

Algunos problemas sobre la emisión de pagarés de empresa, de obligaciones convertibles y de obligaciones hipotecarias (*)

SUMARIO: I. INTRODUCCION: A) LA GÉNESIS DE LOS TIPOS ESPECIALES DE EMISIONES DE VALORES EN EL MARCO DE LAS NECESIDADES DE LA FINANCIACIÓN DE LAS EMPRESAS. B) LA ADMISIÓN DE VALORES NEGOCIABLES ATÍPICOS EN EL MARCO DE LA LEY DEL MERCADO DE VALORES Y DEL REAL DECRETO SOBRE EMISIONES Y OFERTAS PÚBLICAS DE VENTA DE VALORES. C) LA PROLIFERACIÓN DE TIPOS ESPECIALES DE EMISIONES DE VALORES EN NUESTRO DERECHO. D) LAS DOS FASES EN LA VIDA DE LOS VALORES NEGOCIABLES.—II. LOS PAGARES DE EMPRESA: A) ANTECEDENTES Y FUNCIÓN ECONÓMICA. B) LA FASE DE PRODUCCIÓN DE LOS PAGARÉS DE EMPRESA. C) LA FASE DE DISTRIBUCIÓN DE LOS PAGARÉS DE EMPRESA.—III. LAS OBLIGACIONES CONVERTIBLES: A) ANTECEDENTES, FUNCIÓN ECONÓMICA Y DISTINCIÓN DE FIGURAS AFINES. B) LA FASE DE EMISIÓN DE OBLIGACIONES CONVERTIBLES. C) LA FASE DE DISTRIBUCIÓN DE LAS OBLIGACIONES CONVERTIBLES.—IV. LAS OBLIGACIONES HIPOTECARIAS EMITIDAS POR PARTICULARES: A) ANTECEDENTES Y FUNCIÓN ECONÓMICA. B) LA FASE DE PRODUCCIÓN DE ESTE TIPO DE OBLIGACIONES. C) LA FASE DE DISTRIBUCIÓN DE ESTAS OBLIGACIONES.

I. INTRODUCCION

La metodología que emplearemos a lo largo de esta ponencia ha de ser forzosamente selectiva por cuanto sólo podremos hacer referencia a unos pocos de los muchos problemas que plantean los tres tipos especiales de valores negociables que nos ha correspondido examinar. En concreto, plan-

(*) Texto de la ponencia presentada en las «Jornadas sobre la financiación de la empresa mediante la emisión de valores negociables (Problemas actuales y perspectivas de futuro)», organizadas por el Colegio de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España y celebradas en Madrid los días 15 y 16 de febrero de 1993. El texto ha sido revisado añadiendo la bibliografía española básica.

tearemos en forma de preguntas sucesivas y propondremos en forma de respuestas a las mismas aquellas cuestiones que más interés han suscitado desde el punto de vista del «Derecho vivo», con especial atención —dado el marco que nos acoge— a la práctica financiera y registral. Además, los límites exteriores de esta ponencia nos vienen marcados por los contenidos de las restantes que conforman estas Jornadas (por lo que no abordaremos, v.gr., los aspectos generales de la intervención de la CNMV en la emisión de estos tipos especiales de valores).

Por otro lado, al dar estos primeros pasos en nuestra ponencia sobre «tipos especiales de emisiones», es forzoso empezar puntualizando que la «especialidad» es doble por cuanto nos referiremos a tipos especiales de valores negociables que implican, además y en determinados supuestos, mecanismos especiales de emisión (v.gr., los pagarés de empresa emitidos por medio de programas o las obligaciones con garantía hipotecaria emitidas por personas físicas) (1).

En cualquier caso y antes de entrar en el análisis de cada uno de los valores cuya exposición nos ha sido encomendada, es preciso realizar varias observaciones de carácter general.

A) LA GÉNESIS DE LOS TIPOS ESPECIALES DE EMISIONES DE VALORES
EN EL MARCO DE LAS NECESIDADES DE FINANCIACIÓN DE LAS EMPRESAS

La necesidad de ubicar nuestra ponencia en el marco de estas Jornadas hace conveniente que empecemos recordando que desde los primeros años de la década de los ochenta hasta nuestros días, y tanto en España como en el extranjero, se han incrementado de una manera espectacular las necesidades de financiación de las empresas en general y muy especialmente de las grandes corporaciones o sociedades cotizadas (2). Ello ha exigido una

(1) Otra acepción de las emisiones «especiales de valores» —como categoría diferente a las emisiones «comunes» de valores— es la que hemos utilizado en TAPIA HERMIDA, «El desarrollo reglamentario de las emisiones y ofertas públicas de venta de valores», publicada en la *RDBB*, núm. 45 (1992), pág. 306, donde incluíamos en dicha categoría las emisiones que precisan autorización administrativa, las exceptuadas y las previstas en los artículos 24 y 26 del Real Decreto 291/1992. Parecida distinción hace J. E. CACHÓN BLANCO, *Derecho del mercado de valores*, tomo II, Madrid, 1992, pág. 83, cuando a propósito del «régimen jurídico-administrativo de las emisiones de valores negociables» hace referencia a las «emisiones de régimen jurídico especial». En similar sentido, ver S. TORRES ESCÁMEZ, *La emisión de obligaciones por sociedades anónimas. Estudio de la legislación mercantil y del mercado de valores*, Madrid, 1992, págs. 54 y sigs.

(2) Estas necesidades de habilitar cauces de financiación empresarial son especialmente acuciantes en nuestro sistema económico actual, en el que —tal y como señala recientemente L. APARICIO en el «Semanal de negocios e inversiones», dedicado a «La

ampliación del «menú» de cauces de financiación ofrecidos por los intermediarios financieros a las empresas.

La mencionada ampliación se ha producido tanto en el ámbito estrictamente bancario, a través de la aparición de los denominados «productos o servicios parabancarios» (entre los que la doctrina comparada ha incluido, junto al arrendamiento financiero o *leasing* y al factoraje o *factoring*, la emisión de títulos atípicos), como en el ámbito del mercado de valores a través de la aparición de nuevos tipos de valores negociables (3). En este último sector los nuevos valores han surgido tanto en la financiación con recursos ajenos (por ejemplo, los pagarés de empresa) como con recursos propios (por ejemplo, las acciones sin voto) (4).

Estas exigencias económicas de nuevos cauces de financiación se han traducido, en el ámbito jurídico, en la aparición de valores atípicos (5). Simplificando al máximo nuestra exposición, podemos decir que dicha ati-

financiación, una presa difícil», del diario *Cinco Días* correspondiente al viernes 5 de marzo de 1993—, «los costes financieros asfixian al empresario y constituyen una pesada carga que distancia cada vez más a la empresa española de sus competidoras europeas». Respecto a las obligaciones en particular, TORRES ESCÁMEZ, *supra*, nota 1, págs. 29 y sigs., se refiere a «la emisión de obligaciones entre las diferentes formas de financiación de la sociedad anónima».

(3) Sobre estas tendencias de innovación y «desintermediación» puede verse nuestro reciente trabajo en A. J. TAPIA HERMIDA, «Aspectos generales de las actividades parabancarias en el Derecho español», en la *RDBB*, núm. 47 (1992), págs. 623 y sigs. Nos interesa destacar en este momento que la financiación es una necesidad económica de las empresas que tiene un carácter unitario y, por ello, las vías de financiación bancadas y mobiliarias no son compartimentos estancos, sino vasos comunicantes, como así lo demuestra el «Informe anual 1990» de la *CNMV* cuando en su página 27 señalaba que «el origen de este presumible crecimiento del endeudamiento, vía pagarés, parece estar en las dificultades encontradas por las empresas para obtener financiación bancaria tradicional, por un lado, y financiación exterior, por otro».

(4) Sobre estas acciones, nos remitimos a la bibliografía citada en nuestro trabajo: A. J. TAPIA HERMIDA, «Las acciones sin voto», en *RDBB*, núm. 40 (1990), págs. 749 y sigs., a la que se pueden añadir, recientemente, las aportaciones de A. SÁNCHEZ ANDRÉS, «A propósito de un caso de transformación temporal de acciones ordinarias en preferentes sin voto, con opción a recuperarlo», en la *RCDI*, año LXVIII, noviembre-diciembre 1992, núm. 613; L. J. PORFIRIO CARPIO, «Las acciones sin voto en Bélgica, Holanda, Portugal y Suiza», en la *RDM* enero-junio 1991, núms. 199-200, págs. 91 y sigs.; L. FERNÁNDEZ DEL POZO, *El fortalecimiento de los recursos propios* (Madrid, 1992), págs. 201 y sigs.; CACHÓN BLANCO, *supra*, nota 1, págs. 199 y sigs. En nuestra práctica reciente el supuesto más notorio ha sido la «oferta de transformación de acciones ordinarias en acciones preferentes sin voto» realizada por el Banco Guipuzcoano (ver el anuncio en el *BORME*, núm. 167, del 31 de agosto de 1992).

(5) La postura favorable a un *numerus apertus* (con las precauciones necesarias en cada caso) ha sido defendida por FERNÁNDEZ DEL POZO, *supra*, nota 4, págs. 89 y sigs. En un ámbito próximo al que ahora consideramos, puede verse el trabajo de R. GARCÍA VILLAVEVERDE, «Tipicidad contractual y contratos de financiación», en AA.VV., *Nuevas entidades, figuras contractuales y garantías en el mercado financiero* (Madrid, 1990), págs. 3 y sigs.

picidad se ha mostrado en dos versiones (6). En primer lugar, en una versión «radical» a través de la creación de valores atípicos (por ejemplo, los *warrants*). En segundo lugar, en una versión «moderada», por medio de la utilización de valores típicos con alteraciones en su régimen legalmente previsto o por medio de la emisión de valores típicos con finalidades atípicas (por ejemplo, los pagarés de empresa).

Podemos dar por finalizado este apartado constatando que las necesidades de financiación de las empresas son crecientes y constantemente cambiantes y ejercen una fuerza renovadora sobre los tipos de valores negociables a través de los que se pretenden satisfacer. Este impulso desemboca en valores de nueva factura, en mutaciones de valores típicos o en combinaciones de valores típicos y atípicos. A todos ellos ha de atender el Derecho por cuanto, frente a estos productos de la llamada «ingeniería financiera», es necesario desplegar la que ASCARELLI denominaba «ingeniería del jurista» (7).

B) LA ADMISIÓN DE VALORES NEGOCIABLES ATÍPICOS EN EL MARCO
DE LA LEY DEL MERCADO DE VALORES Y DEL REAL DECRETO
SOBRE EMISIONES Y OFERTAS PÚBLICAS DE VENTA DE VALORES

Ante la fuerza expansiva señalada, en este ámbito, como en tantos otros del Derecho de los mercados financieros, se produce un proceso continuo de tipificación legal de los nuevos valores introducidos tanto por la práctica española como por la extranjera (así, por ejemplo, las acciones sin voto, introducidas en nuestra LSA de 1989). En concreto, la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (en adelante, citada como LMV) nace con un propósito fundamental, cual es el de la protección de los inversores (función que se le encomienda especialmente a la CNMV por su art. 13) ante cualquier forma de captación pública de su ahorro [objetivo que se complementa con lo señalado por el art. 28.2.b) de la Ley 26/1988, de 29 de julio, de Disciplina e Intervención de las Entidades de

(6) FERNÁNDEZ DEL POZO, *supra*, nota 4, pág. 99, donde propone una clasificación de las diversas manifestaciones de los valores atípicos «en atención a la razón o causa de la atipicidad» que nos parece especialmente interesante y que le lleva a distinguir cuatro categorías: la atipicidad por acumulación o yuxtaposición de valores, por desintegración o fragmentación, por la forma de instrumentación y los híbridos financieros.

(7) En este sentido era citado por L. DE ANGULO, «Tipos y cláusulas especiales en la financiación mediante emisión de obligaciones», en la *Revista de Derecho Financiero y Hacienda Pública*, núm. 106-107, 1973, págs. 986. Uno de los mejores ejemplos que ofrece nuestra práctica reciente de este tipo de combinaciones es la emisión de obligaciones convertibles en acciones sin voto y con *warrants* que realizó en 1991 Naarden Internacional, S.A. (ver el anuncio de la emisión en el *BORME*, núm. 120, del 26 de junio de 1991).

Crédito] (8). Este objetivo de tutela sustancial —independiente del vehículo jurídico-formal que se utilice en cada caso— exigía que la LMV partiera de un concepto abierto de valor negociable. De ahí que el número 2 de su Exposición de Motivos no sólo abandonara «la relación biunívoca dominante hasta hoy entre el mercado de valores y los títulos-valores», sino que incluso señalara que el concepto de valor negociable es «difícil de definir de forma escueta en el articulado de un texto legal».

