § 221 IV de la *Aktiengesetz* establece que los accionistas tienen derecho de suscripción preferente en las emisiones de nuevas obligaciones convertibles y a continuación dispone que le será de aplicación lo dispuesto en el § 186, que regula la exclusión del derecho de suscripción preferente. La remisión no incluye, sin embargo, ningún otro precepto. Pues bien, la doctrina alemana ha discutido en alguna ocasión si el siguiente § 187 (que completa la protección de los titulares del derecho de suscripción preferente) debía dejarse fuera de la remisión y, por tanto, no aplicarse a causa del silencio del § 221. Por supuesto, la respuesta más generalizada ha sido resueltamente negativa, entendiendo la doctrina que, dada su finalidad, la norma del mencionado § 187 no puede dejar de aplicarse (vid., por todos, LUTTER en *Kölner Kommentar*, cit., V, § 221, 111, pág. 554 e *ibi* más indicaciones).

interpretadas, para emplear una conocida expresión, «tan estrictamente como sea posible». Y bajo esta perspectiva es preciso indagar la *ratio* de la excepción consignada en el tan repetido artículo 159 de la LSA y determinar si reclama una interpretación extensiva o, incluso, una integración analógica, como conjeturamos.

A nuestro juicio, la cuestión no ofrece dudas. Conviene recordar, en este sentido, que tanto los aumentos de capital onerosos como las emisiones de obligaciones convertibles —estas últimas en cuanto instrumentos indirectos para la emisión de nuevas acciones— pueden incidir negativamente sobre la posición de los accionistas y de los titulares de obligaciones convertibles, incluso aunque la emisión se efectúe con una prima o sobreprecio que evite la dilución del valor económico de las acciones ofrecidas en conversión. En efecto, el significado administrativo de la futura participación social sufre o puede sufrir en ambos casos considerables menoscabos. El riesgo, sin embargo, es mayor o, si se quiere, más intenso en el supuesto de emisión de nuevas acciones que en el supuesto de emisión de nuevas obligaciones convertibles: en el primer caso se trata de un riesgo real; en el segundo, de un riesgo meramente potencial, cuya magnitud depende del grado de conversión. Pues bien, si en el primer caso el artículo 159 permite sacrificar, en atención al interés social, el derecho individual de suscripción preferente de los accionistas y antiguos titulares de obligaciones convertibles, resulta a todas luces injustificado que no pueda hacerse lo propio en el segundo caso, en el que el interés tutelado es más débil. Carecería de sentido ofrecer una mayor protección —por la vía de la imposibilidad de excluir el derecho de suscripción preferente— en caso de emisión de obligaciones convertibles que cuando se trate de la emisión de nuevas acciones. Por ello, y sobre la base de la incontestable fuerza del argumento *maior ad minus*, ha de estimarse que quien puede lo más —excluir el derecho en los casos en que la medida es más gravosa para el titular del derecho— ha de poder lo menos, que es excluir el derecho cuando el sacrificio es menor (9).

(9) Este es un punto sobre el que suele llamar la atención la doctrina. Son elocuentes, por ejemplo, los siguientes fragmentos: «*teniendo en cuenta la ratio del derecho de suscripción [...], quien puede lo más (suprimir el derecho de suscripción de los actuales accionistas) ha de poder lo menos (suprimir el derecho de eventuales y futuros accionistas)*» (ALFARO, *Interés social y derecho de suscripción preferente*, cit., pág. 118). «*Es más, tratándose en este último caso [emisión de obligaciones convertibles] de una operación que presenta menos peligros para accionistas y titulares de obligaciones convertibles que el aumento directo de capital, por la posibilidad de que no se acuda a la conversión, las razones que podrían promover un reconocimiento a ultranza del derecho de suscripción son evidentemente más débiles que en relación con las acciones, respecto a las que sin embargo se admite expresamente la exclusión*» (VELASCO SAN PEDRO, «El derecho de suscripción preferente», en AA.VV., *Derecho de Sociedades Anónimas* [coord.: ALONSO UREBA y otros], III-1, Madrid, 1994, págs. 553-554).

Este modo de argumentar ha de conducir a la afirmación de que la exclusión del derecho de suscripción preferente tiene que ser posible también en el supuesto de emisión de obligaciones convertibles no previsto por el artículo 159 de la LSA. En efecto, la protección del interés social, que es la *ratio* justificadora de la excepción a la regla general, exige que igualmente pueda excluirse el derecho en la hipótesis que nos ocupa, y aún con mayor razón. De lo contrario, se incurriría en una contradicción valorativa que un ordenamiento como el nuestro, basado en el principio de igualdad (art. 14 de la Constitución), no puede tolerar (10). Y siendo ello así, habrá de entenderse que la norma del referido artículo 159 es aplicable por extensión a los casos de emisión de obligaciones convertibles, pues así lo reclama la *eadem ratio* —o mejor dicho, la *maiore ratio*— que media entre el supuesto contemplado por el precepto y el supuesto omitido en él (vid. art. 4.1 del Código Civil).

El razonamiento anterior no puede ser neutralizado aduciendo que la regla contenida en el artículo 159 de la LSA constituye una norma excepcional y que, por tanto, está sujeta a interpretación restrictiva y no es susceptible de extensión analógica (11). El artículo 4.2 del Código Civil dispone, ciertamente, que «*las leyes [...] excepcionales [...] no se aplicarán a supuestos ni en momentos distintos de los comprendidos expresamente en ellas*». El problema estriba, sin embargo, en la calificación del artículo 159, que en modo alguno cabe reputar «norma excepcional» en el sentido genuino del término. Para apercibirnos de ello bastarán dos breves observaciones. La primera indica algo obvio, y es que la posibilidad de exclusión no es expresión de un privilegio que contradice los principios del sistema, sino un elemento constitutivo y connatural al propio derecho de suscripción preferente, que no está concebido en términos absolutos sino sometido a una precisa delimitación legal, en la que desempeña un papel sustancial la facultad de exclusión por razones de interés social. Justamente por ello, el artículo 48.2.b) de la LSA, al enumerar los derechos del accionista, hace referencia al derecho de suscripción preferente «*en los términos establecidos en esta Ley, y salvo en los casos en ella previstos*» (12). La segunda observación nos lleva a evocar

(10) Vid. CANARIS, *Systemdenken und Systembegriff in der Jurisprudenz*, 2.^a ed., München, 1982, traducción portuguesa, Lisboa, 1989, págs. 149 y sigs.

(11) La opinión de que el artículo 159 de la LSA debe interpretarse de manera restrictiva se emite con cierta frecuencia, aunque generalmente formulada en términos muy vagos (vid., por ejemplo, sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid de 31 de enero de 2003).

(12) A este respecto resulta particularmente elocuente la sentencia de la Audiencia Provincial de Cantabria de 14 de enero de 2004 (AC 2004/437), donde leemos: «*Desde este punto de vista entendemos que el artículo 158 como el artículo 159 son, en cierta manera, inseparables en cuanto los dos preceptos —los dos— regulan el contenido del derecho de suscripción preferente, de manera que el primero lo define desde la perspectiva positiva (derecho) y el segundo desde la visión negativa, esto es, desde las excepciones; lo que, bien mirado, es la forma ordinaria de la que se sirve el legislador para*

el origen comunitario de la norma (en el que la exclusión está prevista tanto para la emisión de acciones como para la emisión de obligaciones convertibles) y el propio derecho comparado de nuestro entorno europeo, en donde observamos que la generalidad de los ordenamientos han previsto la misma solución —la posibilidad de exclusión— tanto en la emisión de acciones como en la emisión de títulos convertibles (13). El corolario es claro: difícilmente puede afirmarse que el artículo 159 es *ius singulare* de la emisión de acciones cuando en los sistemas europeos se declara aplicable también a la emisión de obligaciones convertibles (14).

c) Finalmente, para cerrar el argumento en el ámbito doméstico, es oportuno recordar que el punto de vista que defendemos se halla asimismo avalado por *nuestra experiencia jurídica e institucional en su sentido más amplio*, en la que la figura de la exclusión del derecho de suscripción preferente de las obligaciones convertibles está plenamente homologada. En el plano doctrinal la cuestión no ofrece dudas. La admisibilidad de la exclusión del derecho de suscripción preferente en la emisión de obligaciones convertibles es el criterio apuntado ya con ocasión del estudio del Anteproyecto de Ley en 1987 (15) y absolutamente generalizado a partir de la entrada en vigor en 1989 de la nueva Ley (16). De este modo, hemos recorrido en

regular cualquier institución jurídica, sin que sea menester abundar en lo evidente. Esta postura, basada en la interpretación racional, es también avalada por la mayoría de la doctrina mercantilista. Y, efectivamente, así es. Los tratadistas se expresan todos en términos muy similares. Sirvan como botón de muestra estas palabras de LOJENDIO OSBORNE: «La Ley vigente, al reconocer el derecho de suscripción preferente, no lo hace en términos absolutos. Abandona una concepción rigurosa que, de mantenerla, llevaría a términos absurdos, y ofrece una formulación del derecho en el artículo 48.2, ya conocida —“en los términos establecidos en esta Ley y salvo en los casos en ella previstos”— que se corresponde con los límites que después se establecen» [«La acción. Los derechos del socio», en AA.VV., *Derecho Mercantil* (coord.: JIMÉNEZ SÁNCHEZ), 6.ª ed., Barcelona, 2000, pág. 254; en el mismo sentido, FLAQUER RIUTORT, «La exclusión del derecho de suscripción preferente en la Sociedad Anónima», en AA.VV., *Derecho de sociedades. Libro homenaje al Profesor Sánchez Calero*, III, Madrid, 2002, pág. 2318; LARGO GIL, «La exclusión del derecho de suscripción preferente», en AA.VV., *Derecho de Sociedades Anónimas* (coord.: ALONSO UREBA y otros), III. 1, cit., pág. 618; VELASCO SAN PEDRO, *El derecho de suscripción preferente*, cit., pág. 520].

(13) Vid., por ejemplo, artículo L. 228-91 del *Code de commerce* francés; artículo 367.2 del Código de Sociedades Comerciales portugués; § 221 (4) de la Ley de Sociedades Anónimas alemana, etc.

(14) Vid. GULLÓN BALLESTEROS, «Comentario al artículo 4.º», en PAZ-ARES, Díez-PICAZO, R. BERCOVITZ y SALVADOR CODERCH (dirs.), *Comentario del Código Civil*, I, Madrid, 1991, pág. 30.

(15) DE LA CUESTA RUTE, «El aumento y la reducción del capital social», en AA.VV., *La reforma de la Ley de Sociedades Anónimas* (dir.: ROJO FERNÁNDEZ-RÍO), Madrid, 1987, pág. 193.