En desarrollo de aquellas previsiones legales y dando una prueba más del deseo de nuestro Derecho del mercado de valores de dar cauce a esa capacidad de innovación —en su versión de atipicidad «radical» o «moderada»—, el Real Decreto 291/1992, de 27 de marzo, sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores, establece dos previsiones fundamentales:

1.^a En primer término, en la letra f) del número 1 de su artículo 2 califica como valor negociable (9):

«Cualquier otro derecho de contenido patrimonial, cualquiera que sea la denominación que se le dé, que por su configuración jurídica propia y régimen de transmisión sea susceptible de tráfico generalizado e impersonal en un mercado de índole financiera. En particular, se entenderán incluidos en el presente apartado las participaciones o derechos negociables que se refieran a valores o a créditos».

2.^a En segundo lugar, el artículo 17 exige un contenido adicional del folleto para aquella clase de

«emisiones que tengan por objeto valores a los que no sea de aplicación un régimen legal típico definido o impliquen, cuando ello sea posible, variaciones sobre el régimen típico previsto en las disposiciones legales aplicables».

Es esta una exigencia que contribuirá, sin duda, a incrementar la seguridad jurídica del inversor en los valores total o parcialmente atípicos (10).

(8) A esta finalidad de cierre lógico del artículo 28.2.6.) de la Ley 26/1988, respecto a la captación de ahorro público hemos hecho referencia en TAPIA HERMIDA, *supra*, nota 3, pág. 635.

(9) Ver A. J. TAPIA HERMIDA, *supra* nota 1, pág. 303.

(10) FERNÁNDEZ DEL POZO, *supra*, nota 4, págs. 95 y sigs., ya se refería a «los atípicos en el proyecto de decreto de emisiones».

C) LA PROLIFERACIÓN DE TIPOS ESPECIALES DE EMISIONES DE VALORES
EN NUESTRO DERECHO

Nuestra ponencia tiene un alcance limitado por cuanto se refiere únicamente a tres tipos especiales de emisiones de valores negociables. Aun así, nos parece oportuno recordar que nuestro sistema financiero y el Derecho que lo regula han asistido en los últimos años a una proliferación de tipos especiales de valores negociables, categoría ésta en la que conviven, junto a los valores que analizaremos, otros de gran importancia en la práctica. Entre estos últimos podemos mencionar, a modo de ejemplo, los siguientes:

- a) En primer lugar, las obligaciones o bonos subordinados que, conforme a la Ley 13/1985, recientemente reformada por la Ley 13/1992, pueden emitir las entidades financieras a los efectos de incrementar sus fondos o recursos propios (11). En nuestra práctica financiera, podemos observar cómo se han realizado interesantes «combinaciones» de valores especiales. Así, por ejemplo, las efectuadas por importantes bancos privados que mediante emisiones de obligaciones convertibles y subordinadas han captado en el extranjero —previa exclusión del derecho de suscripción preferente— importantes inversiones computables en sus recursos propios.
- b) En segundo lugar, las cuotas participativas que pueden emitir las Cajas de Ahorro al amparo del Real Decreto 664/1990, de 25 de mayo, y que tienen por objeto compensar la inferioridad competitiva de aquellas Cajas frente a los bancos privados en lo que se refiere a la dotación de recursos propios (12).
- c) En tercer lugar, los valores del mercado hipotecario, creados al amparo de la Ley 2/1981 y su normativa de desarrollo. En particular hay que mencionar las participaciones hipotecarias, que han querido ser potenciadas recientemente a través de la implantación

(11) Sobre este tipo de obligaciones puede verse nuestro estudio en A. J. TAPIA HERMIDA, «La financiación externa de las Cajas de Ahorro, en particular las obligaciones subordinadas y las cuotas participativas», en la *RDBB*, núm. 43 (1991), págs. 709 y sigs., así como nuestra noticia sobre «La nueva normativa sobre recursos propios y supervisión en base consolidada de entidades financieras», en la *RDBB*, núm. 47 (1992), págs. 868 y sigs. Ver también FERNÁNDEZ DEL POZO, *supra*, nota 4, págs. 285 y sigs., y TORRES ESCÁMEZ, *supra*, nota 1, págs. 108 y sigs.

(12) Ver nuestro estudio citado *supra*, nota 11, págs. 726 y sigs., y, recientemente, A. FERNÁNDEZ-ALBOR BALTAR y F. HERNÁNDEZ RODRÍGUEZ, *El fortalecimiento de los recursos propios de las Cajas de Ahorro: Situación actual y perspectivas de futuro*, en la Ley de 22 de diciembre de 1992, págs. 1 y sigs.; CACHÓN BLANCO, *supra*, nota 1, tomo I, págs. 363 y sigs., y FERNÁNDEZ DEL POZO, *supra*, nota 4, pág. 212, donde califica esta innovación como «una reforma fracasada».

de los Fondos de Titulización Hipotecaria creados en el marco de la Ley 19/1992 (13).

D) LAS DOS FASES EN LA VIDA DE LOS VALORES NEGOCIABLES

Para el análisis de los tres tipos de valores negociables especiales que nos corresponde abordar, utilizaremos una metáfora economicista —que como toda metáfora es imperfecta, pero útil— para distinguir a lo largo de la vida de estos valores negociables dos fases:

1.^a En primer lugar, una fase de «producción» jurídica, esto es, de creación del valor negociable por parte de una persona física o de una persona jurídica que puede ser, a su vez, una persona jurídica con forma societaria o forma fundacional y con estatuto empresarial o sin él. Esta primera fase se desarrolla conforme a normas preferentemente ubicadas en el Derecho de sociedades mercantiles y los «controles de calidad» son asumidos, sucesivamente, por Notarios y por Registradores de la Propiedad y Mercantiles. Podemos señalar, pues, que en el marco de la dicotomía propia del Derecho del mercado de valores como Derecho «informativo» en donde —al igual que sucedía con el tradicional Derecho bursátil— confluyen normas públicas y privadas (14), predominan en esta fase las normas privadas por cuanto son privados los intereses que mayoritariamente están en juego.

2.^a En segundo lugar, una fase de «distribución» jurídica que se desarrolla en el ámbito del mercado de valores y que se traduce en la adquisición originaria de los valores negociables en el mercado primario de valores o en la adquisición derivativa de los mismos en los distintos mercados secundarios. Las normas que regulan esta segunda fase pertenecen, en su mayor parte, al Derecho del mercado de capitales o del mercado de valores y el «control de calidad» es asumido fundamentalmente por la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Cabe añadir que son públicas (jurídico-

(13) Ver una exposición sintética en nuestra noticia sobre «La Ley sobre Régimen de Sociedades y Fondo de Inversión Inmobiliaria y sobre Fondos de Titulización Hipotecaria», en la *RDBB*, núm. 46 (1992), págs. 567 y sigs. Recientemente, ver A. MADRID PARRA, «La llamada "titulización" hipotecaria (Ley 19/1992)», en *Derecho de los Negocios*, año IV, núm. 29, págs. 1 y sigs. Ver también TORRES ESCÁMEZ, *supra*, nota 1, págs. 111 y sigs. Desde un punto de vista práctico es interesante analizar la «emisión de obligaciones simples garantizada con prenda sobre participaciones hipotecarias» que realizó la Sociedad Española de Titulización, S.A. (ver el anuncio en el *BORME*, núm. 207, de 28 de octubre de 1991).

(14) Esta caracterización y esta dicotomía eran puestas de relieve, respecto al tradicional «Derecho bursátil», por A. SÁNCHEZ ANDRÉS en su profundo estudio que llevaba por título «En torno al concepto, evolución y fuentes del Derecho bursátil en el sistema jurídico español», en la *RDM*, núm. 155 (1980), págs. 12 y sigs.

administrativas) las normas que regulan esta fase por cuanto es público el interés de la generalidad de los inversores que se desea tutelar.

Como antes señalábamos, la anterior metáfora es útil, pero dista mucho de ser perfecta. Ello es debido, en primer lugar, a que las normas públicas y privadas invaden las dos fases; en segundo lugar, si bien es cierto que en la vida de cualquier valor negociable la fase de producción jurídica por parte del emisor antecede a la distribución y colocación de dichos valores entre los inversores, los «controles de calidad» no se suceden cronológicamente del mismo modo. Así, por ejemplo, y conforme a la nueva redacción dada por la disposición adicional cuarta del Real Decreto 291/1992 a los artículos 166.4 y 282.2, ambos del Reglamento del Registro Mercantil (en adelante, citado como RRM), la calificación del Registrador Mercantil se producirá tras la verificación del cumplimiento de todos los requisitos por parte de la CNMV que irá seguida por el registro, salvo cuando la CNMV «aprecie en los acuerdos de emisión infracciones muy graves del Ordenamiento jurídico que puedan poner en peligro los intereses de los inversores o implicar discriminaciones entre ellos» (art. 8.3 del RD 291/1992).

II. LOS PAGARES DE EMPRESA

A) ANTECEDENTES Y FUNCIÓN ECONÓMICA

1. *Antecedentes*

El «pagaré» se presenta tradicionalmente como un efecto de comercio regulado en la vigente Ley 19/1985, *Cambiaria y del Cheque* (tít. I, cap. XIV), y concebido como un instrumento de pago emitido voluntariamente. Sin embargo, a partir de la década de los ochenta —en particular, desde octubre de 1982— numerosas grandes empresas españolas (muchas de ellas pertenecientes al sector público, como, por ejemplo, RENFE), buscando un instrumento de financiación a corto plazo semejante al «papel comercial» («commercial paper») estadounidense, empiezan a utilizar los pagarés mediante su emisión masiva, que implica una captación igualmente masiva de fondos por parte del público inversor. Se pretendía, por tanto y a imagen de la experiencia estadounidense, introducir un sistema de financiación cuyo funcionamiento estaba basado sobre tres pilares. En primer lugar, sobre la emisión y colocación preferente de los pagarés en un mercado institucional en el que la alta calidad del «papel» emitido se lograba por medio de la solvencia indiscutible del emisor (grandes corporaciones) y del Banco agente de la colocación. En segundo término, colocación a corto plazo (sin rebasar, por regla general, los trescientos días de vida del

pagaré). Por último, utilización de la técnica del «descuento» para la emisión y pago (15), técnica esta presente en nuestra práctica (16).

El desarrollo de esta utilización atípica (17) del pagaré no pasa inadvertida en nuestro Derecho positivo y, así, una Orden Ministerial de 24 de mayo de 1983 sujetaba, en su artículo 1.º, «el anuncio y puesta en circulación de pagarés de empresa emitidos en serie» a las normas del Real Decreto 1851/1978 «sobre anuncio y puesta en circulación de títulos de renta fija». En consecuencia, los emisores de pagarés de empresa debían cumplir los requisitos comunes exigibles a la emisión de valores de renta fija (fundamentalmente, elaboración y distribución de un folleto informativo) (18).

En este contexto, los pagarés de empresa han sido definidos —por SACRISTÁN REPESA— (19) como la «promesa de pago o el documento en que dicha promesa se recoge, emitida típicamente a corto plazo por un empresario y colocada en el mercado, con la técnica de venta al descuento, mediante la participación de intermediarios financieros, quienes generalmente facilitan el cumplimiento de la misma y la ampliación a ciertos efectos del plazo del crédito que otorga el adquirente mediante la concesión adicional al emisor de un crédito subsidiario que en ningún caso garantiza el cobro por parte del adquirente».

2. Función económica

El mercado de pagarés de empresa adquirió gran importancia en la primera mitad de la década de los ochenta, normalizándose en torno a 1988 tras padecer diversas inflexiones en su volumen de emisiones, llegando a competir con las propias obligaciones dada la extensión progresiva de sus

(15) Esta génesis, y en particular su vinculación con el «commercial paper» norteamericano se pone de relieve en I. ARROYO MARTÍNEZ, *El pagaré*; en MENÉNDEZ y otros, *Derecho cambiarlo* (Madrid, 1986), págs. 753 y sigs.; M. SACRISTÁN REPESA, «Emisión y descuento de pagarés: pagaré de empresa», en AA.VV., *supra*, nota 5, pág. 314; F. VARELA PARACHE, «"Commercial paper" y la Banca americana», en AA.VV., *El mercado de pagarés de empresa* (Madrid, 1983), págs. 95 y sigs.

(16) Podemos mencionar en nuestra práctica reciente y a modo de ejemplo la característica de la «primera renovación del programa de emisión de pagaré al portador» realizada por Santander de Factoring, S.A. (ver el anuncio en el *BORME*, núm. 23, del 4 de febrero de 1993), relativo al «precio de emisión», donde se decía: «La emisión se hará libre de gastos para el suscriptor, con lo que el desembolso a efectuar será el que resulte de deducir del valor nominal el importe del descuento a efectuar en cada caso. El desembolso se efectuará cuando se realice la suscripción».

(17) A esta «atipicidad» aludía SACRISTÁN, haciéndose eco de la doctrina italiana, en *supra*, nota 15, págs. 305 y 328.

(18) A esta Orden aludía SACRISTÁN, *supra*, nota 15, pág. 325.