(16) Vid., en la manualística, URÍA, *Derecho Mercantil*, 28.ª ed., Madrid, 2002, pág. 459: «Naturalmente ese derecho [de suscripción preferente] queda sometido a cualquier eventual supresión total o parcial que pueda acordar la Junta General (art. 159)»;

España el itinerario que previamente se había andado en Italia, en donde —como hemos indicado— el problema interpretativo se plantea en términos muy similares (17). Igualmente claro se presenta el panorama de la práctica, donde observamos que las emisiones que han excluido el derecho de suscrip-

BROSETA, *Manual de Derecho Mercantil*, 11.ª ed. (a cargo de MARTÍNEZ SANZ), I, Madrid, 2002, pág. 486: «Aunque no lo dice expresamente la Ley, al regular las obligaciones, ha de entenderse que también en este caso podrá excluirse el derecho de suscripción preferente, en la forma prevista por el artículo 159 de la Ley»; URÍA, MENÉNDEZ y GARCÍA DE ENTERRÍA, «La Sociedad Anónima: las obligaciones», en AA.VV., *Curso de Derecho Mercantil*, I, 2.ª edic., 2006, pág. 1083: «sobre las obligaciones convertibles, emitidas por la sociedad, se reconoce un derecho de suscripción preferente a los antiguos accionistas (art. 293.1 LSA), aunque es claro que este derecho podría ser excluido al igual que en cualquier emisión de acciones de acuerdo con el régimen general del artículo 159»; SÁNCHEZ CALERO y SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, *Instituciones de Derecho Mercantil*, I, 29.ª edic., Madrid, 2006, pág. 742; especialmente significativa es, en fin, la opinión de VICENT CHULIÁ, quien ha variado su inicial oposición a la admisibilidad de la exclusión del derecho preferente en las emisiones de obligaciones convertibles (vid. obra citada *supra* nota 1): vid. su *Introducción al Derecho Mercantil*, 17.ª ed., Valencia, 2004, pág. 905: «Aunque el artículo 293 sólo remite al artículo 158, una interpretación sistemática y finalista de la Ley y de conformidad con la Segunda Directiva obliga a reconocer que este derecho puede ser excluido en aplicación del artículo 159 LSA». La literatura especializada, como no podía ser de otra forma, se orienta en la misma dirección: vid. ALFARO, *Interés social y derecho de suscripción preferente*, cit., págs. 117-119; TAPIA HERMIDA, «Algunos problemas sobre la emisión de pagarés de empresa de obligaciones convertibles y de obligaciones hipotecarias», en *Revista Crítica de Derecho Inmobiliario*, 1993, págs. 1351 y sigs.; y «Las obligaciones convertibles en el Derecho español», en AA.VV., *Derecho de Sociedades Anónimas* (coord.: ALONSO UREBA y otros), III.2, Madrid, 1994, pág. 1162 y sigs.; «Las obligaciones convertibles», en *Revista de Derecho de Sociedades*, 13 (1999), pág. 95; MADRID PARRA, «Las obligaciones», en *Derecho Mercantil* (coord.: JIMÉNEZ SÁNCHEZ), I, 6.ª edic., Barcelona 2002, pág. 532; TORRES ESCÁMEZ, *La emisión de obligaciones por sociedades anónimas*, Madrid, 1992, pág. 254; SANZ GARCÍA, «Emisiones de obligaciones convertibles: 1) Delegación en los administradores de las facultades de acordarlas o de completar los acuerdos. 2) Exclusión del derecho de suscripción preferente», en *Revista de Derecho de Sociedades*, 8 (1997), pág. 281 y sigs.; ALONSO LEDESMA, *La exclusión del derecho de suscripción preferente en sociedades anónimas*, Madrid, 1995, pág. 119 y sigs., etc.

(17) En efecto, la doctrina que prevalece en el país transalpino considera, y no precisamente desde ayer, que el derecho de suscripción preferente también puede suprimirse en la emisión de títulos convertibles: vid. CAMPOBASSO, «Le obbligazioni», en *Trattato delle società per azioni* (COLOMBO y PORTALE, eds.), V, Torino, 1988, pág. 459; CAVALLO BORGIA, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, Milano, 1978, págs. 119-120; SANDULLI, «Le obbligazioni convertibili in azioni», en *La recente riforma della società per azioni*, Napoli, 1976, págs. 117-119; MODICA, «Profili della disciplina del diritto di opzione dei portatori di obbligazioni convertibili», en *Rivista delle società*, 1979, I, pág. 72; CASSELLA, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, Milano, 1983, pág. 201 y sigs.; GERACI, «L'azione attraverso l'obbligazione. Note sulle obbligazioni convertibili», en *Rivista delle società* 1990, I, pág. 818; DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, Milano, 1993, págs. 106-107; J. GARCÍA DE ENTERRÍA, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, Milano, 1989, págs. 81 y sigs. y 110 y sigs., etc. Más recientemente y recogiendo la doctrina antecedente, vid., por todos., CAVALLO BORGIA, «Le azioni e le obbligazioni», en *Le società* (dir. F. GALGANO), Torino, 2002, págs. 235-236.

ción jamás han sido cuestionadas, so pretexto de la infracción del artículo 293.3 de la LSA por el Registro Mercantil, ni por la Comisión Nacional del Mercado de Valores ni por ninguna otra autoridad de control y supervisión. Tampoco los tribunales han puesto nunca en entredicho la práctica constante de la exclusión del derecho de suscripción en las emisiones de obligaciones convertibles. Todo lo contrario: han acabado dándole carta de naturaleza. No ha sido el Tribunal Supremo, que todavía no ha tenido oportunidad de pronunciarse sobre el tema, sino algunos Tribunales de apelación, que han resuelto categóricamente en favor de la viabilidad de la exclusión. En particular, la Audiencia Provincial de Cantabria, en sus sentencias de 14 de enero y 5 de julio de 2004, ha entendido (en el primero de los casos, confirmando los argumentos esgrimidos por el Juzgado de Primera Instancia número 5 de Santander en su sentencia de 9 de septiembre de 2002) que es posible excluir del derecho de suscripción preferente en la emisión de obligaciones convertibles. Por su claridad, transcribimos a continuación un significativo pasaje de la sentencia de 5 de julio de 2004:

«...por más que aquel artículo 293 reconozca tal derecho de suscripción preferente de las obligaciones convertibles en los términos del artículo 158 de la misma Ley, es claro que ese reconocimiento se refiere a ese derecho en bloque y en toda su configuración legal, incluida la posibilidad de su exclusión regulada en el artículo 159 de la misma, pues lo contrario supondría entender tal derecho con mayor amplitud, incluso, que en el caso de la ampliación de capital mediante emisión de nuevas acciones, lo que es contrario a toda lógica del sistema. No se trata, por tanto, de hacer aplicación del artículo 159 por analogía, sino que se entiende que éste forma parte de la regulación misma del derecho de suscripción preferente reconocido en el artículo 293, pues tal derecho no es desde luego absoluto sino de configuración legal (art. 48.1 y 2.b LSA)».

Esta rara unanimidad de la teoría y de la práctica pone de relieve que en esta materia la seguridad jurídica —es decir, la previsibilidad y calculabilidad del derecho por los operadores— es plena. Más adelante veremos que esta constatación empírica reviste una gran importancia para neutralizar otra objeción que ha dirigido la Comisión Europea contra nuestro legislador societario (vid. *infra* 3.b).

3. EL PUNTO DE VISTA EXTERNO: LAS EXIGENCIAS IMPUESTAS POR LA DENOMINADA «INTERPRETACIÓN CONFORME» Y ALGUNA INCONSISTENCIA ADICIONAL DE LA COMISIÓN EUROPEA

Siendo claramente válidas las razones expuestas hasta este momento, el argumento definitivo en favor de la posibilidad de excluir el derecho de suscripción preferente en las emisiones de obligaciones convertibles lo pro-

porciona la Segunda Directiva, cuyo artículo 29 no deja margen para la duda. De la remisión contenida en el apartado 6 de dicho precepto («*Se aplicarán los apartados 1 a 5 en la emisión de todos los títulos convertibles en acciones o que se acompañen de un derecho de suscripción de acciones, pero no a la conversión de los títulos y al ejercicio del derecho de suscripción*»), resulta con claridad que ha de aplicarse a las emisiones de obligaciones convertibles lo dispuesto en el apartado cuarto, a cuyo tenor:

«El derecho preferente no podrá ser limitado ni suprimido por los estatutos o la escritura de constitución. Sin embargo, sí podrá serlo por decisión de la Junta General. El órgano de dirección o de administración deberá presentar a esta junta un informe escrito que indique las razones de limitar o suprimir el derecho preferente y que justifique el precio de emisión propuesto. La junta decidirá según las reglas de quórum y de mayoría fijadas en el artículo 40. Su decisión será objeto de publicidad efectuada según las formas previstas por la legislación de cada Estado miembro de conformidad con el artículo 3 de la Directiva 68/151/CEE».

a) De la lectura de esta norma —no modificada por la reciente Directiva 2006/68/CE, de 6 de septiembre de 2006— se desprende con claridad que el legislador comunitario ha impuesto al legislador nacional la obligación de extender a las emisiones de obligaciones convertibles el régimen de exclusión del derecho de suscripción preferente previsto para el caso de emisión de nuevas acciones (18). Pues bien, siendo ello así, resulta fácil advertir que la mencionada norma comunitaria proporciona un firme apoyo a nuestra interpretación. Ese apoyo no se halla tanto en la «doctrina de la eficacia directa del Derecho comunitario», cuanto en la «doctrina de la interpretación conforme al Derecho comunitario» (19). No afirmamos, en efecto, que el artícu-

(18) Sobre este punto insiste con acierto la generalidad de la doctrina (vid., por ejemplo, J. GARCÍA DE ENTERRÍA, *Le obbligazioni convertibili...*, cit., págs. 82-83; ALFARO, *Interés social y derecho de suscripción preferente*, cit., pág. 118; ALONSO LEDESMA, *La exclusión del derecho de suscripción*, cit., pág. 121, etc.); también los tribunales españoles que se han ocupado de la exclusión del derecho de suscripción preferente (vid. sentencias del Juzgado de Primera Instancia, número 5, de Santander, de 9 de septiembre de 2002, y la de la Audiencia Provincial de Cantabria, de 14 de enero de 2004, a las que ya nos hemos referido anteriormente). Lo mismo sucede en Italia, donde la cuestión se plantea —como sabemos— en términos semejantes: vid., entre tantos, LABANCA, «Il diritto d'opzione nella disciplina comunitaria», en AA.VV., *La seconda direttiva CEE in materia societaria*, Milano, 1984, págs. 619 y sigs., esp. pág. 628.

(19) No obstante, ha de reconocerse que no es siempre fácil trazar la divisoria entre la eficacia directa y la interpretación conforme. El alcance reconocido por el Tribunal de Justicia de la Unión Europea a la obligación de interpretación conforme que incumbe a los jueces nacionales es tal, que ha podido afirmarse lo siguiente: «*Dado que la obligación de interpretación conforme a una directiva no traspuesta ha de aplicarse a todas las disposiciones nacionales que se refieren a la materia jurídica cubierta por la directiva y no sólo a las específicamente adoptadas para su ejecución, dicha obligación lleva, en*

lo 29 de la Segunda Directiva sea directamente aplicable a nuestro caso (20), sino que la interpretación formulada en las páginas precedentes, alcanzada con arreglo a los criterios hermenéuticos propios del Derecho español, resulta refrendada por la obligación de interpretar nuestro ordenamiento interno de conformidad con el Derecho comunitario, que es cosa bien distinta. En concreto, esta obligación exige interpretar la remisión al artículo 158 contenida en el artículo 293.3 de la LSA como una remisión total a la disciplina del derecho de suscripción preferente en las ampliaciones de capital, también comprensiva, por tanto, de la establecida en el artículo 159 en cuanto a la posibilidad de su supresión o exclusión. Cualquier otra interpretación, además de contradecir el espíritu y finalidad de la norma doméstica, se apartaría del Derecho Comunitario y, por ende, lesionaría el principio fundamental de «interpretación conforme», a tenor del cual —para decirlo con la célebre formulación del caso *Marleasing* (sentencia del Tribunal de Justicia de 13 de noviembre de 1990)—, «*al aplicar el Derecho nacional, ya sea disposiciones anteriores o posteriores a la Directiva, el órgano jurisdiccional nacional que debe interpretarla está obligado a hacer todo lo posible [...] para alcanzar el resultado a que se refiere la Directiva y, de esta forma atenerse al párrafo tercero del artículo 189 del Tratado CEE*» (21).

realidad, a las jurisdicciones nacionales, a dar efecto a la directiva en derecho interno en todo caso, cualquiera que sea la parte a la que se le opone» (SHOCKWEILER, «Effets des directives non transposées en droit national à l'égard des particuliers», en AA.VV., *Hacia un nuevo orden internacional y europeo. Estudios en homenaje al Profesor don Manuel Díez de Velasco*, Madrid, 1993, págs. 1209 y sigs., en pág. 1220). Con lo cual se está, por cierto, muy cerca de la eficacia horizontal. Como señala VAN GERVEN, «*the duty of "construction" (or of "conform interpretation") clearly functions as a surrogate for vertical, and even more so, as a surrogate for horizontal direct effect*» («The horizontal effect of directive provisions revisited: The reality of catchwords», en AA.VV., *Institutional Dynamics of European Integration. Essays in honour of Henry G. Schermers*, Zoetermeer, 1994, vol. II, págs. 335 y sigs., en pág. 346; en parecido sentido, vid., en nuestra doctrina, D. RUIZ-JARABO, *El juez nacional como juez comunitario*, Madrid, 1993, que habla de *eficacia horizontal indirecta* de las Directivas debido al juego (y teniendo en cuenta su alcance) de la obligación de interpretación conforme al Derecho Comunitario.

(20) Sin perjuicio de las matizaciones anteriores, precisamos que la eficacia directa sólo se produce en las relaciones verticales (Estado-ciudadano), no en las horizontales (ciudadano-ciudadano): vid. las sentencias del Tribunal de Justicia de Luxemburgo en el asunto *Fangen Hilos* de 5 de marzo de 1963; y, en época más reciente, en el asunto *Faccini Dori* de 14 de julio de 1994. Por lo demás, conviene recordar que esta doctrina ha sido ampliamente aceptada por nuestro Tribunal Supremo en una nutridísima serie de resoluciones (vid., entre otras, las sentencias de 23 de julio de 1993, 20 de julio de 1994, 12 de julio de 1996 ó 14 de septiembre de 1996).

(21) La doctrina sentada en el caso *Marleasing* ha sido reiterada en numerosas sentencias posteriores, en las que se insiste en que el juez nacional debe hacer todo lo posible para lograr la interpretación conforme del Derecho nacional a la luz del Derecho comunitario: «*the obligation must be carried "as far as possible"*» (vid., entre otras muchas, las sentencias de 1993 en el asunto *Wagner Miret* (consid. 20); de 1996 en el asunto *Acaro* 1996 (consid. 41); de 1997 en el asunto *Dorsch Consult* (consid. 43); de 1996 en el asunto

Por todo lo anterior, es particularmente objetable la tesis defendida por la Comisión Europea en el Dictamen Motivado y en la Demanda interpuesta contra el Estado español por violación de la Segunda Directiva, que se afana en sostener que la interpretación que defendemos es incompatible con el tenor literal del artículo 293.3 LSA y, por ende, que no tiene cabida en el ordenamiento español (vid. *supra* II.1). Ahora ya sabemos que la tesis de la Comisión sería contraria tanto a los criterios interpretativos del ordenamiento español (y en esta medida la Comisión no respetaría el «principio de autonomía institucional», que atribuye a cada Estado, no a la Comisión, la capacidad de decidir el modo más adecuado de transponer la directiva en su ordenamiento nacional) (22) como a los propios criterios derivados del Derecho Comunitario y, singularmente, al de «interpretación conforme» (y en esa medida la Comisión estaría faltando a un imperativo europeísta que, en cambio, los tribunales y la doctrina española siguen de manera fiel y constante). Pero ya se sabe: «en casa del herrero, cuchillo de palo».

b) Pero la Comisión seguramente es consciente de la debilidad de su tesis acerca de la incompatibilidad del artículo 293.3 con la Segunda Directiva, y por ello se siente en la necesidad de lanzar un segundo reproche contra el legislador español. Tanto en el Dictamen Motivado como en la Demanda viene a afirmar que, aun cuando debiera prevalecer la interpretación que hemos defendido en estas páginas, ello no significaría que el artículo 29.4 de la Segunda Directiva esté correctamente traspuesto en el ordenamiento español, pues una cosa es que en el proceso interpretativo del artículo 293.3 de la LSA pueda alcanzarse la conclusión correcta (con la ayuda asimismo del principio de «interpretación conforme») y otra muy distinta que la dicción del precepto no genere dudas e incertidumbres para los particulares, en cuyo caso se produce un quebranto de la seguridad jurídica que debe ser reparado. Así pues, la Comisión ensaya la vía de la «seguridad jurídica» subsidiariamente, para el caso de que la vía de la «infracción» no prospere. Y a tal efecto alega que las disposiciones de una directiva deben transponerse con la «*especificidad, precisión y claridad exigidas para cumplir con la exigencia de la seguridad jurídica*» y que dichos requisitos no se habrían satisfecho en la transposición por la Ley de Sociedades Anónimas del artículo 29.4 de la Segunda Directiva. Se olvida, sin embargo, de que la propia jurisprudencia comunitaria reconoce que esa garantía de seguridad no requiere necesariamente la transcripción expresa, sino que puede provenir de «*un contexto jurídico ge-*

Euri-Pharm (as. C-71 a 73/94, Rec. 1996, pág. I-3603); o de 1997 en el asunto *Phyteron International* (as. C-352/95, Rec. 1997, pág. I-1729, consid. 18), y ello con independencia de que las normas nacionales, objeto de examen, se hayan promulgado antes de la Directiva o no se hayan establecido con la intención de transponerla, como sustancialmente ocurre en nuestro caso (sentencia en el asunto *Wagner Miret*, ya citada [consider. 20]).

(22) Vid. artículo 249.3 del Tratado de la Unión Europea.

neral que asegure efectivamente la plena aplicación de la directiva de un modo suficientemente claro y preciso» (23). El test de seguridad jurídica que aplica el Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas se supera, en efecto, «si los destinatarios de los derechos recogidos en la directiva pueden conocer sus derechos y hacerlos valer ante los tribunales» (24). Y esto es justamente lo que ocurre en nuestro caso, en el que —según hemos comprobado— la doctrina unánime y la jurisprudencia uniforme consideran que el derecho de suscripción preferente puede excluirse en las emisiones convertibles a la luz del artículo 293.3 correctamente interpretado (vid. *supra* 2.c). Se demuestra así que no existen dudas interpretativas relevantes en relación al artículo 293.3 de la LSA, ni incoherencias en su aplicación por los tribunales, lo que a su vez acredita que no se produce tampoco un supuesto de «inseguridad» que deba ser corregido (25). Y de este modo, la Demanda de la Comisión muestra su debilidad también por este flanco.

c) La última reflexión que procede hacer en este contexto se refiere a la cuestión de las salvaguardias previstas por la Segunda Directiva para la protección del derecho de suscripción preferente. El Dictamen Motivado, en su apartado 1.3.d), afirma que «se tiene noticia de que en algunas sociedades españolas tal derecho preferente de los accionistas ha sido suprimido por la Junta General», y añade que la ausencia de una previsión expresa sobre la exclusión del derecho genera un riesgo de que los accionistas se vean «privados de todas las salvaguardas dispuestas por la Directiva contra la supresión de derechos preferentes» e incluso de «las dispuestas en otros casos de supresión por la legislación española con motivo de ampliaciones de capital». Una vez más, hemos de mostrar nuestro radical desacuerdo con las conclusiones de la Comisión. Desde el momento en que la admisibilidad de la exclusión del derecho de suscripción preferente se funda en la aplicación —directa o analógica— a las emisiones de obligaciones convertibles del artículo 159 de la LSA, queda asegurada la debida protección, pues como es obvio la exclusión deberá efectuarse con sujeción a los requisitos de protección previstos en este precepto para la exclusión en los aumentos de capital, que es justamente lo que dispone la Directiva (vid. *infra* IV). Y desde esta perspectiva se comprende con facilidad que los temores expresados por la

(23) Vid. sentencia del TJCE, de 9 de abril de 1987, en el asunto 363/85 y BOULOUIS/DARMON, *Contentieux Communautaire*, 1997, pág. 268.

(24) Para decirlo con la fórmula canónica del TJCE (vid., en la jurisprudencia más reciente, la sentencia de 4 de diciembre de 2003, en el asunto C-63/01), no hay lesión de la seguridad jurídica si: (i) se garantiza la plena aplicación de la Segunda Directiva; (ii) la situación jurídica es suficientemente clara y precisa; y (iii) y los beneficiarios de la protección pueden conocerla y, en su caso, invocarla ante los Tribunales.

(25) Podría hablarse de una transposición doctrinal y jurisprudencial de la Directiva (vid. alguna referencia reciente en Ch. HOFMANN, «Die zeitliche Dimension der der richtlinienkonformen Auslegung», *ZIP* 46 (2006), págs. 213 y sigs., esp. 2117-2118).

Comisión carecen de fundamento y que, en definitiva, su Dictamen Motivado no viene sino a confirmar que la interpretación de la remisión del artículo 293.3 aquí propuesta es, precisamente, conforme con la Directiva. Nada hay pues que reprochar, bajo este punto de vista, al legislador doméstico.

4. *EXCURSUS*: LA SUPUESTA INCOMPATIBILIDAD DEL ARTÍCULO 159 CON LA SEGUNDA DIRECTIVA

Otra cosa es que la Comisión estime que el artículo 159 de la LSA, en sí mismo considerado, sea también objetable desde la óptica comunitaria, como efectivamente lo ha estimado. El Dictamen Motivado y, tras él, la demanda presentada contra el Estado Español sostienen, en efecto, que el artículo 159 de la LSA es contrario a la Segunda Directiva por contemplar la posibilidad de que las sociedades cotizadas emitan las acciones por debajo del valor real o valor razonable. El precepto habría violado, de este modo, el *principio de paridad de trato* de los accionistas consagrado por artículo 42 de la Directiva. La autorización para excluir el derecho en emisiones por debajo del valor razonable implicaría —según la Comisión— una discriminación entre los accionistas viejos (que ven diluida su participación) y los accionistas nuevos (a quienes se les favorece injustamente permitiéndoles adquirir acciones pagando una contraprestación por debajo de su valor de mercado). Aunque esta discusión queda fuera del ámbito estricto de este estudio, nos permitirá el lector un par de pinceladas para manifestar nuestra profunda discrepancia con el análisis de la Comisión, que se basa en algunos malentendidos que conviene disipar.

a) Para centrar el tema, recordaremos que lo que propiamente objeta la Comisión al legislador del artículo 159 de la LSA no es que haya establecido como requisito de la exclusión del derecho de suscripción preferente la necesidad de emitir a valor real o razonable (que es un requisito no comunitario), sino que haya dispensado de la aplicación de ese requisito «autóctono» a las sociedades cotizadas. Esta paradójica circunstancia explica que tenga que acudir a ese razonamiento tan alambicado para fundamentar la infracción en el principio de paridad de trato. En todo caso, el análisis se revela inconsistente, porque la Directiva, como decimos, no exige que se emita a valor real o razonable y, por tanto, ella misma permite que pueda haber desigualdad de trato —es decir, emisión por debajo de dicho valor real o razonable—, siempre que ello venga exigido por el interés social (en realidad, lo único que exige la Directiva es que se justifique el tipo de emisión). Nadie pone en duda, en efecto, que la junta pueda excluir el derecho para entregar unas acciones a los directivos o trabajadores a un precio muy reducido (por ejemplo, a su valor nominal), si efectivamente la medida se justifica desde el

punto de vista de la productividad de la empresa, como tampoco nadie cuestiona que una sociedad, en la ejecución de una opa de canje que le permitirá obtener grandes sinergias, emita las acciones por debajo de su valor de mercado para poder ofrecer una prima sustanciosa y asegurar el éxito de la operación.