(19) En *supra*, nota 15, págs. 307-308.

plazos. En particular, a partir de 1989, el uso de pagarés experimenta un notorio incremento debido, entre otros factores, a la política monetaria restrictiva y a la instrumentación transitoria de un depósito previo en las financiaciones exteriores (20). En cuanto se refiere a la situación económica actual, la emisión de pagarés de empresa a lo largo de 1992 ha experimentado un descenso respecto al año precedente. En efecto, mientras que en 1991 se verificaron por la CNMV programas de pagarés de empresa por un importe de 1,73 billones de pesetas, en el año 1992 la cuantía quedó reducida a 1,43 billones de pesetas. A pesar de ese descenso, la actual situación económica, que crea dificultades de financiación a muchas empresas, deja como uno de los pocos caminos abiertos el de los pagarés por cuanto se complica el recurso a las ampliaciones de capital y es arriesgada una emisión de renta fija a largo plazo que implique conceder tipos de interés elevados (21). Por otra parte, conviene no olvidar que en nuestra práctica financiera conviven los pagarés de empresa seriados y registrados en la CNMV con los pagarés financieros emitidos individualmente, hechos «a la medida» del cliente y cuyas condiciones de emisión se negocian entre las partes (22).

Mención especial merece la desgraciada experiencia reciente de determinadas emisiones de pagarés de empresa. La introducción de los pagarés de empresa en nuestro mercado financiero se produjo en un momento de liberalización del mismo y de «optimismo económico» en el que no se planteaba, tan siquiera, la posibilidad de que se produjera un impago por parte de su emisor. Por el contrario, se ponían de relieve las ventajas que

(20) Ver SACRISTÁN, *supra*, nota 15, págs. 304 y sigs. Ver también CACHÓN BLANCO, *supra*, nota 1, tomo I, pág. 301, acerca de la evolución de la emisión de pagarés desde 1989 y sobre su competencia con las obligaciones; y TORRES ESCÁMEZ, *supra*, nota 1, pág. 115 y sigs. Por su parte, la CNMV en su *Informe anual 1989* (Madrid, 1990), pág. 84, señalaba que «más de la mitad de las emisiones de renta fija registradas en 1989 correspondieron a pagarés»; reiterando en su *Informe anual 1990* (Madrid, 1991), pág. 24, que, «como ya ocurriera en 1989, más de la mitad del importe efectivo de la renta fija registrada durante 1990 correspondió a emisiones y programas de pagarés de empresa». Por último, la misma CNMV en su *Informe anual 1991* (Madrid, 1992), pág. 31, ya señalaba que a lo largo de 1991 la tendencia creciente de las emisiones de pagarés en años precedentes se había estabilizado, reflejando en sus páginas 36 y siguientes las concretas magnitudes de pagarés registrados.

(21) Sobre el diferente significado económico de los pagarés como renta fija a corto plazo, frente a la renta fija a largo plazo se pronunciaba la CNMV en su *Informe anual 1990*, págs. 24 y sigs. Respecto a los pagarés en especial, L. APARICIO señalaba en *Cinco Días*, 8 de enero de 1993, pág. V («Invertir»), que los pagarés de empresa se están emitiendo a un plazo máximo de dieciocho meses y con tipos de interés sobre trescientos sesenta y cinco días que se obtienen gracias al diferencial existente entre los tipos del interbancario y las letras del Tesoro. En consecuencia, para financiar la retención fiscal del 25 por 100 es preciso que el diferencial sea, al menos, de 0,50 puntos.

(22) Ver *El País* de 27 de diciembre de 1992, pág. 15 («Negocios»).

tales valores comportaban tanto para sus emisores como para los adquirentes. Sin embargo, ya en aquellos momentos algunas voces señalaban los peligros inherentes a la captación masiva de fondos del público mediante unos valores que no ofrecían, en casi todos los casos, garantías suficientes de protección de los inversores (23). Aquellos temores se han convertido en determinados casos y con el descenso del ciclo económico en realidad, y así la práctica financiera de los últimos años en nuestro país nos lleva a atribuir a estos «valores imitantes» el calificativo de valores «potencialmente peligrosos», y ello por cuanto numerosos escándalos financieros ligados a situaciones de crisis económica de diversas empresas han tenido como común denominador la previa captación de ahorro del público mediante la emisión de pagarés. Estas «estafas» (en sentido vulgar) colectivas se han debido no sólo a las propias crisis económicas de los emisores, sino también a una cierta indefinición en el régimen jurídico aplicable a los pagarés de empresa. Remediar estos riesgos es función del jurista y a ella dedicaremos los siguientes apartados.

B) LA FASE DE PRODUCCIÓN DE LOS PAGARÉS DE EMPRESA

Los principales problemas que se plantean en este ámbito se pueden agrupar en torno a dos preguntas sucesivas:

1.^a ¿Son los pagarés de empresa efectos de comercio o valores mobiliarios?

No es ésta una cuestión meramente formal o teórica, sino que, por el contrario, la respuesta a la misma determinará el régimen aplicable a la «producción» de estos valores por cuanto si se mantiene la ficción de que estamos ante efectos de comercio, el régimen sustancialmente aplicable sería el previsto en la Ley 19/1985, antes citada; mientras que, por el contrario, si llegamos a la conclusión de que estamos ante valores mobiliarios, será preciso plantear una cuestión posterior acerca de su sujeción o no al capítulo X de la LSA y las condiciones de la misma.

En nuestra doctrina se han ofrecido dos respuestas a la anterior pregunta. Por un lado, la de quienes calificaban estos pagarés de empresa como efectos de comercio sobre la base de suponer que su emisión masiva no les

(23) Ver al respecto lo señalado por SACRISTÁN, *supra*, nota 15, págs. 311-312 y 327-328. La CNMV, en su *Informe anual 1989* (ver *supra*, nota 20), pág. 84, señalaba que «las características de este instrumento le hacen particularmente sensible a los riesgos que comporta la falta de información», y «por ello la CNMV ha puesto especial énfasis en la calidad informativa del folleto y en la necesidad de que se registren documentos acreditativos claros de la emisión».

privaba de su caracterización como pagarés cambiados (24). Por otro lado, la de quienes consideraban que se trataba de valores mobiliarios. Esta segunda postura admitía, a su vez, una doble matización. Por una parte, ha habido autores que llevando dicha calificación hasta sus últimas consecuencias han predicado la exigibilidad del cumplimiento de los requisitos comunes a las obligaciones y otros valores de renta fija (25), mientras que otros han señalado la conveniencia de adaptar el régimen común de las obligaciones a las especiales características de los pagarés de empresa (26).

Por nuestra parte, podemos indicar, en primer lugar, que los pagarés de empresa —en cuanto valores emitidos masivamente que responden a un fenómeno de captación masiva de ahorro del público— no pueden ser considerados como efectos de comercio en el sentido del capítulo XIV del título I (arts. 94-97, ambos inclusive) de la Ley 19/1985 por cuanto este régimen está pensando en un efecto de comercio, de emisión individualiza-

(24) Así se pronunciaban J. M. OTERO LASTRES, «Reflexiones sobre la aplicabilidad de los artículos 11 y siguientes de la LSA a los pagarés de empresa», en *La Ley*, núm. 1148, 8 de marzo de 1985, págs. 1157 y sigs., y R. URÍA MERUENDANO, «Aspectos jurídicos», en *El mercado de pagarés de empresa*, cit., págs. 68 y sigs. Por su parte, R. URÍA, *Derecho mercantil* (Madrid, 1992), pág. 517, sostiene esta calificación cuando señalando las diferencias entre las obligaciones y otras figuras señala: «En relación con los pagarés de empresa, que son títulos a la orden que conceden a su emisor la posibilidad de captar recursos ajenos por la vía del crédito a corto plazo, la diferencia fundamental respecto a las obligaciones estriba en su pertenencia a la categoría de los efectos de comercio, mientras que éstas forman parte de los denominados valores mobiliarios».

(25) Así lo indicaba C. PAZ ARES, *Naturaleza jurídica de la letra de cambio*, en MENÉNDEZ y otros, *supra*, nota 15, págs. 95 y sigs., respecto a la aplicación del capítulo VII de la LSA de 1951. Recientemente, TORRES ESCÁMEZ, *supra*, nota 1, pág. 119, señala: «Aunque la práctica está consagrando unos pagarés de empresa configurados como una especie de obligaciones *light*, la actitud del jurista debe ser la de denuncia de una situación claramente "extralegal". Mientras no se regule esta figura con una norma de rango legal, las emisiones seriadas de valores que estén destinados a su colocación entre una masa de inversionistas debe regirse por las normas dedicadas a estas deudas, que no son otras que el capítulo X de la LSA».

(26) Así SACRISTÁN, *supra*, nota 15, págs. 305, 334 y 346, y ARROYO, *supra*, nota 15, pág. 761. Por su parte, F. VICENT CHULIÀ, *Compendio crítico de Derecho mercantil*, t. II (Barcelona, 1990), pág. 775, expone las posturas doctrinales existentes y parece apoyar la inaplicabilidad de las normas de la LSA *de lege data*, aun cuando *de lege ferenda* es partidario de que «el tratamiento de las millonadas emisiones de pagarés debería asimilarse a la de los valores mobiliarios». Por su parte, A. DÍAZ MORENO, *El pagaré*, en JIMÉNEZ SÁNCHEZ (coord.), *Derecho mercantil* (Barcelona, 1990), pág. 624, señalaba: «En principio, hay que reconocer que los pagarés financieros se encuentran —desde el punto de vista funcional— más cerca de los valores mobiliarios que de los efectos de comercio». En términos generales, podemos decir que la tendencia a identificar los pagarés de empresa como valores negociables es la seguida en el país de origen del «commercial paper», los Estados Unidos, como así se puede comprobar en J. C. HILL, «El Tribunal Supremo de los Estados Unidos adopta la presunción de que los pagarés son títulos-valores a efectos de la "Securities and Exchange Act" de 1934, en la RDBB, núm. 38 (1990), págs. 459 y sigs.

da que en cada caso establece una relación asimétrica de derechos entre el emisor, denominado «firmante» y el tomador de dichos pagarés. Lo anterior no impide reconocer que el pagaré cambiario —del mismo modo que la letra de cambio— puede cumplir una función financiera y no sólo comercial (27).

Descartada, a nuestro juicio, la calificación de los pagarés de empresa como efectos de comercio, es preciso plantear el alcance de su identificación como valores mobiliarios de renta fija. En concreto, la pregunta consiste en saber si los pagarés de empresa deben ser incluidos a todos los efectos en el capítulo X de la LSA, relativo a las obligaciones. En tal sentido, el artículo 282.1 de la LSA empieza diciendo que «la sociedad podrá emitir series numeradas de obligaciones u otros valores que reconozcan o creen una deuda». La cuestión que se plantea consiste en saber si los pagarés de empresa pertenecen a esa categoría de «otros valores que reconozcan o creen una deuda» o no, puesto que, en el primer caso, deberán cumplir los requisitos establecidos en el citado capítulo X de la LSA, mientras que en el segundo su proceso de producción carecería de normativa específicamente aplicable y contaría como única garantía con la supervisión *a posteriori* de su emisión por parte de la CNMV. Ello nos remite por lo tanto a una segunda pregunta que formulamos a continuación.

2.^a ¿Debe someterse la emisión de pagarés de empresa a los requisitos establecidos en el capítulo X de la LSA?

a) *Planteamiento de la cuestión*

Es ésta, sin duda, una cuestión vital para los pagarés de empresa por cuanto su proliferación como instrumento de financiación a corto plazo se ha visto favorecida por su existencia en la práctica al margen de los requisitos exigidos para las obligaciones. En particular, desde sus orígenes se han destacado las ventajas «fiscales» y «mercantiles» inherentes a la emisión de estos valores. Mientras las primeras desaparecieron con la promulgación de la Ley 14/1985, de 29 de mayo, sobre régimen fiscal de determinados activos financieros (28), las segundas se mantienen en forma de la falta de

(27) Ver respecto a la práctica de RENFE lo que señalaba SACRISTÁN, *supra*, nota 15, págs. 308 y sigs. En general, sobre esta función ver F. SÁNCHEZ CALERO, *Instituciones de Derecho mercantil* (Madrid, 1992), pág. 400.

(28) Ver S. COLMENAR VALDÉS, «LOS pagarés de empresa», en MARTÍNEZ LAFUENTE (dir.), *Estudios sobre tributación bancaria* (Madrid, 1985), pág. 288. Valga como ejemplo de la pérdida de su condición de «paraíso fiscal» la constancia expresa en los folletos y anuncios de emisiones de pagarés del régimen fiscal aplicable. Así, el anuncio

exigencia de formalizar su emisión en escritura pública de forzosa inscripción en el Registro Mercantil (29).

En síntesis, y conforme a lo establecido en los artículos 282 y 283 de la LSA, se plantea si la emisión de pagarés de empresa por parte de sociedades anónimas debe estar sometida a los límites máximos de importe de la misma y a la exigencia de acuerdo previo de Junta general de accionistas (con las posibilidades de delegación previstas en el art. 283 del RRM) y de constitución de un sindicato de obligacionistas.

b) *Respuestas ofrecidas por la doctrina mercantilista*

Tanto a favor como en contra de la anterior calificación y de las importantes consecuencias que ella supone, se pueden aportar argumentos de carácter formal y sustancial:

1.º En favor de excluir a los pagarés de empresa del capítulo X de la LSA, cabe recordar que el propio capítulo X lleva como título «De las obligaciones», y la inmensa mayoría de las referencias que se hacen, tanto en dicho capítulo de la LSA como en el capítulo XII del RRM, se hacen a las «obligaciones». Desde el punto de vista sustancial, se ha manifestado en reiteradas ocasiones que los programas de pagarés de empresa esconden un fenómeno de financiación esencialmente distinto a las obligaciones por cuanto suponen una deuda a corto plazo que requiere una agilidad muy superior a la propia de aquéllas.

2.º En favor de la inclusión aboga la alusión del artículo 282.1 de la LSA a los «valores que reconozcan o creen una deuda» de la que se deduce una voluntad deliberadamente omnicomprendiva que se refuerza en el número 2 del citado artículo cuando dispone que «los valores emitidos por la sociedad a que se refiere el apartado anterior quedarán sometidos al régimen que para las obligaciones se establece en el presente capítulo». También cabe hacer mención de las referencias igualmente genéricas a los «valores que deben lanzarse al mercado», contenidas, por ejemplo, en el artículo 274.1.2.^a del RRM. Desde un punto de vista sustancial, cabe añadir a los anteriores argumentos formales el hecho de que nos encontramos en el caso de los pagarés de empresa con una captación masiva de ahorro público que

publicado en el *BORME*, núm. 38, de 25 de febrero de 1993, del «programa de emisión de pagarés mediante subasta» por parte de Electra de Viesgo, S.A., establecía: «Régimen fiscal: A los pagarés que se emiten les es de aplicación lo dispuesto en la Ley 14/1985, de 29 de mayo, por lo que están sujetos a retención en todas las transmisiones, en la actualidad de 25 por 100, la cual es deducible de la cuota correspondiente en el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas o de Sociedades».

(29) Ver SACRISTÁN, *supra*, nota 15, pág. 313.

comporta, por lo tanto, los riesgos inherentes a la emisión masiva de valores negociables que el capítulo X de la LSA desea salvaguardar en lo que se refiere a los valores de renta fija.

c) *Solución que se propone*

Por nuestra parte, nos parece oportuno empezar recordando que los requisitos establecidos en el capítulo X de la LSA protegen no sólo a los acreedores ante una operación masiva de endeudamiento (y ello tanto a los acreedores por créditos precedentes como por causa del propio empréstito que se efectúa), sino también a la propia sociedad emisora y a sus accionistas por cuanto permite controlar adecuadamente el grado de endeudamiento de dicha sociedad. Si a lo anterior añadimos que los pagarés de empresa son —como antes tuvimos ocasión de señalar— valores mobiliarios que reconocen o crean una deuda por parte de la sociedad emisora, se deduce la sumisión de su emisión al régimen del capítulo X de la LSA.

La anterior conclusión es la correcta en términos de estricta lógica jurídica. Sin embargo, también hay que tener presente, en un razonamiento realista, las necesidades que tienen las empresas de financiarse con costes razonables. Dentro de tales costes se incluyen los que podríamos denominar «gastos de producción jurídica». En consecuencia, la aplicación de aquellos requisitos de emisión debe efectuarse, en el concreto caso de los pagarés de empresa, sobre la base de un análisis «coste-beneficio», esto es, valorando la protección que dispensan a los distintos colectivos antes identificados (en especial, a los inversores), frente a la tardanza y los costes que generan para las empresas necesitadas de financiación. La consideración de este conjunto de circunstancias —que han de ser tenidas en cuenta para interpretar las normas en relación con la «realidad social del tiempo en que han de ser aplicadas, atendiendo fundamentalmente al espíritu y finalidad de aquéllas», conforme a lo dispuesto en el art. 3.º 1 de nuestro Código Civil— en relación con los distintos requisitos previstos en el capítulo X de la LSA arroja, a nuestro parecer, el siguiente resultado:

c.1) El límite cuantitativo de la emisión de pagarés de empresa

En primer lugar, la emisión de pagarés de empresa deberá computarse a los efectos de determinar el importe máximo total de las emisiones en el sentido fijado por el artículo 282 de la LSA, y ello porque así lo exige la protección de los acreedores y de los propios accionistas. La consideración de esta norma como aplicable a los pagarés hace que sean igualmente aplicables a los mismos las relativas a las garantías de la emisión (art. 284

LSA). A este respecto es interesante señalar que aun cuando se ha señalado la posibilidad de deducir de aquel importe fijado en el artículo 282 (igual al «capital social desembolsado, más las reservas que figuren en el último balance aprobado y las cuentas de regularización y actualización de balances cuando hayan sido aceptadas por el Ministerio de Economía y Hacienda») las pérdidas sufridas por la sociedad anónima emisora desde las últimas cuentas anuales, esta detracción se puede contemplar *de lege ferenda*, pero no *de lege data* (30).

En nuestra práctica financiera, la CNMV, en el trámite de verificación y registro de programas de pagarés, ha exigido, en determinadas circunstancias, la observancia de estos límites cuantitativos.

c.2) El régimen del acuerdo de emisión de pagarés de empresa

En segundo término, la emisión de pagarés de empresa deberá basarse en un acuerdo adoptado por la Junta general de la sociedad anónima emisora, con sujeción al artículo 103 de la LSA (art. 283.1 LSA), gozando aquélla de los márgenes de delegabilidad previstos en el artículo 283 del RRM. Esta exigencia tutela principalmente los intereses de los accionistas de la sociedad anónima emisora. En nuestra práctica financiera los anuncios de programas de pagarés de empresa no hacen referencia, por regla general, a la existencia de acuerdos sociales ni identifican a los órganos que los adoptan (31).

(30) Es particularmente interesante a este respecto la lectura de las páginas que FERNÁNDEZ DEL POZO, *supra*, nota 4, págs. 41 y sigs., dedica a «los recursos propios como límite al endeudamiento (nota crítica sobre la existencia de límites cuantitativos a la emisión de obligaciones)».

(31) TORRES ESCÁMEZ, *supra*, nota 1, págs. 117-118, basándose en un examen de las emisiones de pagarés registrados en la CNMV, establece como primer paso en el procedimiento utilizado en la práctica el «acuerdo de la Junta general autorizando al Consejo la emisión» y critica dicha práctica en los siguientes términos: «Este acuerdo, al parecer exigido por criterio de la CNMV, es improcedente desde el punto de vista de estricta técnica jurídica, pues si se trata de una emisión de "otros valores" análogos a las obligaciones contemplados en el artículo 282 de la LSA, debe cumplir los demás requisitos de la legislación societaria, y si es simplemente una operación crediticia, carece de sentido la intervención de la Junta, pues normalmente el Consejo de Administración tiene facultades para obligar a la sociedad». En nuestra práctica reciente podemos observar cómo el anuncio del «programa de pagarés seriados al portador» de Telefónica de España, S.A., aparecido en el *BORME*, núm. 284, del 30 de diciembre de 1992, no contenía referencia a acuerdo alguno, del mismo modo que el anuncio del «programa de emisión de pagarés mediante subasta» de Electra de Viesgo, S.A., aparecido en el *BORME*, núm. 38, del 25 de febrero de 1993. Sin embargo, encontramos ejemplos de los anuncios en los que sí se mencionan tales acuerdos, como sucede con el relativo a la «primera renovación del programa de emisión de pagarés al portador» de Santander de Factoring, S.A. (entidad de financiación), aparecido en el *BORME*,

c.3) La difícil exigibilidad, en la práctica, de la constitución de un sindicato de tenedores de pagarés de empresa

En tercer lugar, no nos parece exigible a la emisión de pagarés de empresa «la constitución de una asociación de defensa o sindicato de los obligacionistas» (arts. 283.2 y 295 y sigs. de la LSA). Ello es así porque las características inherentes a los pagarés de empresa (su plazo de emisión corto y variable dentro de los pertenecientes a un mismo programa) dificultarían —cuando no imposibilitarían— la constitución y el funcionamiento «normal» de tal sindicato (32) dada la «inestabilidad» intrínseca al colectivo de potenciales tenedores de los mismos. A lo anterior podemos añadir que la débil función protectora que en la práctica cumplen tales sindicatos puede ser satisfactoriamente asumida por la CNMV en sede de verificación y registro de la emisión. La falta de constitución de un hipotético sindicato de tenedores de pagarés obligará a buscar, en sede de las condiciones del programa de emisión, garantías análogas respecto a las reducciones de capital social y de reservas de la entidad emisora que las que pretende implantar el artículo 289 de la LSA.

núm. 23, de 4 de febrero de 1993, que empieza señalando: «Santander de Factoring, S.A., al amparo del acuerdo establecido por el Consejo de Administración de la entidad en sesión de 2 de septiembre de 1991 y haciendo uso de las facultades que le fueron conferidas a dicho Consejo por la Junta general ordinaria de accionistas de la sociedad celebrada el día 21 de junio de 1991, ha resuelto renovar la emisión de pagarés inscrita el día 5 de noviembre de 1991...» También en el anuncio de la reciente «renovación del programa de emisión de pagarés de Uninter Leasing, S.A., aparecido en el *BORME*, núm. 47, de 10 de marzo de 1993, se señala: «En Junta General Universal celebrada el día 20 de enero de 1993 se adoptó el acuerdo de renovar la emisión de pagarés aprobada en la reunión de la Junta general extraordinaria celebrada el 1 de julio de 1991 y, en cuanto fuere menester, la autorización efectuada en dicha fecha al Consejo de Administración de la sociedad, quien en reunión celebrada el mismo día acordó realizar la captación de recursos del público mediante la emisión de pagarés por importe de cien mil millones de pesetas de saldo vido máximo en cada momento, en la forma que determinen las disposiciones vigentes».

(32) Del análisis del proceso de constitución del sindicato de obligacionistas, y en particular de su Asamblea —que describen URÍA, *supra*, nota 24, pág. 522, y TORRES ESCÁMEZ, *supra*, nota 1, págs. 175 y sigs.—, se deduce la inadecuación a las características del colectivo inestable de tenedores de pagarés de empresa. El análisis de las normas que en cualquier emisión de obligaciones regulan el régimen de funcionamiento del sindicato de obligacionistas revela hasta qué punto es inaplicable dicho régimen al colectivo de tenedores de pagarés de empresa. Valga como ejemplo la lectura de los artículos 6.º a 20 de los Estatutos que contenían las «reglas fundamentales que rigen las relaciones jurídicas entre la sociedad y el sindicato de obligacionistas y las características de éste» que figuraban en el anuncio —publicado en el *BORME*, núm. 97, de 24 de mayo de 1991— de la «emisión de obligaciones simples, serie 1.ª, mayo 1991», por parte de Red Eléctrica de España, S.A.

c.4.) Condiciones de la exigencia de los requisitos jurídico-formales

En cuarto lugar, y en lo que se refiere a los requisitos jurídico-formales, a saber: constancia de la emisión de los pagarés en escritura pública, inscripción en los Registros correspondientes (en particular en el RM, art. 285 LSA) y publicación en el *BORME* (art. 286 LSA) (33), parece predicable su exigibilidad para la emisión de pagarés de empresa a la vista no sólo de los citados artículos de la LSA, sino también del número 2 del artículo 22 del Código de Comercio, en el que se dispone que «en la hoja abierta a las sociedades mercantiles y demás entidades a que se refiere el artículo 16 se inscribirán», entre otras circunstancias, «la emisión de obligaciones u otros valores negociables agrupados en emisiones». Sin embargo, esta exigibilidad formal podrá ser plasmada en nuestra práctica financiera cuando el proceso de inscripción se desarrolle con la celeridad que exigen las características de estos valores que buscan la financiación a corto plazo, corto plazo que no sólo se traduce en la vida del valor (inferior a un año), sino también en el intervalo para captar los recursos financieros que las empresas precisan.

c.5) Aplicabilidad de las restantes normas del capítulo X de la LSA

En quinto y último lugar, cabe añadir que las restantes normas contenidas en el capítulo X serán predicables respecto de las emisiones de pagarés de empresa. En este sentido, la suscripción de un pagaré implicará para su tenedor la ratificación plena del contrato de emisión (aunque no su adhesión a un sindicato inexistente) (art. 287 LSA); se establecerá un régimen de prelación cronológico (art. 288 LSA); los pagarés podrán estar representados por medio de títulos o de anotaciones en cuenta (arts. 290 y 291 LSA), y, por último, serán predicables de estos pagarés, con carácter general, las normas contenidas en las secciones quinta (arts. 306-309) y sexta (art. 310) de la LSA.