b) En realidad, la Comisión Europea no ha sabido ir más allá de la superficie literal de las normas y comprender los principios y el sistema del Derecho español. Justamente por ello ha interpretado que cuando el artículo 159 de la LSA dispensa a las sociedades cotizadas del requisito del valor real o razonable está poco menos que concediendo una «licencia para expropiar» a los minoritarios, lo cual es radicalmente falso (26). Para comenzar, si fuese así, más que contrario al orden comunitario, el precepto sería inconstitucional por quebrantar la garantía de la propiedad (vid. art. 33 CE). Pero es que no es así. Para advertirlo basta con tener en cuenta que el remedio frente al riesgo de expropiación se encuentra *aliunde* y, concretamente, en el artículo 115.1 de la LSA, que proscribe los acuerdos que «*lesionen, en beneficio de uno o varios accionistas o de terceros, los intereses de la sociedad*». Esto excluye cualquier reproche que pudiera dirigirse desde la óptica constitucional o comunitaria al artículo 159 autónomamente considerado. Y es que este precepto —como muchos otros— no puede ser leído literalmente y ser entendido al margen del sistema en que se inserta, del que se desprende la imposibilidad de homologar jurídicamente un tipo de emisión por debajo del valor real o razonable que no se justifique por razones de interés social (como sucedía en los dos ejemplos mencionados), en cuyo caso difícilmente puede tacharse de «expropiatorio».

c) En definitiva, pues, el artículo 159 de la LSA no es criticable por permitir que las sociedades cotizadas excluyan el derecho en emisiones por debajo del valor real o razonable, sino más bien por lo contrario, esto es, por exigir que las sociedades no cotizadas tengan que emitir siempre por encima de ese umbral, lo cual puede impedirles eventualmente la realización de operaciones convenientes para el interés social (sin ir más lejos, cualquiera de las que se han mencionado antes: entrega de acciones a directivos u opas de canje con prima). Nuestra reflexión, por ello, iría en la dirección simétricamente opuesta a la de la Comisión Europea. No se trata de igualar por arriba (restableciendo el requisito del valor real o razonable para las sociedades cotizadas), sino por abajo (prescindiendo de ese requisito «autóctono» también para las

(26) Un planteamiento, en cierto modo parecido, fue realizado en nuestra doctrina por SÁNCHEZ ANDRÉS en relación a la «primera reforma», que establecía el límite en el valor nominal: vid., *Sociedad Anónima modelo 1998. Reforma (parcial) y crítica (total) de un texto legislativo reciente*, Madrid, 1999, págs. 149 y sigs. Lo raro es que, desde tales presupuestos, no se haya mantenido en relación con la «segunda reforma», que subía el límite al valor teórico-contable.

sociedades no cotizadas), como sucede en todo el Derecho Comparado. He aquí una propuesta de reforma del artículo 159 de la LSA que, desde este planteamiento, lanzamos para el debate:

- «1. *La Junta General, al decidir el aumento de capital, podrá acordar la exclusión total o parcial del derecho de suscripción preferente. Para la validez de este acuerdo, que habrá de respetar lo dispuesto en el artículo 144, será imprescindible:*
 - a) *Que la exclusión del derecho de suscripción preferente y el tipo de emisión de las nuevas acciones se hallen debidamente justificados en atención al interés social. A tal efecto, los administradores deberán elaborar un informe en el que se acredite de manera detallada la finalidad y conveniencia de la operación que pretende realizarse; la necesidad de la exclusión del derecho de suscripción preferente para llevarla a cabo; los fundamentos o criterios empleados para fijar el tipo de emisión; y las personas a que habrán de ofrecerse las nuevas acciones.*
 - b) *Que en la convocatoria de la Junta se haya hecho constar la propuesta de supresión del derecho de suscripción preferente y el tipo de emisión.*
 - c) *Que al tiempo de la convocatoria de la Junta se pongan a disposición de los accionistas el informe de los administradores a que hace referencia el apartado a) anterior y un informe elaborado por un auditor distinto del auditor de cuentas de la sociedad sobre la corrección y adecuación de los fundamentos o criterios utilizados por los administradores para determinar el tipo de emisión. El auditor será designado por el Registro Mercantil.*
2. *En las sociedades cotizadas regirán las siguientes reglas especiales:*
 - a) *El tipo de emisión fijado en el acuerdo de la Junta podrá ser un tipo de emisión determinado o determinable, debiendo establecerse, en este último caso, un tipo mínimo y el procedimiento adecuado para su determinación. El informe de los administradores y el informe del auditor a que se refieren las letras a) y c) del apartado anterior se referirán en este supuesto al tipo mínimo y al fundamento y adecuación del procedimiento de determinación establecido.*
 - b) *El informe del auditor no será preceptivo en aquellos casos en que el tipo de emisión no resulte inferior en más de un 10 por 100 al valor medio de la cotización en el último trimestre natural anterior a la fecha de convocatoria de la junta.*
 - c) *El derecho de suscripción preferente también podrá ser excluido por el Consejo de Administración si el acuerdo de delegación de facultades a que se refiere el apartado 1.b) del artículo 153 le hubiese habilitado específicamente para ello. En este caso, el acuerdo del Consejo de Administración deberá incluir el informe mencionado en el apartado 1.a) o, cuando proceda, el 2.a) del presente artículo. El informe del auditor habrá de solicitarse de antemano en relación a la propuesta que se someta al Consejo de Administración y habrá de*

estar a disposición de los Consejeros en la reunión en que se acuerde el aumento de capital con exclusión del derecho de suscripción preferente.

3. *No habrá lugar al derecho de suscripción preferente cuando el aumento de capital se deba a la conversión de obligaciones en acciones, a la absorción de otra sociedad o de parte del patrimonio escindido de otra sociedad o a la formulación de una oferta pública de adquisición cuya contraprestación consista en acciones a emitir por la sociedad oferente» (27).*

III. DELEGACIÓN DE LA FACULTAD DE EMITIR OBLIGACIONES CONVERTIBLES Y DE EXCLUIR EL DERECHO DE SUSCRIPCIÓN PREFERENTE

De conformidad con nuestro planteamiento inicial, procede examinar ahora la viabilidad de la delegación a favor del Consejo de Administración por parte de la Junta General de la facultad de emitir obligaciones convertibles con autorización para excluir el derecho de suscripción preferente. Su análisis requiere, cuando menos, abordar tres cuestiones principales: (i) en primer término, se ha de determinar si la Junta General de Accionistas puede delegar en el órgano de administración la facultad de emitir obligaciones convertibles y aprobar el correlativo aumento de capital para atender su conversión; (ii) en segundo lugar, es preciso considerar si en esa delegación cabe incluir la facultad de excluir el derecho de suscripción preferente de los accionistas y, en su caso, de los titulares de obligaciones convertibles anteriormente emitidas por la sociedad; (iii) finalmente, de concluirse que la delegación de la emisión y de la exclusión es posible, todavía se ha de precisar si

(27) La propuesta aprovecha la ocasión para clarificar otros aspectos secundarios de la normativa aplicable a la exclusión del derecho de suscripción preferente. En concreto, se persiguen cuatro objetivos adicionales: (i) exceptuar la obligación del informe del auditor en los casos en que se emita a valor de mercado, siguiendo en este punto la orientación de algunas legislaciones (en concreto, de la alemana); (ii) regular la posibilidad de emitir con un tipo de emisión determinable alineando de manera más clara o explícita la norma con las exigencias de justificación impuestas por el artículo 29 de la Segunda Directiva; (iii) suprimir la referencia a las cláusulas antidilución de los obligacionistas convertibles prevista en el apartado tercero del artículo 159 LSA actual, porque carece de sentido si la operación obedece a razones de interés social; y (iv) introducir un nuevo supuesto de exclusión automática —la formulación de una opa de canje—, ya contemplada a un insuficiente nivel reglamentario en el Real Decreto 1197/91, regulador de las ofertas públicas de adquisición, aunque tal vez esta última modificación no fuera necesaria por hallarse prevista ya en el Proyecto de Ley de reforma de la Ley del Mercado de Valores [publicado en el *Boletín Oficial de las Cortes Generales* (Congreso de los Diputados), núm. 108-1, de 20 de octubre de 2006, pág. 1 y sigs.], que la introduce en el apartado 4 del nuevo artículo 60 de la LMV.

debe satisfacerse algún requisito especial respecto de lo previsto en el régimen general de emisión y exclusión por la Junta General.

1. ADMISIBILIDAD DE LA DELEGACIÓN POR LA JUNTA GENERAL DE LA FACULTAD DE EMISIÓN

La primera de las cuestiones planteadas se suscita como consecuencia de un nuevo silencio legal. Puesto que la normativa sobre obligaciones contenida en la LSA tampoco contempla expresamente la posibilidad de que la Junta General delegue en el órgano de administración la facultad de realizar emisiones de esta clase de valores ni de aumentar el capital social para atender las solicitudes de conversión, podría pensarse —y de hecho se ha pensado ya— que en nuestro derecho no puede delegarse en los administradores la facultad de emitir obligaciones convertibles (28). Esta tesis, sin embargo, no puede aceptarse, y ello por varios motivos:

- a) En primer lugar, por apartarse injustificadamente de una inveterada tradición doctrinal y práctica registral seguida a partir de la Ley de 1951 al amparo de una normativa legal que no ha sufrido cambios sustantivos con posterioridad (29). Conviene recordar, en este sentido, que la ley de reforma de 1989 no cambió un ápice la disciplina legal de las obligaciones y que, por tanto, ninguna razón había para separarse del criterio uniforme. Lo único que se modificó en esta época fue la disciplina reglamentaria, que de manera inopinada y sin amparo legal alguno alteró el *status quo* anterior prohibiendo expresamente la delegación a los administradores de la facultad de emitir obligaciones convertibles (art. 283 RRM). La norma —criticada por doquier y considerada ilegal por muchos (30)— habría de ser abrogada, por ello, en la siguiente reforma reglamentaria (1996), que reparó el destrozo cometido y restauró la tradición de nuestro sistema.

(28) En la doctrina reciente esta tesis ha sido mantenida por ALONSO ESPINOSA, *Curso fundamental de Derecho Mercantil*, II, Murcia, 2004, pág. 732.

(29) La literatura anterior da buena prueba de la extensión de estos planteamientos en la doctrina y en la práctica: vid., GIRÓN TENA, *Derecho de Sociedades Anónimas*, Valladolid, 1952, pág. 554; GARRIGUES, en *Comentario de la ley de Sociedades Anónimas* (GARRIGUES-URÍA), 3.^a ed., II, Madrid, 1976, págs. 308-309; M. DE LA CÁMARA, *Estudios de Derecho Mercantil*, 2.^a ed., II-2, Madrid, 1977, pág. 146; para un análisis más detallado de la evolución, vid., TAPIA HERMIDA, *Las obligaciones convertibles en el Derecho español*, cit. pág. 1095 y sigs.

(30) Vid., por ejemplo, ALONSO LEDESMA, *La exclusión del derecho de suscripción*, cit., pág. 123.