C) LA FASE DE DISTRIBUCIÓN DE LOS PAGARÉS DE EMPRESA

Dos son las preguntas que procede plantear en este momento:

1.^a ¿Son los pagarés de empresa valores negociables?

(33) Esta de la publicación de anuncios en el *BORME* es una práctica extendida entre los programas de emisión de pagarés de empresa verificados e inscritos en los Registros de la CNMV. Valgan como ejemplo los anuncios realizados por Santander de Factoring, S.A., y por Electra de Viesgo, S.A., antes citados en las notas 31 y 32, respectivamente.

La LMV reposa —como antes señalábamos (epígrafe I.B)— sobre el concepto de valores negociables al que la propia Ley quiso dar un sentido omnicomprendivo para considerar que cualquier instrumento jurídico que sirviera para la captación pública de ahorro tendría cabida dentro del mismo. En especial la LMV, como declaraba en el número 2 de su Exposición de Motivos, pretendió disociar el concepto de valores negociables de una determinada fórmula de instrumentación jurídica, deseo que era «patente también en la inclusión, en determinados casos, de instrumentos tales como las letras de cambio, los pagarés o cualquier otro que reúna las restantes características contempladas en la Ley». Fueron, por lo tanto, los pagarés un ejemplo paradigmático de cómo unos valores tradicionalmente instrumentados como efectos de comercio podían ser considerados valores negociables y sometidos al régimen de la LMV siempre que bajo esa apariencia jurídica se escondiera un fenómeno de captación de ahorro del público, esto es, de la inversión masiva en términos económicos.

Estas previsiones legales de carácter genérico se concretaron en el número 1 del artículo 2 del Real Decreto 191/1992, que señala que tendrá la consideración de valores negociables, entre otros:

«c) Las letras de cambio, pagarés, certificados de depósito o cualquier instrumento análogo, salvo que sean librados singularmente y además deriven de operaciones comerciales antecedentes que no impliquen captación de fondos reembolsables del público».

A través de esta definición se invierte —en el ámbito del Derecho del mercado de valores— la presunción «cambiaría» tradicional según la cual el pagaré es un efecto de comercio. Ello es así porque, a la vista del párrafo transcrito, un pagaré será considerado como un valor negociable salvo que su emisor demuestre su libramiento singular y su causalidad comercial. A nuestro entender y aun a pesar de dicha definición, un pagaré emitido individualmente, siempre que no implique captación de fondos del público, podrá ser considerado como pagaré cambiario o efecto de comercio aun cuando no derive de una operación comercial sino financiera.

La calificación del pagaré como valor negociable tiene dos consecuencias inmediatas. Por un lado, abre las puertas a su representación por medio de títulos o de anotaciones en cuenta (arts. 5 y sigs. de la LMV y RD 116/1992), representación esta presente desde el origen de estos pagarés de empresa (34). Por otra parte, cuando se emitan en las condiciones estable-

(34) Ver al respecto SACRISTÁN, *supra*, nota 15, págs. 302 y sigs. Por su parte, para TORRES ESCÁMEZ, *supra*, nota 1, pág. 118, «la desnaturalización del pagaré como efecto de comercio llega a su punto culminante en esta emisión en que el acuerdo prevé que los pagarés emitidos puedan estar representados... ¡por anotaciones en cuenta!»

cidas en el artículo 3 del Real Decreto 291/1992 implican para su emisor la obligación de cumplir los requisitos establecidos en los artículos 26 y siguientes de la Ley del Mercado de Valores y desarrollados en los artículos 5 y siguientes del propio Real Decreto 291/1992. Es precisamente en torno a estos requisitos donde se plantea la siguiente pregunta.

2.^a *¿Qué especialidades fundamentales presenta la emisión y colocación de pagarés de empresa?*

Los pagarés de empresa presentan varias especialidades fundamentales consistentes en su emisión a través del sistema de programas y su colocación a través de las subastas entre entidades financieras.

a) *Emisión por medio de programas*

Los pagarés de empresa plantearon, desde la entrada en vigor de la LMV (que se produjo, con carácter general, el día 29 de enero de 1989), graves problemas de calificación jurídica debidos, en gran medida, a la existencia de una cierta paradoja. En efecto, aun cuando en todo momento ha existido la conciencia clara de que los pagarés de empresa pertenecientes a una misma emisión son valores negociables que responden a un mismo «impulso emisor» o «causa contractual unitaria», presentaban con frecuencia caracteres tan dispares en cuanto a su importe nominal, a su período de vida, al interés que devengan, etc., que hacían difícil apreciar la existencia de una auténtica «emisión» en el sentido del artículo 2 de la LMV.

La solución de aquellas dudas ha sido uno de los objetivos del artículo 4 del Real Decreto 291/1992, que ha implantado una generosa concepción de los "criterios de homogeneidad" que identifican a los valores pertenecientes a una misma emisión. En especial, el número 3 del citado artículo señala que

«la homogeneidad de un conjunto de valores no se verá afectada por la eventual existencia de diferencias entre ellos en lo relativo a su importe unitario; fechas de puesta en circulación, de entrega material o de fijación de precios; procedimientos de colocación, incluida la existencia de tramos o bloques destinados a categorías específicas de inversores; o cualesquiera otros aspectos de naturaleza accesoria».

El número transcrito, aun cuando flexibiliza en gran medida la noción de emisión, no resulta plenamente satisfactorio para el caso de los pagarés de empresa por cuanto entre los pertenecientes a una misma emisión se dan con frecuencia diferencias no sólo accesorias, sino también sustanciales. De

ahí que haya sido necesario establecer un número 4 del artículo 4 del citado Real Decreto en el sentido de que

«en el caso de programas de emisión continua o abierta de valores homogéneos, tales como programas de emisión de pagarés de empresa, o de emisiones con períodos de suscripción indefinido o de larga duración, el Ministro de Economía y Hacienda o, con su habilitación expresa, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, a los efectos de poder considerar los valores integrados en una misma emisión, podrán establecer límites al saldo vivo o importe de los valores emitidos, a la duración del programa de emisión o del período de suscripción o a la diferencia máxima entre los plazos de amortización de los valores emitidos».

Así pues, el concepto de «programa de emisión» constituye un recurso técnico-jurídico para unificar en torno a una serie de caracteres mínimos comunes y más allá de diferencias no sólo accesorias, sino también sustanciales, un conjunto de pagarés que responden a una misma causa contractual y que presentan a su emisor actuando con una unidad de voluntad frente a los inversores. En términos de calificación jurídica, los programas constituyen contratos marco de préstamo más flexibles que los empréstitos instrumentados por medio de las emisiones de obligaciones en sentido estricto (35).

En nuestra práctica financiera los programas de emisión de pagarés de empresa delimitan las características fundamentales de dichos instrumentos de financiación que la sociedad emisora irá desarrollando según las necesidades que se planteen, adaptándose a la curva oscilante de sus necesidades de financiación. En dichos programas se establecen las características prin-

(35) La distinción entre la rigidez de la emisión de obligaciones tradicional y la flexibilidad de los programas de emisión de pagarés financieros tiene una fuerza evocadora y presenta una cierta analogía en el plano causal con la tradicional distinción en el ámbito de los contratos bancarios entre el contrato de préstamo y el de apertura de crédito, distinción que se puede ver reflejada en J. GARRIGUES, *Contratos bancarios* (Madrid, 1975), págs. 179 y sigs., y recientemente en M. C. SÁNCHEZ MIGUEL, «Préstamos, anticipos bancarios, apertura de crédito», en GARCÍA VILLAVARDE (dir.), *Contratos bancarios* (Madrid, 1992), págs. 155 y sigs. No es casual, por otra parte, que la emisión de pagarés se haya basado, como veremos más adelante, en una estructura de contratos entre los que se halla uno de apertura de un crédito denominado «subsidiario». Conviene señalar cómo el instrumento del «programa» —y de la consiguiente colocación por medio de subastas competitivas entre entidades financieras— ha sido utilizado no sólo para emitir pagarés de empresa, sino también para emitir obligaciones. En este sentido destacan en nuestra práctica financiera los «programas continuos de emisiones de obligaciones» realizados por Telefónica de España, S.A., en septiembre de 1991 (ver el anuncio en el *BORME*, núm. 164, del 28 de agosto de 1991) y en noviembre de 1992 (ver el anuncio en el *BORME*, núm. 211, del 2 de noviembre de 1992).

cipales del importe máximo, del precio de emisión, de la amortización de las entidades partícipes, del plazo, del régimen fiscal, de la admisión en mercados secundarios de valores, de suscripción o colocación, de publicidad, etc. El sistema del programa es más ágil que el de la emisión tradicional por cuanto la previsión del importe máximo, con frecuencia **ampliable**, permite que el emisor establezca distintos plazos y distintos precios (36).

Cabe añadir, por último, que estos programas son susceptibles de «renovación» por períodos sucesivos o de «modificación» de sus parámetros, fenómenos calificables como novaciones contractuales de carácter objetivo o circunstancial (37).

b) *La colocación por medio de subasta*

La segunda característica especial de la emisión de pagarés de empresa consiste en su colocación a través de subastas. Estas subastas se producen entre las entidades financieras seleccionadas por el emisor y definidas en el programa y con una frecuencia semanal, quincenal, mensual, etc. (38). Los emisores vienen aceptando —cada vez con mayor frecuencia— solicitudes

(36) La CNMV señalaba en su *Informe anual 1989*, pág. 84: «Debido a las características de corto plazo de los pagarés, la CNMV registra programas de emisión en los que, por un volumen máximo prefijado y el horizonte temporal de un año, pueden irse graduando las emisiones cuando las entidades emisoras lo consideren oportuno». Tomado como ejemplo el reciente programa de emisión de pagarés mediante subastas de Electra de Viesgo, S.A., al que hacíamos referencia en *supra*, nota 31, cabe señalar que el mismo abarca pagarés cuyo importe nominal será de 250.000 pesetas, 500.000 pesetas, 1.000.000 de pesetas o cualquier otra cantidad múltiplo de 1.000.000 de pesetas y cuyos plazos de amortización pueden oscilar entre tres, seis, doce y dieciocho meses.

(37) Podemos recordar, en el primer sentido, la primera renovación del programa de emisión de pagarés que hacía Santander de Factoring, S.A., citado en *supra*, nota 32; y en el segundo sentido, la «modificación de nominales del segundo y tercer programas de emisión de pagarés» que realizaba Banesto Leasing, Sociedad de Arrendamiento Financiero, S.A. (cuyo anuncio fue publicado en el *BORME*, núm. 65, del 3 de abril de 1992).

(38) En nuestra práctica abundan las condiciones de los programas en las que se mencionan las entidades colaboradoras. En este sentido, el «programa de emisión de pagarés al portador» realizado por Nissan Motor Ibérica, S.A. (cuyo anuncio fue publicado en el *BORME*, núm. 245, de 23 de diciembre de 1992), señalaba en su condición número 6, relativa al «procedimiento de adjudicación y emisión», que éste se realizaría «mediante subasta competitiva al descuento (con un máximo de dos mensuales) entre las siguientes entidades colaboradoras: «... se observan, asimismo, referencias genéricas a aquellas entidades en casos como el del "programa de pagarés al portador seriados" de Telefónica de España, S.A., citado en *supra*, nota 31, que delimitaba la categoría de "entidades partícipes" diciendo: "Entidades de crédito, entidades financieras en general u otras que, a juicio de Telefónica, sean operativas en el mercado", produciéndose las subastas con una frecuencia máxima semanal».

directas de particulares que se gestionan en una cualquiera de las entidades financieras en un plazo inmediatamente posterior a la fecha de subasta. Incluso cuando la propia entidad emisora de los pagarés es una entidad de crédito se excluye el mecanismo de subasta, que se ve sustituido por la suscripción directa de los adquirentes (39).