- b) En segundo término, la tesis prohibitiva debe ser rechazada por resultar incompatible con el sistema y la finalidad de la «normativa de contexto». En efecto, sería poco razonable admitir la posibilidad de delegar en los administradores la facultad de realizar emisiones de acciones [art. 153.1.b) LSA] y emitir obligaciones simples (art. 319 RRM), y negarla cuando se trate de emitir un instrumento híbrido que comprende características de ambos, como son las obligaciones convertibles. La razón de ser de una y otra norma —la necesidad de garantizar flexibilidad en los procesos de emisión de productos financieros para reaccionar tempestivamente a los desafíos estratégicos y aprovechar las oportunidades de mercado— no puede no aplicarse al caso intermedio de las obligaciones convertibles. La *eadem ratio* entre las hipótesis previstas y la hipótesis omitida, clara y manifiesta, reclama indudablemente el recurso a la analogía (art. 4.1 del Código Civil).
- c) Finalmente, hay que descartar la interpretación prohibitiva por contradecir lo establecido en el artículo 25.4 de la Segunda Directiva, que extiende la aplicación a las obligaciones convertibles de la figura del «capital autorizado». El principio de «interpretación conforme» al Derecho Comunitario anteriormente aludido (vid. *supra* I.4) no deja margen para otra solución (31). En efecto, visto que los materiales domésticos, lejos de impedir la delegación, la facilitan en el plano interpretativo, según se desprende de las consideraciones anteriores, resulta inexcusable estimar que nuestro derecho interno autoriza la delegación de la facultad de emitir obligaciones convertibles en el órgano de administración (32).

2. ADMISIBILIDAD DE LA DELEGACIÓN DE LA FACULTAD DE EXCLUIR EL DERECHO DE SUSCRIPCIÓN PREFERENTE

Resuelta la primera de las cuestiones enunciadas, procede analizar ahora si la delegación a los administradores puede incluir la facultad de excluir

(31) El tema ha sido desarrollado eficazmente por J. GARCÍA DE ENTERRÍA, «La prohibición de delegar en los administradores la facultad de acordar la emisión de obligaciones convertibles en acciones: ¿un supuesto de incumplimiento de las Directivas comunitarias?», en *La Ley* 1990-2, pág. 934.

(32) Esta es hoy también la tesis que claramente prevalece: vid., por todos, ANGULO RODRÍGUEZ en *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas* (dir. SÁNCHEZ CALERO), VIII, Madrid, 1993, págs. 401-402; TAPIA HERMIDA, *Las obligaciones convertibles en el Derecho español*, cit., págs. 1145 y sigs.; TORRES ESCÁMEZ, *La emisión de obligaciones...*, cit., pág. 239; VICENT CHULIÁ, *Introducción al Derecho Mercantil*, 17.^a ed., Valencia, 2004, pág. 904.

el derecho de suscripción preferente. Y también en este punto, nuestra conclusión es resueltamente afirmativa, si bien ha de quedar circunscrita a las emisiones de obligaciones convertibles que realicen las sociedades anónimas cotizadas.

Como es sabido, el artículo 159.2 de la LSA permite que la Junta General de una sociedad cotizada, al delegar en los administradores la facultad de aumentar el capital social conforme a lo establecido en el apartado 1.b) del artículo 153, les atribuya la facultad de excluir el derecho de suscripción preferente cuando el interés de la sociedad así lo exija. Pues bien, siendo ello así, parece que la aplicación de los argumentos que ya han sido invocados en favor de la admisibilidad de la delegación nos ha de conducir necesariamente a la conclusión de que la posibilidad de delegar la facultad de excluir el derecho de suscripción preferente debe entenderse permitida, para las referidas sociedades, no sólo en relación con la emisión de nuevas acciones sino también de nuevas obligaciones convertibles. Cualquier duda que pudiese existir sobre esta cuestión debe ser despejada a la vista del contenido de la Segunda Directiva, tantas veces citada. En efecto, como ya conocemos, el apartado 6 de su artículo 29 establece que los apartados 1 a 5 resultarán de aplicación a la emisión de todos los títulos convertibles en acciones o que se acompañen de un derecho de suscripción de acciones; y precisamente en el apartado 5 se dispone que la legislación de un Estado miembro podrá prever, como así sucede en nuestro caso, que «[...] la Junta General [...] podrá[n] otorgar el poder de limitar o de suprimir el derecho preferente al órgano de la sociedad habilitado para decidir sobre el aumento de capital suscrito dentro de los límites del capital autorizado».

3. LÍMITES DEL ACUERDO DE DELEGACIÓN DE LA FACULTAD DE EMITIR CON EXCLUSIÓN DEL DERECHO DE SUSCRIPCIÓN PREFERENTE

Finalmente, procede determinar las limitaciones a las que debe sujetarse el acuerdo de delegación en los administradores de la facultad de emitir las obligaciones convertibles con exclusión del derecho de suscripción preferente. Con carácter general, a la emisión de obligaciones convertibles le son aplicables las exigencias propias de los aumentos de capital y, por ello, también los especiales requisitos a los que se somete la posibilidad de su delegación. Dejando de lado las exigencias de carácter procedimental, en cuya consideración no nos detendremos en esta ocasión, podemos distinguir, a estos efectos, entre un límite cuantitativo, un límite temporal y ciertas restricciones a la hora de determinar el tipo de emisión de los valores.

a) En lo que atañe al límite cuantitativo, el artículo 153.1.b) de la LSA establece, como es sabido, que la delegación para realizar aumentos de capi-

tal autorizados no puede exceder la mitad del capital de la sociedad en el momento de la autorización. Por su parte, el artículo 319 del RRM hace referencia al límite de la delegación de la facultad de emitir obligaciones, exigiendo que en la escritura de emisión se expresen tanto el importe dispuesto como el que quede por disponer. Pues bien, a nuestro modo de ver, en el caso de las obligaciones convertibles, ese límite no podrá exceder del establecido en el artículo 153.1.b), si bien ha de considerarse referido a la cuantía en que resulte necesario ampliar el capital social en función de la relación de conversión establecida para atender la totalidad de conversiones posibles (33).

b) En relación al límite temporal, también hemos de recordar que el artículo 153.1.b) de la LSA exige que los aumentos de capital realizados por los administradores al amparo de la autorización o delegación otorgada por la Junta General de Accionistas sean realizados en el plazo máximo de cinco años a contar desde el acuerdo de la junta. Teniendo en cuenta la doble realidad de un acuerdo de emisión de obligaciones convertibles que, como recuerda el artículo 292 de la misma ley, debe incluir necesariamente un acuerdo de aumento de capital en la cuantía necesaria, se puede concluir, sin lugar a la duda, que este límite temporal de cinco años resulta de aplicación también a los acuerdos que adopte el órgano de administración en uso de la facultad atribuida por la Junta General de emitir obligaciones convertibles. Por lo demás, y al igual que en el caso del artículo 153.1.b), el plazo debe ser computado desde la aprobación por parte de la junta del acuerdo de delegación.

c) Por fin, también parecen convenientes algunas consideraciones sobre el tipo de emisión de las obligaciones emitidas al amparo de la delegación. La cuestión viene suscitada, en este caso, por el régimen especial establecido en la ley para la emisión de acciones con exclusión del derecho de suscripción preferente por las sociedades anónimas cotizadas. Como se ha indicado ya, el inciso final del artículo 159.1.c) permite a estas sociedades la emisión de nuevas acciones con exclusión del derecho de suscripción preferente a cualquier precio, siempre que sea superior al valor en libros o valor neto patrimonial de aquéllas. Sin embargo, esta posibilidad no está disponible para la emisión de acciones con exclusión del derecho de suscripción preferente cuando el aumento sea acordado por los administradores en ejercicio de la autorización conferida por la Junta General al amparo del artículo 153.1.b) de la LSA. En este caso el artículo 159.2 exige que el valor nominal de las acciones a emitir más el importe de la prima de emisión se corresponda con el «valor razonable» que resulte del informe de un auditor de cuentas distinto

(33) En el mismo sentido, vid. SANZ GARCÍA, *Emisiones de obligaciones convertibles...*, cit., pág. 279.

del que lo sea de la sociedad (regla que, por otra parte, es la general para las sociedades anónimas no cotizadas). De este modo, aunque se permite cierta flexibilidad en la determinación del tipo de emisión en los aumentos de capital con exclusión del derecho de suscripción preferente aprobados por la Junta General de una sociedad cotizada, los acuerdos de emisión adoptados por los administradores en ejercicio de las facultades conferidas por la junta deben someterse al régimen general que exige la correspondencia del tipo de emisión con el valor razonable de las acciones de la sociedad.

Esta regla, construida legalmente a partir de la hipótesis del aumento de capital, ha de adaptarse analógicamente, como es natural, a las especialidades de las obligaciones convertibles. Ello significa que estas obligaciones deben emitirse con una prima, según las condiciones financieras del interés y la conversión. La prima podrá ser igual a cero o positiva, pero nunca negativa, y ello porque la Ley no permite emitir las obligaciones convertibles por debajo de su valor nominal (vid. art. 292.3 de la LSA). El tipo de emisión de las obligaciones, teniendo en cuenta sus términos financieros y sus condiciones de conversión, debe corresponderse con su valor razonable. De este modo, se obtendrá el mismo objetivo perseguido por la ley para las emisiones de acciones, que es el de evitar a toda costa que mediante la emisión de obligaciones convertibles por los administradores con exclusión del derecho de suscripción y su posterior conversión se ocasione un perjuicio económico a los antiguos accionistas y a los antiguos obligacionistas por dilución (34). Por lo demás, ha de reconocerse, no obstante, una cierta discrecionalidad a la sociedad a la hora de calcular la prima o sobreprecio, puesto que no resulta fácil anticipar con exactitud la dilución que puede ocasionar un hecho futuro e incierto como es la conversión (35). Y en todo caso, respetadas estas condiciones con el margen razonable de discrecionalidad indicado, se puede estimar que la exigencia legal relativa al «valor razonable» queda suficientemente respetada.

(34) Sobre esta problemática, en cuya consideración no podemos detenernos ahora, vid., J. GARCÍA DE ENTERRÍA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., pág. 83 y sigs.

(35) Para una primera aproximación al problema de la valoración de la prima, que en definitiva es el de la valoración financiera de las obligaciones convertibles, vid. BREALEY y MYERS, *Fundamentos de financiación empresarial*, trad. esp., Madrid, 1988, pág. 588 y sigs. La discrecionalidad a que nos referimos en el texto es sólo una «discrecionalidad técnica» (vid., sobre este extremo, en la literatura jurídica, CASELLA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., pág. 206).

IV. NECESIDAD DE JUSTIFICAR LA EXCLUSIÓN DESDE EL PUNTO DE VISTA DEL INTERÉS SOCIAL

Según se acaba de indicar, la exclusión del derecho de suscripción preferente en las emisiones de obligaciones convertibles puede ser acordada tanto por la Junta General como por el Consejo de Administración al amparo de la oportuna delegación. Ello no quiere decir, sin embargo, que pueda serlo con plena libertad. El acuerdo de exclusión ha de sujetarse, como se ha recordado ya, a las condiciones generales establecidas por el artículo 159 de la LSA y, en especial, a la relativa al interés social. El objeto de este apartado es reflexionar sobre esta particular condición descartando las tesis nihilistas, que parten de la imposibilidad estructural de justificar la exclusión en las emisiones de obligaciones convertibles (vid. *infra* 1), e ilustrando la fenomenología con dos casos paradigmáticos de la práctica: la colocación en mercados financieros internacionales (vid. *infra* 2) y la colocación mediante técnicas de *bookbuilding* (vid. *infra* 3).

1. ESTRUCTURA DEL JUICIO DE INTERÉS SOCIAL: PONDERACIÓN DE INTERESES

Partiendo de la premisa de que el dinero no tiene color —es un bien neutral o fungible— y, consiguientemente, de que a la sociedad le sirve lo mismo el que le presten unos u otros, cabría afirmar que jamás puede apelarse al interés social para justificar la supresión del derecho de suscripción preferente en la emisión de títulos convertibles. De hecho no faltan voces que, de una manera más radical o más moderada, respalden este análisis «nihilista» (36). A nuestro modo de ver, sin embargo, debe ser rechazado por basarse en apreciaciones simplistas y muy superficiales. La regulación legal trata de compaginar el interés individual de cada accionista en mantener su participación relativa en el capital (de ahí que, en principio, se les reconozca el derecho de suscripción preferente) y el interés común de todos ellos en desarrollar las políticas que maximicen el valor de la sociedad (de ahí que aquel derecho pueda ser excluido por exigencias del interés social) (37).

(36) El planteamiento, extendido en relación con la exclusión en los aumentos contra aportaciones dinerarias, se aplicaría con mayor razón en las emisiones de obligaciones convertibles (vid., por ejemplo, LARGO GIL, «La exclusión del derecho de suscripción preferente del accionista», en *Revista de Derecho de Sociedades*, 14 (2000), pág. 172; FLAQUER RIUTORT, *La exclusión del derecho de suscripción preferente en la sociedad anónima*, cit., pág. 2331 y sigs.; sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid, de 31 de enero de 2003, etc.; también lo encontramos difundida allende nuestras fronteras, vid., por ejemplo, LUTTER en *Kölner Kommentar*, cit., V, § 221, 57, pág. 539).

(37) Esta misma idea puede formularse en negativo afirmando que la regulación legal trata de establecer una solución de compromiso capaz de evitar los riesgos asociados

Justamente por ello, en lugar de establecer una «solución-esquina», ha optado por incorporar una solución de compromiso, cuya aplicación práctica obliga a recurrir a la técnica de la «ponderación de intereses» y a formular, en cada caso, el *trade-off* apropiado.

Esta constatación no está exenta de importancia y significa que para valorar la legitimidad de la exclusión del derecho de suscripción preferente en un determinado supuesto —sea de emisión de acciones o de emisión de obligaciones convertibles— debe considerarse no sólo el interés social (como se desprende la letra de la ley y generalmente se presupone), sino también el interés individual, de manera que el veredicto final resulte o salga de una *evaluación comparativa de las ventajas que reporta la exclusión para el interés común y de los perjuicios que ocasiona al interés individual*. Esta es, a nuestro juicio, la clave. El requisito del interés social se convierte así en un requisito de proporcionalidad, el cual se traduce, a su vez, en la necesidad de satisfacer tres condiciones: (i) *idoneidad* o adecuación significativa del medio —la exclusión del derecho de suscripción preferente— al fin buscado; (ii) *exigibilidad* o inexistencia de otro medio menos gravoso para alcanzar el fin buscado; y (iii) *proporcionalidad stricto sensu* o relación equilibrada o razonable entre la gravedad del medio —es decir, entre el sacrificio infligido— y la utilidad del fin buscado.

Las directrices que revisten mayor interés práctico para la realización del juicio de proporcionalidad están asociadas al tipo empírico de sociedad y pueden formularse afirmando: (i) que allí donde quepa pensar que el interés de los accionistas en mantener su cuota de participación es escaso o nulo (como ocurre típicamente en las sociedades cotizadas con capital disperso), para considerar justificada la exclusión desde el punto de vista del interés social, bastará con que se procure una mínima ventaja a la empresa, aunque sea muy pequeña (por ejemplo, el simple ahorro de los costes de transacción asociados a las emisiones con derechos o la mayor rapidez en la obtención de los fondos); (ii) que allí donde el interés de los accionistas en preservar su participación relativa pueda resultar más relevante (como ocurre a menudo en las sociedades cotizadas con capital concentrado y varios socios de referencia), será preciso que la ventaja esperada sea relativamente mayor (por ejemplo, la rebaja del coste de capital vía obtención de un mejor precio, la necesidad de refinanciar

a dos tipos de conductas estratégicas: (i) el riesgo de abuso de la mayoría (expropiación), que podría sentirse inclinada a hacer uso de su capacidad de decisión para diluir a la minoría aumentando el capital en beneficio propio (por eso la ley reconoce a la minoría el derecho de suscripción preferente que le permite mantener su participación relativa en la sociedad), y (ii) el riesgo de abuso de la minoría (extorsión), que puede tener la tentación de utilizar su capacidad de veto para paralizar la vida social e impedir o condicionar políticas de interés para la sociedad a la obtención de ciertas ventajas privadas (por eso la ley permite excluir el derecho si la decisión está justificada por el interés social).

una compañía muy apalancada (38), el aprovechamiento de una oportunidad de mercado en un escenario de volatilidad, etc.) (39); y, en fin, (iii) que allí donde deba estimarse que el interés de los accionistas o de un grupo de accionistas en mantener su participación es muy elevado (como sucede típicamente en las sociedades cerradas, en las que no existe un mercado al que acudir para reponer posiciones), será necesario que la operación que se pretende realizar sea crítica para la sociedad (por ejemplo, necesidad de incorporar a un socio tecnológico o industrial, conveniencia de hacerse con un activo estratégico clave para el desarrollo futuro, etc.). Habrá casos, incluso, en que el interés individual debe prevalecer absolutamente sobre el interés social, de manera que apenas quede margen para la exclusión. Así sucederá, por ejemplo, en las sociedades que tengan establecida una cláusula restrictiva de prelación, que otorgue a cada socio un derecho de adquisición preferen-

(38) Obsérvese que las obligaciones convertibles constituyen un instrumento especialmente apropiado para que las sociedades apalancadas logren financiación en buenas condiciones, y ello porque el *call* que incorporan protege al financiador frente al «riesgo de sobreinversión» endémico en esta clase de sociedades. El origen del problema está en la asimetría de los destinatarios de las pérdidas y de las ganancias, que genera en los dueños y administradores de empresas con un ratio deuda/capital elevado un fuerte incentivo para adoptar estrategias empresariales de alto riesgo (y, consiguientemente, de alta rentabilidad). En efecto, si las cosas salen mal, la mayor parte de los costes —los costes de la quiebra— la soportan los acreedores, mientras que si las cosas salen bien, la mayor parte de los beneficios —el retorno extraordinario derivado del mayor riesgo— la perciben los accionistas. Dado que la situación se anticipa, la empresa que necesite financiación se ve obligada a ofrecer una garantía a sus financiadores, y una buena forma de hacerlo es ofreciéndoles títulos convertibles que: (i) modifican los incentivos perversos de los dueños y administradores, y (ii) permiten a los financiadores participar en el *upside*, pues obviamente ejercerán la opción de conversión si las cosas han ido bien y el valor de la empresa se ha incrementado (vid. BREALEY y MYERS, *Fundamentos de financiación empresarial*, cit. pág. 594; ROSS, WESTERFIELD y JAFFE, *Finanzas corporativas*, trad. esp., Barcelona-Madrid, 1995, págs. 714-716).

(39) Remitimos, para una defensa más detenida de estos planteamientos, a ALFARO, *Interés social y derecho de suscripción preferente*, cit., *passim*, esp. págs. 85 y sigs., y 101 y sigs., y J. GARCÍA DE ENTERRÍA, *Sociedades cotizadas, aumentos de capital y derecho de suscripción preferente*, Madrid, 2003, pág. 26 y sigs.; vid. también, VÁZQUEZ ALBERT, *La exclusión del derecho de suscripción preferente*, Pamplona, 1998 y, en términos críticos —y no convincentes—, SÁNCHEZ ANDRÉS, *Sociedad Anónima, modelo 1998*, cit., pág. 147. La regla general ha sido formulada por ALFARO con particular precisión: la exclusión será válida siempre y cuando «no forme parte de una estrategia para alterar la estructura accionarial», lo cual ocurrirá típicamente en dos casos: (i) cuando la emisión tenga por destinatario al público inversor (y, por tanto, no pueda reputarse hecha en beneficio de un accionista de referencia y en perjuicio de otro), y (ii) cuando la magnitud relativa de la emisión —sobre el total capital de la compañía— sea pequeña (pues en ese caso la aptitud de la exclusión para causar daño a las posiciones de los accionistas es prácticamente despreciable; tan es así que en Alemania, cuyo mercado exhibe una tasa notable de concentración de propiedad, se ha establecido la presunción legal de que las emisiones que no rebasen el 10 por 100 del capital no menoscaban el interés social: vid. inciso final del § 186 (3) de la *Aktiengesetz*, *in fine*).

te (40). Y es que el juicio del interés social no es más que cálculo contractual, que trata de identificar la voluntad hipotética de las partes (41).

Dicho esto, puede ser útil una referencia a dos ocasiones en las que típicamente resulta ventajosa la exclusión del derecho de suscripción preferente en emisiones de obligaciones convertibles, aunque naturalmente habrá que aplicar el rasero precedente para determinar su legitimidad en cada caso.

2. LA COLOCACIÓN EN MERCADOS INTERNACIONALES

El primero de esos casos nos lo proporciona la colocación en mercados internacionales. A este respecto es preciso recordar algo elemental, y es que aquello que consigue una sociedad recabando fondos en ciertos mercados (vg.: el mercado de inversores institucionales americanos, el euromercado de bonos convertibles, etc.) no es sólo dinero, sino también servicios de la más diversa índole (*rating*, análisis de casas de inversión; difusión, etc.), señalización de oportunidades de inversión y, en definitiva, reputación y prestigio como emisor, activos todos ellos de máxima importancia en la economía actual. Siendo las obligaciones convertibles un producto estándar en los mercados internacionales de capitales, con una gran acogida por parte de los inversores institucionales más sofisticados, la exclusión del derecho de suscripción preferente se justificaría como un requisito o expediente necesario para lograr el acceso a esos mercados, optimizando la base de inversores cualificados de una entidad y, por tanto, mejorando su visibilidad en el mercado. Resulta oportuno recordar, en este sentido, que la literatura europea viene señalando cómo la emisión de obligaciones convertibles en el extranjero constituye, precisamente, la hipótesis paradigmática en la que está justificada la supresión del derecho de suscripción preferente (42). Y en nuestra propia doctrina, los escasos comentaristas

(40) Como acertadamente escribe PERDICES HUETOS: «partiendo del solapamiento en esta sede del derecho de suscripción o asunción [preferente] y la cláusula de adquisición preferente, se podría entender, realizando una interpretación integradora del contrato, que la previsión de una restricción de este tipo en sede de transmisión supone que queda cerrada la posibilidad de acordar un aumento de capital [o la emisión de obligaciones convertibles] con exclusión del derecho de suscripción preferente en contra de la voluntad del beneficiario de la restricción». La otra alternativa que sugiere PERDICES consiste en permitir que la mayoría excluya el derecho de suscripción preferente, dejando intacto el derecho de adquisición preferente de los socios actuales, que podrán hacerlo valer contra el tercero (vid. *Cláusulas restrictivas de la transmisión de acciones y participaciones*, Madrid, 1997, págs. 468-470).

(41) Sobre este aspecto, vid. ALFARO, *Interés social y derecho de suscripción preferente*, cit., págs. 101-103, y PAZ-ARES, *¿Dividendos a cambio de votos?*, Madrid, 1996, págs. 136 y sigs.

(42) Vid., por ejemplo, MARTENS, «Der Ausschluss des Bezugsrechts», *Zeitschrift für Insolvenz Praxis*, 1992, pág. 1677 y sigs., esp. 1687 y 1696; SCHUMANN, *Optionsanleihen, rechtliche Grundlage und aktuelle Probleme*, 1990, pág. 208 y sigs.

tas que han considerado la hipótesis de supresión del derecho de suscripción preferente con el fin de lograr la «agilidad operativa» que precisa la captación de recursos en el mercado exterior parecen presuponer, igualmente, la viabilidad de la medida desde el punto de vista del interés social (43).