Esta especialidad de la subasta nos remite a la estructura de contratos entre el emisor y entidades financieras que subyace a la emisión.

c) *La estructura de contratos subyacentes a la emisión y colocación de pagarés de empresa*

El proceso de emisión y colocación de los pagarés de empresa se ha sustentado tradicionalmente en una estructura de contratos que la entidad emisora suscribe con intermediarios financieros (40). Tal estructura está compuesta por los siguientes contratos:

c.1) El contrato de «compromiso de descuento», que a la vista de la prestación asumida por la entidad financiera (descrita generalmente como el compromiso de promover la venta en nombre y por cuenta del emisor de las sucesivas emisiones de pagarés) no responde tanto al concepto de descuento, sino más bien al de mandato o comisión de colocación, por lo que

(39) En nuestra práctica, podemos encontrar sistemas mixtos de colocación por subasta y por suscripción directa, y sistemas de exclusiva suscripción directa. Entre los primeros podemos hacer referencia al «programa de pagarés al portador seriados» de Telefónica de España, S.A., citado en *supra*, nota 31, en el que se establecía el «procedimiento de suscripción» en los siguientes términos: «La suscripción de los pagarés se llevará a cabo a través de las dos modalidades siguientes: Tramo mayorista: Suscripción a realizar por las entidades partícipes en las subastas. El volumen de pagarés a suscribir por las entidades partícipes en las subastas y el precio de suscripción serán adjudicados para cada una de ellas en la resolución de cada subasta. Tramo minorista: Se establecerá un sistema de venta directa destinado al inversor minorista a través de las oficinas financieras de Telefónica, no admitiéndose peticiones superiores a cuatro pagarés por suscriptor y para cada plazo. El importe máximo de pagarés a comercializar por este procedimiento será igual al 10 por 100 de lo adjudicado para cada plazo en cada una de las subastas. El tipo de colocación coincidirá con el tipo medio resultante en cada uno de los plazos. El inversor que esté interesado en adquirir estos pagarés se dirigirá a cualquiera de las oficinas financieras de Telefónica. El plazo para la adquisición de pagarés estará comprendido entre la fecha de resolución de cada subasta y la fecha de desembolso correspondiente». Como ejemplo de los sistemas de suscripción y adjudicación directa podemos citar la renovación del programa de pagarés de Uninter, citada en *supra*, nota 31, donde señala: «Para proceder a la suscripción el inversor deberá ponerse en contacto con el departamento financiero de Corporación Financiera, S.A., o de cualquier oficina de la red comercial de Hispamer Servicios de Intermediación Financiera, S.A., y Banco Central Hispano, S.A., donde se atenderá el servicio financiero de esta emisión y podrá obtener el folleto informativo de forma gratuita».

(40) Ver sobre tales contratos SACRISTÁN, *supra*, nota 15, págs. 317 y sigs., y DÍAZ MORENO, *supra*, nota 26, pág. 623.

hemos de remitirnos con carácter general a la ponencia correspondiente, sin dejar de reseñar, no obstante, que este tipo de contratos presenta caracteres específicos cuando tienen por objeto pagarés de empresa (41).

c.2) El contrato de «crédito subsidiario» que abre el intermediario acreditante en favor del emisor acreditado garantizando de este modo el pago de los pagarés cuando a su vencimiento no haya saldo disponible en cuantía suficiente.

c.3) El contrato de «admisión al mercado bursátil» mediante el cual el intermediario financiero prestaba determinados servicios al emisor de conformidad con lo exigido por las normas establecidas al efecto por las distintas Bolsas de Valores (42).

(41) Podemos extraer de nuestra práctica financiera un modelo-tipo de estos contratos. En este sentido, el contenido típico de un «contrato de colaboración para la emisión de pagarés mediante subasta» establecería, tras unos breves «antecedentes», un conjunto de «estipulaciones» relativas a los siguientes aspectos:

1. «Definiciones».
2. «Compromisos generales» sobre el importe total de las emisiones; el compromiso de colaboración (en virtud del cual «las entidades colaborarán en el emisor en las expresadas emisiones de pagarés para su adjudicación mediante subastas, sin asegurar su colocación»); la eventual exclusión de entidades por parte del emisor cuando «sus ofertas se sitúen reiteradamente fuera de las condiciones de mercado»; el compromiso de descuento (en cuya virtud «las entidades adjudicatarias se obligan a facilitar al emisor según el resultado de la subasta, los fondos correspondientes a las ofertas adjudicadas, en su caso»); el carácter independiente de las obligaciones y derechos de las entidades adjudicatarias.
3. «Requisitos de los pagarés» en cuanto a su carácter al portador, su conformidad con el modelo anexo al contrato, su firma por persona facultada, su importe nominal, sus fechas de emisión y de amortización, su domicilio de pagos, etc.
4. «Subasta de pagarés», con referencia a las entidades licitadoras, al número de subastas, al plazo de vencimiento de los pagarés, a la convocatoria de subasta, a la presentación de ofertas, a la adjudicación de los pagarés, a su entrega, a su amortización, etc.
5. «Compromiso del emisor» de no colocar en el mercado nacional pagarés propios fuera del sistema establecido en el contrato.
6. «Duración del contrato» de un año, con prórroga tácita y salvo decisión en contrario.
7. «Declaraciones del emisor» respecto a su capacidad para otorgar el contrato.
8. «Adhesión al contrato» por parte de entidades financieras interesadas.
9. «Cómputo de fechas y plazos».
10. «Gastos y tributos».
11. «Forma y domicilio para notificaciones».
12. «Ley aplicable, jurisdicción y sumisión a fuero».

A este sentido contractual propiamente dicho se unen con frecuencia numerosos anexos en los que se describen los modelos de pagaré, de télex para solicitar la convocatoria de una subasta, de documento de oferta de descuento de pagarés, de télex de aceptación o rechazo de las ofertas presentadas, de la denominada «carta de adjudicación de pagarés», de «documento de adhesión», de «certificado de propiedad de pagarés», etc.

(42) Con fecha de 1 de octubre de 1982 la Junta Sindical del Colegio de Agentes de Cambio y Bolsa de Madrid publicó unas «Normas provisionales del mercado de

c.4) El contrato de «mandato de emisión» mediante el cual la entidad financiera se encarga de completar un determinado número de pagarés que se hallan en su poder y ponerlos posteriormente en el mercado.

3.^a ¿Qué mecanismos se establecen para garantizar la liquidez de los pagarés de empresa?

Tras el declive del mecanismo tradicional de la admisión de los pagarés de empresa al mercado bursátil, conforme a las normas y contratos respectivos (43); en las emisiones recientes de pagarés pueden contemplarse otros mecanismos alternativos. Entre ellos, se contemplan los «contratos de liquidez» celebrados entre los emisores y los intermediarios financieros al amparo de la Orden de 31 de julio de 1991 «sobre valores de elevada liquidez», que desarrolla, para los FIAMM, las previsiones contenidas en el artículo 49 del Reglamento de la Ley 46/1984, reguladora de las instituciones de inversión colectiva. Asimismo se contempla expresamente la solicitud y posterior admisión de los pagarés al mercado de AIAF de renta fija, cuyo funcionamiento como mercado secundario organizado no oficial de valores fue autorizado por Orden de 1 de agosto de 1991 (44).

III. LAS OBLIGACIONES CONVERTIBLES

A) ANTECEDENTES, FUNCIÓN ECONÓMICA Y DISTINCIÓN DE FIGURAS AFINES

1. Antecedentes

La LSA de 1951 consagraba la posible emisión de obligaciones convertibles en acciones, sin contener, sin embargo, un régimen específico de las mismas. En concreto, el artículo 95 establecía tres reglas básicas relativas a la necesaria previsión inicial de la convertibilidad, a la exigencia del consentimiento de los obligacionistas afectados y al respeto al principio de equilibrio entre capital y patrimonio social. Las anteriores previsiones, unidas a las contenidas en los artículos 88 y 128, eran claramente insufi-

pagarés de empresa» que contemplaban los aspectos relativos a su inclusión, su subasta, la liquidación, la custodia y la exclusión. Sobre el nacimiento y declive del mercado secundario de pagarés de empresa creado por la Bolsa de Madrid se pronuncia CACHÓN BLANCO, *supra*, nota 1, tomo I, pág. 300.

(43) Sobre los aspectos jurídicos de los contratos, ver URÍA MERUENDANO, *supra*, nota 16, págs. 73 y sigs., y 84 y sigs.; y sobre los mecanismos de liquidez bursátil, ver M. DE LA CONCHA, «La Bolsa y el mercado secundario de pagarés financieros», en AA.VV., *El mercado de pagarés de empresa*, cit., págs. 105 y sigs.

(44) Ambos mecanismos están previstos, v.gr., en el «programa de pagarés al portador señados» de Telefónica de España, S.A., citado *supra*, nota 31. Al mercado AIAF en relación con los pagarés hace referencia CACHÓN BLANCO, *supra*, nota 1, pág. 300.

cientes a la vista de la práctica de nuestro mercado financiero, que venía acudiendo con frecuencia e intensidad a este tipo de emisiones (45).

La necesidad de establecer un régimen desarrollado para este tipo de obligaciones ya se percibió en el Anteproyecto de 1978, que introdujo un régimen específico para las mismas muy semejante al vigente (46).

El Proyecto de Ley de Reforma Parcial y Adaptación de la Legislación Mercantil a las Directivas de la CEE en materia de Sociedades de 22 de abril de 1988 incluyó una regulación de las obligaciones convertibles inspirada en el Derecho italiano (47) que se plasmó en el artículo 9 de la Ley 19/1989, de 25 de julio, y finalmente en los artículos 292-294 del Texto Refundido de la LSA.

Este nuevo régimen constituye uno de los aspectos más conflictivos de la reforma de la LSA por cuanto se ha afirmado que supone una importación apresurada de un modelo legislativo extraño a las prácticas de nuestro mercado de valores, causando los consiguientes efectos de «rechazo» por inadecuación (48).

2. Función económica

Tres son los aspectos a destacar en este punto:

- a) *Las ventajas comparativas de la deuda convertible*.—En primer lugar, las obligaciones convertibles ofrecen ventajas comparativas

(45) En general, lo expuesto a continuación es fruto de la síntesis de un estudio que hemos realizado sobre «Las obligaciones convertibles en el Derecho español», que se halla pendiente de publicación en el marco de una obra colectiva sobre «Capital, acciones, obligaciones y modificación de estatutos en la nueva Ley de Sociedades Anónimas». Sobre los problemas y rasgos básicos del régimen de la LSA de 1951, ver, en general, L. DE ANGULO RODRÍGUEZ, «Tipos y cláusulas especiales en la financiación mediante emisión de obligaciones», en la *RDM*, núm. 44 (1953), pág. 270. Ver, recientemente, TORRES ESCÁMEZ, *supra*, nota 1, págs. 234 y sigs.

(46) Sobre el mismo se pronunciaba M. BROSETA PONT, «Reforma del Derecho de sociedades anónimas», en AA.VV., *La reforma de la legislación mercantil* (Madrid, 1979), pág. 190.

(47) Sobre dicho régimen ver F. GALGANO, «Le società per azioni», en *Trattato di Diritto commerciale e di Diritto pubblico dell'economia*, vol. VII (Padua, 1984), págs. 357 y sigs., y J. GARCÍA DE ENTERRÍA, *Le obbligazioni convertibili in azioni* (Milán, 1989), págs. 25 y sigs.

(48) Ver las apreciaciones críticas de J. GARCÍA DE ENTERRÍA, «Las obligaciones convertibles en acciones ante la reforma del Derecho de sociedades», en la *RDM*, núm. 185-186, 1987, págs. 263 y sigs., y J. M.^a DE PRADA GONZÁLEZ, «Problemas que plantea la nueva regulación de las obligaciones convertibles», en los *AAMN* 1991, pág. 410. Por otro lado y sin que sirva de consuelo, podemos constatar cómo en el propio Derecho italiano —tal y como recoge I. GERACI, «L'azione attraverso l'obbligazione. Note in tema di obbligazioni convertibili», en la *RDS* julio-agosto 1990, fasc. 4.º, pág. 794— las obligaciones convertibles han sido calificadas como «un elemento distorsionador en el ordenado panorama del Derecho de las acciones».

respecto de otros valores de renta fija, y ello tanto para las sociedades anónimas emisoras como para los inversores que las adquieren. A las primeras les permite la captación de capital como prima, diluyendo en el tiempo los efectos de un aumento de capital y representando, en términos generales, menores costes de financiación. Al inversor la deuda convertible le resulta atractiva porque le permite conservar, durante el período de conversión, la posibilidad de elección continua entre invertir en renta fija o variable, con la posibilidad de obtener de ese modo la máxima rentabilidad según las condiciones de mercado. Además, permiten superar la principal desventaja de las obligaciones simples, cual es la del efecto de la depreciación monetaria (49).

- b) *El carácter dual o híbrido de estas obligaciones.*—En segundo término, existe una tendencia consustancial de innovación del mercado de valores (cfr. epígrafe I.B de este estudio) que pretende lograr las mejores combinaciones posibles entre la seguridad, la rentabilidad y la liquidez, y que desemboca en la creación de valores mixtos o híbridos financieros que combinan características propias de la renta fija y de la renta variable, como son las obligaciones convertibles (50).
- c) *El diverso significado económico de las obligaciones con relaciones de conversión fija y variable.*—Por último, el significado financiero de las obligaciones convertibles difiere radicalmente según se estipule un tipo de conversión fija o variable. Las relaciones fijas de conversión son las que existen, por regla general, en los mercados de valores más desarrollados y permiten a las sociedades anónimas emitir acciones de modo diferido y con un precio de conversión superior al existente en el momento de emitirse el empréstito y a los inversores limitar los riesgos de la inversión, participar eventualmente en los beneficios sociales y especular. Las relaciones variables de conversión, predominantes en la práctica española, constituyen aumentos de capital diferidos a corto plazo que permi-

(49) En su momento, L. DE ANGULO RODRÍGUEZ, *La financiación de empresas mediante tipos especiales de emisiones* (Zaragoza, 1968), págs. 105 y sigs., hacía un «análisis económico de la convertibilidad». Ver recientemente TORRES ESCAMEZ, *supra*, nota 1, págs. 229 y sigs. En nuestra literatura económica destaca la aportación de A. CUERVO, «La problemática de los modernos medios y entidades de financiación de la empresa. Presentación», en la *Rev. Der. Fin. y Hac. Púb.*, núms. 106-107, 1973, págs. 889 y sigs. Recientemente, CACHÓN BLANCO, *supra*, nota 1, tomo I, págs. 270 y sigs., se refiere al «significado económico» de este tipo de obligaciones.