3. LA COLOCACIÓN MEDIANTE TÉCNICAS DE «BOOKBUILDING»

El segundo ejemplo que interesa traer a colación, por su creciente difusión en nuestra práctica, son las emisiones que recurren a fórmulas de prospección de la demanda o *bookbuilding*. La ventaja fundamental que reporta su uso es que permite obtener un precio más elevado —y más próximo al de mercado— del que se obtiene en las emisiones tradicionales a tipo fijo predeterminado y, desde luego, en las emisiones con derechos de adquisición preferente, que normalmente llevan aparejado un importante descuento sobre la cotización en bolsa (entre el 20 y el 40 por 100 en nuestra práctica). Por consiguiente, para un determinado volumen de fondos, el recurso a estas técnicas reduce el número de títulos que es preciso emitir y, en definitiva, el coste de capital de la compañía (44). La clave está, pues, en una formación más eficiente del precio, que es posible gracias a la intervención de un intermediario especializado —el banco de inversión—, que se encarga de hacer la prospección de la demanda antes de fijar el tipo de emisión de los valores. El procedimiento es relativamente sencillo: el banco de inversión solicita indicaciones de interés de los inversores institucionales («mandatos») y luego utiliza la información recibida (cantidad de títulos, precios máximos, etc.) para construir una curva de demanda. El tipo de emisión no se calcula de acuerdo con una regla establecida, sino que más bien se basa en la interpretación que realiza el banco de los «mandatos» o indicaciones de interés. El precio suele fijarse a un nivel en que la demanda excede la oferta y los títulos se adjudican o reparten seguidamente a discreción del banco. El procedimiento se asemeja a una subasta, pero hay diferencias relevantes. La más importante es que las reglas de fijación de precio y de distribución de los títulos no están establecidas públicamente, sino que son dejadas a la discreción y buen criterio del banco de negocios. Otra diferencia es que los «mandatos» de los inversores no son vinculantes (no obstante, debido a la naturaleza

(43) Vid., por ejemplo, ALFARO, *Interés social y derecho de suscripción preferente*, cit., pág. 120; J. GARCÍA DE ENTERRÍA, *Sociedades cotizadas, aumentos de capital y derecho de suscripción preferente*, cit., pág. 86 y sigs.; TAPIA HERMIDA, *Algunos problemas sobre la emisión de pagarés...*, cit., pág. 1350, etc.

(44) Para una explicación detallada de la práctica de estos procedimientos de emisión vid., en nuestra literatura, las claras páginas de J. GARCÍA DE ENTERRÍA, *Sociedades cotizadas, aumentos de capital...*, cit., pág. 69 y sigs.

repetida de la relación, es muy infrecuente que los inversores se echen atrás). El banco se beneficia de la información que le procuran los inversores (permitiéndole así establecer el precio más exacto) y los inversores se benefician del proceso (pues a cambio de la información son compensados por el banco adjudicándoles los títulos, lo cual es importante cuando hay mucho exceso de demanda o sobresuscripción) (45). La evidencia empírica disponible pone claramente de manifiesto que el nivel de *underpricing* es mucho menor en los mercados que recurren a estas técnicas que en el resto.

Esta técnica puede utilizarse tanto en ofertas públicas (OPSs) como en colocaciones privadas, siendo frecuente en estos últimos casos proceder de manera «acelerada» al objeto reducir el tiempo de exposición y aprovechar una oportunidad —lo que en la jerga se denomina una «ventana de mercado»— en un marco de inestabilidad y volatilidad. Y no hace falta decir que, en todos los casos, la exclusión del derecho de suscripción preferente que necesariamente comporta la operación tiene *prima facie* todos los títulos para superar el test del interés social, al menos en las sociedades cotizadas.

V. INTERVENCIÓN DEL SINDICATO DE OBLIGACIONISTAS

Despejadas las dudas que pudiera suscitar la defectuosa remisión que el artículo 293.3 de la LSA realiza al artículo 158 del mismo cuerpo legal, y afirmada en los términos que han sido expuestos la posibilidad de excluir el derecho de suscripción preferente en las emisiones de obligaciones convertibles, queda aún por examinar si la adopción por la Junta General —o, en su caso, por el Consejo de Administración— del acuerdo de exclusión requiere el complemento de alguna otra decisión adicional y, en particular, si precisa del *placet* del sindicato integrado por los poseedores de títulos convertibles en circulación.

1. CONSIDERACIÓN PREVIA: ¿TIENEN REALMENTE DERECHO DE SUSCRIPCIÓN PREFERENTE LOS TITULARES DE EMISIONES CONVERTIBLES ANTERIORES?

El interrogante planteado presupone, naturalmente, que los titulares de obligaciones convertibles gozan del derecho de suscripción preferente en las emisiones de nuevas acciones y de nuevas obligaciones convertibles. En

(45) Sobre el particular, vid. CORNELLI y GOLDBREICH, «Bookbuilding and Strategic Allocation», en *Journal of Finance*, 56 (2001), págs. 2337-2338 y sigs.; para un análisis lúcido del carácter no formal y no reglado del procedimiento y de los mecanismos reputacionales que lo alimentan, vid. WILHELM, «Bookbuilding, Auctions, and the Future of the IPO Process», en *Journal of Applied Corporate Finance*, 17 (2005), págs. 2 y sigs.

nuestro caso, la cuestión es clara de *lege lata* a la vista del tenor literal de los artículos 158 y 293.2 de la LSA. No obstante, podría ser discutida *de lege ferenda* y, en concreto, desde la perspectiva del Derecho Comunitario. Esta es, al menos, la posición mantenida por la Comisión Europea en el Dictamen Motivado y en la Demanda presentada contra el Estado español, donde sostiene que los dos preceptos citados de nuestra legislación de anónimas, en la medida en que extienden el derecho de suscripción preferente a los titulares de obligaciones convertibles, son contrarios a la Segunda Directiva. El argumento que se esgrime al efecto es muy simple: el artículo 29 de la Segunda Directiva no reconoce el derecho de suscripción preferente en la emisión de nuevas acciones y obligaciones convertibles a los obligacionistas y, por tanto, tampoco puede hacerlo la legislación interna (objeción del silencio); el reconocimiento por ésta de dicho derecho comprimiría injustificadamente el que imperativamente ha de reconocerse a los accionistas, pues se incrementaría el número de beneficiarios entre los que repartir un contingente fijo de derechos (objeción de la dilución). Hay que admitir, desde luego, que la argumentación se presenta con bastantes visos de verosimilitud (46). No obstante, no nos acaba de convencer (47).

a) A nuestro modo de ver, la «objeción del silencio» tiene poco peso. El hecho de que la Directiva no reconozca el derecho de suscripción preferente a los obligacionistas, no significa que no pueda reconocérselo el Estado. La omisión no debe interpretarse como una «regulación negativa» —como una decisión deliberada de dejar fuera del círculo de beneficiarios a los obligacionistas—, sino más bien como una mera «consecuencia sistemática», derivada de la circunstancia de no pertenecer las obligaciones a la materia regulada en la Segunda Directiva. Es lógico, en efecto, que una directiva sobre el capital no se ocupe de regular los derechos de los obligacionistas, que más bien deberían ser objeto de una directiva *ad hoc*. Por tanto, si falta una regulación del derecho de suscripción preferente de los titulares de obli-

(46) De hecho, algunos autores han manifestado, con anterioridad al Dictamen Motivado, posiciones similares en nuestra doctrina: vid., por ejemplo, GARCÍA VILLAVARDE, «La constitución y el capital de las sociedades en la CEE», en AA.VV., *Tratado de Derecho Comunitario Europeo. Estudio sistemático desde el Derecho español*, I, Madrid, 1986, pág. 255; VÁZQUEZ ALBERT, «El derecho de suscripción preferente en el derecho comunitario», en *Revista de Derecho Mercantil* (1988), pág. 1698.

(47) Nuestro razonamiento se proyecta sobre las obligaciones convertibles con relación de cambio fija, que son las que suelen emitirse en el mercado español en la hora presente y, probablemente, las únicas que son compatibles con la regulación actualmente prevista en nuestra ley. En las obligaciones convertibles con relación de cambio variable, que eran las que prevalecían en la práctica tradicional anterior a la reforma de 1989, la atribución a los obligacionistas de un derecho de suscripción preferente resulta claramente improcedente, como ha demostrado eficazmente J. GARCÍA DE ENTERRÍA [«El significado de la nueva regulación de las obligaciones convertibles en acciones», en *Revista de Derecho Mercantil*, 195 (1990), págs. 42 y sigs.].

gaciones convertibles en la Segunda Directiva es porque falta en el Derecho Comunitario una disciplina completa sobre la emisión de obligaciones convertibles, cuya *sedes materiae* tiene que ser una directiva sobre emisión de obligaciones. Esta impresión se confirma examinando los antecedentes históricos y, en concreto, el Informe presentado a la Comisión Europea instando la elaboración de una normativa comunitaria sobre valores mobiliarios y obligaciones de la sociedad (48); un informe —conviene destacarlo— en el que precisamente se advertía sobre la necesidad de diseñar la protección de los titulares de obligaciones convertibles partiendo de su condición de socios virtuales o potenciales («*Tal doble condición de los obligacionistas convertibles, de acreedores de la sociedad y de potenciales miembros de la misma, representa —se ha dicho con acierto— un componente ineliminable de una futura configuración jurídica comunitaria del préstamo convertible*») (49).

b) La «objeción de la dilución» tampoco parece decisiva, aunque ciertamente tiene algo más de peso. Es cierto que el artículo 29.1 de la Segunda Directiva obliga a los Estados miembros a atribuir el derecho de suscripción preferente a los accionistas «*en proporción a la parte de capital representada por sus acciones*», al objeto de que puedan mantener la *pars quota* y la *pars quanta*; y también lo es que esa previsión no puede cumplirse en sus términos más estrictos —es decir, en términos aritméticos— si el legislador nacional extiende a los titulares de obligaciones convertibles tal derecho, como lo ha hecho el español (y antes lo había hecho el italiano). Pero de aquí a afirmar que los artículos 158 y 293.2 de la LSA «*violan*» la Segunda Directiva, como pretende la Comisión, hay un trecho. La determinación de si ha existido o no una «*violación*» no puede fiarse a una simple operación matemática, sino que ha de hacerse sobre la base de un juicio normativo y una valoración de los intereses en juego. Bajo esta perspectiva, no se trata de constatar si se produce o no una comprensión del derecho de suscripción preferente de los accionistas (que evidentemente se produce), sino de discernir si esa comprensión está o no justificada. Y francamente, la afirmación de que los artículos 158 y 293.2 de la LSA comprimen de manera injustificada o irrazonable el derecho de los accionistas resulta, a nuestro modo de ver, exagerada o excesiva, porque a esos efectos podrían considerarse también accionistas —accionistas potenciales, para ser más exactos— los propios obligacionistas con título convertible (50) y, desde luego, peca de formalista. ¿Acaso puede

(48) Informa sobre ello CAVALLIO BORGIA, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, Milano, 1978, pág. 295.

(49) *Ibid.*, pág. 296.

(50) Cuestión distinta, en la que no corresponde entrar ahora, es la de determinar si el derecho de suscripción preferente del obligacionista debe subordinarse o no a la efectividad de la conversión (sobre la cuestión, vid. J. GARCÍA DE ENTERRÍA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., pág. 106 y sigs.).

considerarse inadmisibles el establecimiento estatutario de una prohibición de voto en caso de conflicto de intereses so pretexto de que lesiona matemáticamente la regla de la proporcionalidad valor nominal/derecho de voto establecida de manera imperativa por el artículo 50.2 *in fine* de la LSA? ¿Cabría objetar el reconocimiento contractual de una remuneración de los financiadores o de los directivos de la sociedad basada en la participación en beneficios sobre la base de que con ello se comprimen los derechos de los accionistas al reparto proporcional? (51).

c) Finalmente, no deja de sorprender que, a estas alturas, la Comisión Europea se preocupe de demandar al Estado español por supuesta violación de la Segunda Directiva cuando jamás ha expresado preocupación o inquietud alguna —tampoco ahora— ante la norma italiana del *Codice Civile*, en la que precisamente se inspiró nuestro legislador para extender a los obligacionistas con títulos convertibles el derecho de suscripción preferente. Uno se pregunta, además, si desde el punto de vista del principio de oportunidad, no existen otras anomalías en la transposición de las directivas por parte de los distintos Estados que merezcan de la Comisión una atención más preferente que la que nos ocupa, cuya trascendencia, aun en el caso de que finalmente debiera entenderse que los artículos 158 y 293.3 de la LSA efectivamente se apartan de la Segunda Directiva, es realmente insignificante. En estas circunstancias, es difícil no evocar la vieja máxima *de minimis non curat praetor*.