(50) Ver L. FERNÁNDEZ DEL POZO, «La tipicidad de los valores mobiliarios. Valores mobiliarios híbridos», en la *RCDI*, núm. 605 (1991), págs. 1874 y sigs.

ten a los inversores obtener acciones en condiciones mejores a la del mercado dada la existencia de un descuento (51).

3. *Distinción respecto de determinadas figuras afines*

La circunstancia de que la sección tercera del capítulo X de la LSA haya tipificado una sola clase especial de obligaciones como son las convertibles no impide la emisión de otros tipos especiales de obligaciones. A esta conclusión contribuyen no sólo los argumentos materiales que genéricamente abogan por un *numerus apertus* de valores negociables (a los que nos referíamos en el epígrafe I.A de esta ponencia) y el propio contenido del artículo 17 del Real Decreto 291/1992 (al que nos referíamos en el epígrafe I.B de esta ponencia), sino también la referencia abierta que hace el artículo 282 de la LSA a «otros valores que reconozcan o creen una deuda». En relación con dicho artículo —y aun cuando nos extralimitemos del ámbito fijado para nuestra ponencia—, podemos señalar que el folleto informativo de la emisión de aquellos otros tipos especiales de obligaciones, distintos de las convertibles, habrá de recoger en todo caso la información adicional prevista en el número 1 del artículo 17, por cuanto dichas obligaciones implican «variaciones sobre el régimen típico previsto en las disposiciones legales aplicables». Asimismo y dado que los tres tipos especiales de obligaciones a las que haremos una breve referencia son «valores distintos de las obligaciones convertibles que confieren opción a adquirir otros valores» (o a transformarse en ellos en el caso de obligaciones canjeables), el folleto informativo de su emisión deberá contener las informaciones adicionales establecidas en el párrafo primero del número 2 del artículo 17 del Real Decreto 291/1992. La aplicabilidad de los dos restantes párrafos del número 2 del artículo 17 dependerá, como veremos, del tipo concreto de obligación especial.

En concreto, de entre la amplísima gama de posibles tipos especiales de obligaciones que nos ofrece la práctica comparada (52), nos parece oportuno distinguir las obligaciones convertibles tipificadas en la LSA respecto de tres siguientes tipos de obligaciones:

(51) Sobre la distinción entre ambos tipos de conversión, ver J. E. CHACÓN BLANCO, «Las obligaciones convertibles: régimen jurídico», en *Cuadernos de Derecho y Comercio*, núm. 8, págs. 116 y sigs. Sobre la peculiaridad de la práctica española ver P. FERNÁNDEZ y M. A. ARIÑO, «Ampliaciones de capital en España: asimetría impositiva, iliquidez e implicaciones para las emisiones de bonos convertibles», en *Moneda y Crédito*, núm. 191 (1990), pág. 87. Por último, ver las consideraciones críticas que efectuaba J. GARCÍA DE ENTERRÍA, «El significado de la nueva regulación de las obligaciones convertibles», en la *RDM*, núm. 195 (1990), págs. 16 y sigs.

(52) A las que se refiere ANGULO, *supra*, nota 45, págs. 987 y sigs. Ver también TORRES ESCÁMEZ, *supra*, nota 1, págs. 100 y sigs.

- a) *Obligaciones indirectamente convertibles*.—Son aquellas obligaciones que son convertibles en acciones de una sociedad diversa de la que las emite, que generalmente es filial de la primera (53). Estas obligaciones plantean varios problemas fundamentales, consistentes respectivamente en la necesaria complementariedad entre los dos acuerdos (de emisión de obligaciones y de aumento de capital) de las dos sociedades implicadas que condicionarán la exigibilidad del derecho a la conversión de los obligacionistas, en la protección de los obligacionistas ante las diversas vicisitudes de las sociedades y en la exclusión del derecho de suscripción preferente respecto al aumento de capital, teniendo en cuenta, en particular, la dificultad añadida que debe implicar la interpretación estricta del interés social en el marco del artículo 159 de la LSA.

Dado que estas obligaciones incorporan una opción de adquisición (en sentido propio, de transformación) de acciones pendientes de emisión, les serán de aplicación como mínimo —conforme al peculiar párrafo tercero del núm. 2 del art. 17 del RD 291/1992— los artículos 293-294, números 2, segundo párrafo, y 3 de la LSA.

- b) *Obligaciones canjeables*.—Son las obligaciones que incorporan la facultad de transformarse en acciones «viejas» de la sociedad emisora (54). Procede calificarlos como valores atípicos cuya emisión es lícita y a los que será aplicable, en general, el régimen establecido en el capítulo X de la LSA.

Estas obligaciones plantean dos conjuntos de problemas: En primer lugar, la integración analógica de su régimen con el de las obligaciones convertibles, y en segundo lugar, el derivado de las prohi-

(53) En nuestro Derecho se refería a este tipo de obligaciones ANGULO, *supra*, nota 49, págs. 118 y sigs., y *supra*, nota 45, págs. 1011 y sigs.; y se refiere recientemente TORRES ESCÁMEZ, *supra*, nota 1, págs. 238, 294 y sigs. En la doctrina italiana, ver G. F. CAMPOBASSO, «Le obbligazioni convertibili in azioni», en el *Trattato delle società per azioni* (dirs. COLOMBO/PORTALE), t. V (Milán, 1988), págs. 480 y sigs.

(54) Ver, en nuestro Derecho, ANGULO RODRÍGUEZ, *supra*, nota 49, pág. 142; TORRES ESCÁMEZ, *supra*, nota 1, págs. 289 y sigs., CACHÓN BLANCO, *supra*, nota 51, págs. 119 y sigs.; y en el Derecho italiano, CAMPOBASSO, *supra*, nota 53, págs. 476 y sigs. En nuestra práctica financiera reciente podemos hacer referencia a la «emisión de bonos canjeables por acciones viejas de Repsol, S.A., que realizó el Instituto Nacional de Hidrocarburos (ver el anuncio en el *BORME*, núm. 82, del 30 de abril de 1992), y a la «séptima emisión de bonos simples canjeables por acciones del Banco de Alicante, mayo 1992», realizada por el Banco Exterior de España, S.A. (ver el anuncio en el *BORME*, núm. 82, del 30 de abril de 1992). Respecto al problema de la autocartera que abordamos a continuación, la CNMV, en su *Informe anual 1990* (ver *supra*, nota 20), págs. 25-26, señalaba: «Debe añadirse también que la prohibición, contenida en la nueva Ley, de que las empresas prestasen asistencia financiera a los adquirentes de sus acciones afectaba directamente a una práctica habitual hasta entonces: el canje de obligaciones por acciones de la autocartera del emisor, valoradas, a tal efecto, a precio inferior al de mercado».

biciones inherentes a los «negocios sobre las propias acciones», y en particular el de la «asistencia financiera», prohibida en el artículo 81 de la LSA.

En relación con el segundo aspecto, cabe señalar que a este tipo de obligaciones le será de aplicación específica lo dispuesto en el párrafo segundo del número 2 del artículo 17 del Real Decreto 291/1992 siempre que el emisor de las obligaciones fuera el mismo que el de las acciones. En consecuencia, «deberá señalarse expresamente (en su folleto informativo de emisión) que el importe máximo de las acciones afectas al eventual ejercicio de opciones no excede del límite legal de autocartera del emisor».

- c) *Obligaciones con «warrants»*.—Son las obligaciones que incorporen un derecho de opción para adquirir acciones que es externo a la propia obligación. Por ello, cuando el titular de una obligación con *warrant* ejercita tal derecho no extingue su condición de obligacionista, sino que añade la de accionista (55).

A este tipo de obligaciones le serán aplicables los párrafos segundo o tercero del número 2 del artículo 17 del Real Decreto 291/1992, dependiendo respectivamente de que el *warrant* incorpore una opción de adquisición de acciones ya emitidas o pendientes de emitir.

(55) Ver en el marco de la LSA de 1951, ANGULO RODRÍGUEZ, *supra*, nota 45, págs. 994 y sigs.; en el marco de la nueva LSA de 1989, FERNÁNDEZ DEL POZO, *supra*, nota 50, págs. 165 y sigs.; J. L. GARCÍA-PITA Y LASTRES, «Breves consideraciones sobre la problemática jurídica de los *warrants* y las opciones sobre valores negociables», en *La Ley*, 29 de julio de 1990, págs. 1 y sigs.; CACHÓN BLANCO, *supra*, nota 1, tomo I, págs. 284 y sigs.; TORRES ESCÁMEZ, *supra*, nota 1, pág. 103, y E. RODRÍGUEZ-ROVIRA, «LOS *warrants*: especial referencia a su emisión», en la *RDM*, núm. 202, 1991, págs. 841 y sigs. En nuestra práctica financiera reciente podemos recordar la emisión de obligaciones Naarden convertibles con *warrants*, citada en *supra*, nota 7, cuya cláusula séptima señalaba: «Las obligaciones contienen seis cupones (*warrants*) que permitirán a los tenedores: a) Adquirir dos acciones nominativas de Naarden Internacional, S.A., mediante el oportuno desembolso en las fechas y condiciones siguientes: (...); b) Las acciones que se entreguen en cada ejercicio procedentes de los cupones (*warrants*) serán de nueva emisión; c) Transcurrido este plazo sin ejercer el derecho se considerará cancelado; d) Los *warrants* son títulos separables de las obligaciones desde la fecha de emisión y serán negociados separadamente una vez admitidos a cotización». Estos *warrants* fueron admitidos a negociación en la Bolsa de Valores de Madrid por acuerdo del Consejo de Administración de la sociedad rectora de dicha Bolsa con efectos de 30 de marzo de 1992 (ver el anuncio respectivo en el *BORME*, núm. 68, del 8 de abril de 1992). Cabe añadir, por último, que ciertas entidades financieras han emitido *warrants* sobre el índice Fiez-35 (ver los anuncios de las emisiones realizadas por Banque Paribas, sucursal en España, y por Bankers Trust, Sociedad de Valores, S.A., en los *BORMES*, núm. 126, del 4 de julio de 1991 y de 11 de julio del mismo año, respectivamente).

B) LA FASE DE EMISIÓN DE OBLIGACIONES CONVERTIBLES

Partiendo de la base de que a las obligaciones convertibles les son aplicables las disposiciones comunes a la emisión de obligaciones contenidas en el capítulo X de la LSA y de que la práctica totalidad de las sociedades anónimas están facultadas para emitir este tipo de obligaciones (con alguna excepción, como, v. gr., las SIMCAV en virtud del art. 15.9 de la Ley 46/1984), procede plantear a continuación los siguientes problemas en forma de preguntas:

1.^a *¿Son admisibles en nuestro Derecho las relaciones variables de conversión?*

El artículo 292.1 de la LSA establece que la Junta general, en el acuerdo de emisión de obligaciones convertibles, debe determinar las «bases y modalidades de la conversión», exigencia ésta que reitera en el artículo 274.2 del RRM.

Esta referencia abre, en principio, dos posibilidades a la sociedad anónima emisora, consistentes en establecer relaciones fijas de conversión en virtud de las cuales se determina en el momento de la emisión el precio de las acciones a efectos del momento o momentos de conversión (por ejemplo, «en todas las operaciones de conversión la valoración de los bonos será a la par y las acciones al cambio fijo del 140 por 100 del valor nominal de la acción»); o relaciones variables de conversión, en las que el precio de las acciones a efectos de conversión será determinable en aquel o aquellos momentos en función de un parámetro, generalmente relacionado con la cotización bursátil (por ejemplo, «las acciones de nueva emisión se valorarán por la media simple de las cotizaciones diarias de las acciones de X en la Bolsa de Madrid durante el período comprendido entre el día 1 de ... y el 15 de ... de 1993, con una rebaja del 20 por 100 de dicho cambio medio»).

Hemos tenido ocasión de indicar anteriormente (epígrafe III.A.2) cómo en nuestro mercado de valores han predominado tradicionalmente las relaciones variables frente a la utilización de relaciones fijas en la mayor parte de mercados desarrollados. Sin embargo, conviene hacer dos matizaciones al respecto. Por un lado, se observa en nuestro mercado una cierta tendencia favorable a las relaciones fijas de conversión desde la entrada en vigor de la LSA de 1989, si bien se siguen emitiendo obligaciones con un tipo variable de conversión. Por otra parte, en los mercados desarrollados se admiten las relaciones de conversión fijas pero flexibles, por cuanto no se trata tanto de establecer el número exacto de acciones que corresponderán a cada obligación convertida, sino más bien de fijar el mantenimiento del

valor relativo de la participación accionarial desde el momento de la emisión al de la conversión (56).