2. ¿ES NECESARIO EL *PLACET* DEL SINDICATO DE OBLIGACIONISTAS?

Establecido lo anterior, estamos en condiciones de atender a la pregunta que anteriormente dejábamos planteada: ¿precisa la exclusión del derecho de suscripción preferente en una nueva emisión de acciones o de obligaciones convertibles la aprobación del sindicato integrado por los antiguos obligacionistas con títulos convertibles? La cuestión no es fácil ni pacífica entre los autores. La respuesta positiva parece ser *prima facie* la que tiene más títulos para imponerse. La aprobación de la exclusión por el sindicato sería precep-

(51) Es cierto que el legislador podría haber arbitrado otro mecanismo para proteger a los titulares de obligaciones convertibles (como han hecho el legislador francés o el alemán), pero no estando predeterminados en una directiva los mecanismos de tutela de los obligacionistas —se trata todavía de una «zona libre» de Derecho comunitario—, no se ve razón para impedirle que opte —como lo ha hecho el legislador italiano— por organizar la debida tutela contra el aguiamiento por la vía del derecho de suscripción preferente (vid. las distintas posibilidades en J. GARCÍA DE ENTERRÍA, *El significado de la nueva regulación de las obligaciones convertibles en acciones*, cit., págs. 37 y sigs.). Otra cosa es que, en el plano técnico, la opción seguida pueda tacharse de simple o, como se ha observado, de «simplista» (cfr. J. GARCÍA DE ENTERRÍA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., pág. 104).

tiva por imperativo de algunos principios básicos del derecho de sociedades y del derecho de los contratos, de los que se desprenderían dos reglas importantes para nuestro caso, a saber: (i) la imposibilidad para la sociedad de menoscabar los derechos de una categoría especial sin su consentimiento (arg. ex art. 148 de la LSA); (ii) la prohibición a la sociedad de modificar unilateralmente las condiciones del préstamo (arg. ex arts. 300 y 301 de la LSA y 314 del RRM) (52). Pero un planteamiento de esta índole, a pesar de su buena apariencia, tampoco puede ser aceptado sin alguna reserva. Entendemos, en efecto, que la exclusión del derecho de suscripción preferente que asiste a los titulares de obligaciones convertibles en circulación no requiere, bajo ningún concepto, de la intervención del sindicato (53). Los argumentos principales que avalan esta conclusión son los siguientes:

- a) El primero de ellos es de corte literal: ni los obligacionistas convertibles constituyen una «clase» de acciones a efectos del artículo 148, ni el derecho de suscripción forma parte de las «condiciones de emisión» a que se refieren los artículos 300 de la LSA y 314 del RRM; bajo la rúbrica de «condiciones de emisión» han de estimarse incluidas solamente las pactadas en el contrato de empréstito (vid. art. 310.1.3.^a del RRM) y no las que vienen impuestas por la ley imperativa (54).
- b) El siguiente argumento es más de fondo. En efecto, aunque hubiera de aceptarse la premisa de que el derecho de suscripción preferente de los titulares de obligaciones convertibles integra las llamadas «condiciones de emisión», no sería correcto extraer de esta consideración la necesidad de subordinar la exclusión al *placet* del sindicato.

(52) Este planteamiento es usual en un sector de la doctrina italiana, cuyo ordenamiento parte —según sabemos— de presupuestos normativos absolutamente iguales a los nuestros: vid. MODICA, *Profili della disciplina del diritto di opzione...*, cit., págs. 82 y sigs.; BUSSOLETTI, «La posizione del possessore di obbligazioni convertibili nell'ordinamento italiano», en *Rivista di Diritto Commerciale*, 1980, I, pág. 50), etc. En España no ha sido explícitamente desarrollado, aun cuando algunos autores han opuesto reparos a la posibilidad de excluir el derecho de suscripción en estos casos, so pretexto precisamente de la no intervención del sindicato (vid., por ejemplo, ANGULO RODRÍGUEZ, en *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas* (dir. SÁNCHEZ CALERO), VIII, cit., págs. 410-411).

(53) Esta es también la doctrina que prevalece tanto en nuestro país como en Italia: vid. TAPIA HERMIDA, *Algunos problemas sobre la emisión de pagarés...*, cit., págs. 1353-1355, y con menor claridad, TORRES ESCÁMEZ, *La emisión de obligaciones*, cit., pág. 254; J. GARCÍA DE ENTERRÍA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., pág. 113 y sigs.; CASELLA, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, cit., pág. 204 y sigs.; CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, cit., pág. 460; PORTALE, «Opzione e sopraprezzo nella novella azionaria», en *Giurisprudenza commerciale*, 1975, I, pág. 203, nota 23; CAVALLO BORGIA, *Le azioni e le obbligazioni*, cit., pág. 236; DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., pág. 106, etc...

(54) Cfr. TAPIA HERMIDA, *Algunos problemas sobre la emisión de pagarés*, cit., pág. 1354; J. GARCÍA DE ENTERRÍA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., págs. 113-114.

En ese caso, lo procedente sería entender que la atribución a la junta de la competencia para acordar la exclusión (art. 159 de la LSA) implica *ex lege* una dispensa singular de este requisito establecido con carácter general para la modificación de las condiciones de emisión (55).

- c) Finalmente, no puede perderse de vista que si de otro modo se llegara a supeditar la procedencia de la exclusión del derecho de suscripción preferente al consentimiento del sindicato de obligacionistas, se estaría amparando una cierta subversión del sistema previsto en el artículo 159 de la LSA. La razón se comprenderá fácilmente si se tiene en cuenta que de esa forma se estaría atribuyendo a terceros competencia para valorar el interés social, lo cual no parece muy consistente si partimos —como creemos que debe partirse en nuestro Derecho— de una concepción contractual del interés social en la que no tienen cabida los intereses de los acreedores. En la concepción contractual, el interés social es única y exclusivamente el interés común de los socios o, para decirlo de forma gráfica, el interés del accionista común, que normalmente consiste en la maximización del valor de la empresa (56). La conclusión, por ello, es muy clara: la valoración del interés social que legitima el sacrificio del derecho de suscripción *también* de los obligacionistas está reservada a los socios.

(55) CAMPOBASSO lo ha explicado, en la doctrina italiana, con particular claridad: «En realidad, la propia premisa de que el derecho de suscripción preferente de los obligacionistas forma parte de las condiciones de emisión (pudiendo y debiendo estimarse esa fórmula como comprensiva de la disciplina legal que integra la convencional) hace insostenible la tesis [que combatimos], que por lo demás resulta desaconsejable desde el punto de vista práctico. En efecto, de la integración legal, que no puede ser parcial, se desprende que el derecho de suscripción preferente puede sacrificarse mediante el solo acuerdo de la junta y que, por tanto, estamos en presencia de una condición de la emisión que, por expreso dictado de la Ley, se sustrae a la aplicación de [la norma que exige la aprobación por parte del sindicato de obligacionistas de las modificaciones de las condiciones de emisión]» (*Le obbligazioni*, cit., pág. 460).

(56) Sobre esta discusión nos permitimos reenviar a PAZ-ARES, «La responsabilidad de los administradores como instrumento de gobierno corporativo», en *Revista de Derecho de Sociedades*, 1 (2003), págs. 103-104 [también en *Indret*, núm. 4 (2003), págs. 53-54] e *ibi* más referencias; recordando asimismo que el reciente Código Conthe opta claramente por la tesis contractualista en su recomendación número 7. La cuestión se ha planteado en términos muy semejantes en la doctrina italiana (vid., por ejemplo, CASELLA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., pág. 205). El argumento no es ciertamente definitivo (alguien podría reponer que los obligacionistas convertibles, en su condición de accionistas en potencia, están también legitimados para colaborar en la definición del interés social); pero no está exento de peso. Obsérvese que, cuando el sindicato delibera, no hay garantía de que no prevalezca el interés asociado a la condición de prestamistas de sus integrantes sobre el interés asociado a la condición de accionistas potenciales.

3. LOS MECANISMOS ADECUADOS DE PROTECCIÓN DE LOS OBLIGACIONISTAS: REMISIÓN

En todo caso, no ha de deducirse de la conclusión precedente que los antiguos titulares de obligaciones convertibles queden desamparados. El hecho de que no gocen de una protección directa a través del reconocimiento al sindicato de una facultad de veto, no implica que los obligacionistas de anteriores emisiones se vean privados de la protección indirecta que les dispensan los remedios generales. Conviene no olvidar, en este sentido, que si la exclusión del derecho de suscripción preferente no se justifica por el interés social o infringe el principio de igualdad (como sucedería, por ejemplo, si se suprimiera únicamente el derecho de los obligacionistas, pero no el de los accionistas), los obligacionistas siempre podrán hacer uso de los medios de defensa que proporcionan las acciones contractuales de incumplimiento —resolución del préstamo y daños y perjuicios (por no estar justificada la exclusión)— o, en su caso, las acciones societarias de impugnación de los acuerdos sociales (57).

RESUMEN

DERECHO DE SUSCRIPCIÓN

Contrariamente a lo que ha sostenido la Comisión Europea en su reciente demanda contra el Estado español por incorrecta transposición de la 2.ª Directiva en materia de Sociedades, el hecho de que la legislación doméstica guarde silencio sobre la posibilidad de excluir el derecho de suscripción preferente en la emisión de obligaciones convertibles no significa que ésta sea inviable. Esta es la tesis central del presente estudio, que se ocupa además de otras cuestiones colaterales a esa principal y, singularmente, de la admisibilidad de la delegación en los administradores de la facultad de

ABSTRACT

SUBSCRIPTION RIGHTS

Contrary to what the European Commission sustained in its recent legal proceedings against Spain for incorrect transposition of the Second Directive on Companies, the fact that domestic legislation is silent on the possibility of refusing pre-emption rights in convertible bond issues does not mean that the possibility is unviable. This is the central thesis of this paper, which also addresses other questions collateral to the main question, particularly the admissibility of delegating to directors the power to issue convertible bonds with refusal of pre-emption rights and clarification of the

(57) Sobre este extremo, que aquí únicamente puede quedar insinuado, vid., entre otros, CASELLA, *Le obbligazioni convertibili...*, cit., pág. 202 y sigs., esp. 205 y sigs.; J. GARCÍA DE ENTERRÍA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., pág. 111 y sigs.; TAPIA HERMIDA, *Algunos problemas sobre la emisión de pagarés*, cit., pág. 1354; TORRES ESCÁMEZ, *La emisión de obligaciones*, cit., pág. 254, etc.

emitir obligaciones convertibles con exclusión del derecho de suscripción preferente y de la clarificación de los criterios con arreglo a los cuales ha de llevarse a cabo el juicio de adecuación al «interés social» de la exclusión.

criteria pursuant to which judgement must be made on how conducive refusal is to the «company interest».

(Trabajo recibido el 22-1-07 y aceptado para su publicación el 8-2-07)