La interpretación sistemática del régimen establecido en la LSA —en particular de las exigencias contenidas en el art. 292.1 respecto al aumento de capital «en la cuantía necesaria»; en el art. 294, en sede de cláusula de antidilución forzosa, y en el art. 158, en sede de derecho de suscripción preferente— demuestra que el mismo no se adecua a las relaciones variables de conversión, lo cual no es de extrañar por cuanto se ha importado del Derecho italiano, donde se utilizan relaciones fijas de conversión (57). En este punto y partiendo de la base de que parece evidente la inadecuación del régimen tipificado en la LSA para las relaciones variables de conversión, se han formulado dos respuestas a la pregunta que antes formulábamos. Una primera respuesta «prohibitiva», conforme a la cual no es posible emitir obligaciones con relaciones variables de conversión (58). Una segunda solución «correctora», que admite la emisión de este subtipo de obligaciones convertibles, si bien matizando la aplicación del régimen típico establecido en la sección tercera del capítulo X de la LSA (59).

Por nuestra parte, a falta de una norma que prohíba expresamente la utilización de relaciones variables de conversión, dado que la tipificación de las obligaciones convertibles sobre bases fijas no impide, en principio, otras modalidades de emisión de obligaciones y dada la tendencia «permissiva» de nuestro Derecho positivo con relación a la emisión de valores negociables —más o menos— atípicos (v.gr., art. 17 del RD 291/1992), creemos que son preferibles las soluciones «correctoras» a las «prohibitivas». En este sentido hay que ser conscientes que las soluciones correctoras presentan la enorme dificultad de exigir una labor interpretativa adicional para ver en qué medida se aplica el régimen típico de las obligaciones convertibles sobre bases fijas a las que se emiten sobre bases variables.

(56) En este sentido cabe recordar lo señalado por CAMPOBASSO, *supra*, nota 53, pág. 453, y por M. BUSSOLETTI, «La posizione del possessore di obbligazioni convertibili nell'ordinamento italiano», en la *RDC* (1978), enero-abril 1980, págs. 36-37. Ver en nuestra doctrina TORRES ESCÁMEZ, *supra*, nota 1, págs. 256 y sigs.

(57) Ver las observaciones críticas de GARCÍA DE ENTERRÍA, *supra*, nota 48, págs. 285 y sigs., y *supra*, nota 30, págs. 11 y sigs.; y DE PRADA GONZÁLEZ, *supra*, nota 48, pág. 411, de las que se hace eco, entre otros, TORRES ESCÁMEZ, *supra*, nota 1, pág. 238.

(58) Esta es la postura que se deduce de las certeras críticas formuladas por GARCÍA DE ENTERRÍA en las obras anteriormente citadas.

(59) Esta postura es sostenida por FERNÁNDEZ DEL POZO, *supra*, nota 50, págs. 160 y sigs., y *supra*, nota 4, págs. 163 y sigs., quien sostiene la necesaria introducción de una serie de «correcciones interpretativas», entre las cuales destaca el hecho de que «en caso de ampliación de capital con emisión de nuevas acciones no debe reconocerse un derecho de suscripción preferente a los obligacionistas» o de que «en los supuestos de ampliación de capital con cargo a reservas o por reducción por pérdidas no es necesario ajustar el cambio porque el ajuste es automático».

Asimismo tales soluciones exigen una previa «destipificación» de las obligaciones convertibles a cambio variable, tanto en el Derecho de sociedades anónimas (que las arroje, en parte, fuera de la sección tercera del cap. X de la LSA) como en el Derecho del mercado de valores (respecto del art. 17.2 del RD 291/1992).

En cualquier caso y aun cuando no podemos entrar —en el marco de esta ponencia— en un desarrollo detallado de la cuestión, nos parece útil señalar, en primer lugar, que es precisa una interpretación correctora y que para que esta interpretación sea efectiva exigirá un consenso de los principales intérpretes implicados (CNMV, Registradores mercantiles, Notarios y Jueces), sin perjuicio de la independencia de los mismos). En segundo lugar, que al folleto informativo de las obligaciones con un tipo de conversión variable le será aplicable, en todo caso, lo establecido en el número 2 del artículo 17 del Real Decreto 291/1992.

2.^a *¿Son aplicables los requisitos enunciados en los artículos 154.1 y 161.1 de la LSA a los aumentos de capital derivados de la conversión de obligaciones?*

Dando por supuesto que el aumento de capital coetáneo a la emisión de obligaciones convertibles le son aplicables, en principio, las exigencias comunes a todo aumento de capital con emisión de nuevas acciones, sus especiales características (es un aumento finalista, irrevocable, de ejecución diferida y con un propósito esencial de garantía en favor de los obligacionistas) han llevado a nuestro Derecho —al igual que sucede en el Derecho comparado (v.gr., en Alemania con la figura del «capital condicionado» o en el Derecho británico con las «unissued stocks») — a establecer ciertas especialidades. Entre ellas y en lo que a nuestro Derecho positivo se refiere, podemos mencionar las siguientes:

- a) *Inaplicabilidad del artículo 154.1 de la LSA.*—En primer lugar, la exigencia del total desembolso de las acciones anteriormente emitidas establecida en el artículo 154.1 de la LSA no impide que una sociedad anónima pueda aumentar su capital con emisión de nuevas acciones y con un contravalor dinerario aun cuando tenga pendiente la conversión de obligaciones y el aumento de capital necesario para atender a dicha conversión. Ello es así por cuanto no se produce la emisión de acciones procedentes de la conversión hasta que esta última tiene lugar efectivamente (60).

(60) Así lo señalaba R. URÍA en GARRIGUES/URÍA, *Comentario a la Ley de Sociedades Anónimas*, t. II (Madrid, 1976), 3.^a ed., revisada y puesta al día por A. MENÉNDEZ y M. OLIVENCIA, pág. 307, con referencia al artículo 89 de la LSA de 1951 y citando a ÁNGULO RODRÍGUEZ.

- b) *Inaplicabilidad del artículo 161.1 de la LSA.*—En segundo lugar, tampoco procede aplicar al aumento de capital variable o elástico derivado de la conversión de obligaciones en acciones la consecuencia que para el caso de suscripción incompleta prevé el artículo 161.1 de la LSA (61).

3.^a *¿Es correcta la restricción de la delegabilidad del acuerdo de emisión de obligaciones convertibles prevista en el artículo 283.3 del RRM y cuál es su alcance?*

El artículo 283.3 del RRM prohíbe delegar en los administradores «la facultad de acordar la emisión de obligaciones convertibles en acciones» aun cuando les permite «determinar los extremos no fijados por la Junta general». Aplicando un criterio comparativo con el aumento de capital, podríamos señalar que se contempla una delegación ejecutiva del tipo de la prevista en el artículo 153.1.a) de la LSA, pero no una delegación decisoria del tipo del capital autorizado contemplado por el artículo 153.1.b) de la LSA.

En nuestra práctica, se puede constatar un triple fenómeno consistente en la progresiva adaptación de nuestras sociedades anónimas a la nueva restricción introducida por la LSA de 1989; en la influencia negativa que dicha restricción ha tenido en términos cuantitativos de emisiones registradas en la CNMV (62), así como en una utilización intensiva que se hace del margen de delegabilidad permitido.

La restricción señalada contradice la posibilidad de delegar reconocida tanto en el Derecho comunitario como en el Derecho comparado (así, por

(61) Esta era la opinión de GARCÍA DE ENTERRÍA, *supra*, nota 48, pág. 278, y de R. CABANAS TEJO, «La suscripción incompleta del aumento de capital», en la *RDM*, núm. 198, 1990, págs. 755-756.

(62) La progresiva implantación de esta restricción se constata cuando comparamos las dos siguientes emisiones (por lo demás, coetáneas en el tiempo): En primer lugar, el anuncio de la emisión de bonos convertibles en acciones realizadas por Prima Inmobiliaria, S.A. (ver *El País* de 29 de julio de 1991, pág. 16), empezaba señalando: «El Consejo de Administración de la sociedad, en su reunión del día 2 de julio de 1991, haciendo uso de la delegación conferida a su favor por la Junta extraordinaria de accionistas celebrada el día 26 de junio de 1991, acordó realizar una emisión de bonos convertibles en acciones de la sociedad (...)». Más ajustado al nuevo régimen parece el anuncio de la emisión de obligaciones convertibles de Vallehermoso, S.A. (ver *BORME*, núm. 143, del 29 de julio de 1991), cuando empieza señalando: «El Consejo de Administración de Vallehermoso, S.A., en su reunión del día 7 de junio de 1991, adoptó el acuerdo de formalizar la emisión de obligaciones convertibles decidida por la Junta general ordinaria de accionistas de igual fecha». En el segundo de los sentidos indicados, la CNMV, en su *Informe anual 1990* (ver *supra*, nota 20), pág. 25, señalaba: «Un factor que pudo haber influido en el brusco descenso de las emisiones convertibles de renta fija fue la entrada en vigor de la nueva Ley de Sociedades Anónimas. Al obligar a la aprobación por la Junta general de las emisiones convertibles, este instrumento financiero perdía la flexibilidad de antaño».

ejemplo, art. 221 de la Ley de Sociedades alemana o el art. 2.420.3 del CC italiano). En el primer ámbito contradice la posibilidad abierta por el artículo 25 de la Segunda Directiva de la CEE en materia de sociedades y por ello ha sido objeto de aceradas críticas que han llegado a sugerir la derogación del citado art. 283.3 del RRM como consecuencia del efecto de la Directiva citada y de la primacía del Derecho comunitario y la procedencia de la inscripción en el RM de una emisión de obligaciones convertibles acordada por los administradores (63).

Por nuestra parte y sin desconocer lo fundamentado de las anteriores críticas, nos parece oportuno señalar el «riesgo interpretativo» del Registrador Mercantil que, en sede de la calificación de la legalidad de la emisión de obligaciones convertibles acordada por los administradores de una sociedad anónima decidiera inscribirla en contra de la limitación establecida en el artículo 283.3 del RRM. Dicho riesgo y consecuente responsabilidad interpretativa se acentúa con el análisis de la jurisprudencia de los Estados miembros de la CEE, especialmente celosos de sus competencias soberanas (64). La excepcionalidad del efecto directo de las Directivas y la interpretación restrictiva del mismo ha sido puesto de relieve también por nuestro Tribunal Supremo (si bien en ámbitos tributarios), entre otras muchas, en su Sentencia de 29 de noviembre de 1990 (Ar. 3441).

4.^a *¿Es posible excluir el derecho de suscripción preferente en la emisión de obligaciones convertibles y en qué condiciones es admisible dicha exclusión?*

En nuestra práctica financiera más reciente, las exigencias crecientes en materia de recursos propios de las entidades financieras en general (a raíz de la ya citada Ley 13/1992) y de las entidades de crédito en particular, han llevado a varios importantes bancos privados a plantear la posibilidad de captar tales recursos en el mercado exterior por medio de la emisión de obligaciones convertibles en acciones, exigiendo la captación de tales recursos y la agilidad operativa la previa exclusión —distinta de la renuncia— (65) del derecho de suscripción preferente. Pues bien, en torno a esta realidad cabe plantearse dos preguntas sucesivas:

(63) Así se ha venido pronunciando GARCÍA DE ENTERRÍA en *supra*, nota 48, pág. 280; en *supra*, nota 52, pág. 10, y muy particularmente en «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*, 3 de abril de 1990, págs. 1 y sigs. A tales críticas se han adherido TORRES ESCÁMEZ, *supra*, nota 1, págs. 254 y sigs., y FERNÁNDEZ DEL POZO, *supra*, nota 50, pág. 157.

(64) Ver, por todos, V. Louis, *El Ordenamiento jurídico comunitario* (Luxemburgo, 1990), págs. 168 y sigs.

(65) Es interesante recordar lo señalado en el anuncio de la emisión de obligaciones convertibles de Telefónica Internacional de España, S.A. (ver BORME, núm. 36, del

a) *¿Es posible excluir el derecho de suscripción preferente en la emisión de obligaciones convertibles?*

Conviene recordar, en primer lugar, que el juego conjunto de los artículos 158 y 293.3 de la LSA lleva a reconocer el derecho de suscripción preferente de obligaciones convertibles tanto a accionistas como a obligacionistas convertibles de series anteriores. En segundo lugar, conviene tener en cuenta, asimismo, que el artículo 293.3 de la LSA se remite únicamente al artículo 158 de la misma LSA a los efectos de establecer el régimen del derecho de suscripción preferente de obligaciones convertibles.

La anterior laguna es susceptible de ser completada mediante un razonamiento *a contrario* o *a simile*: Según una interpretación «formalista» o «literalista», no es posible dicha exclusión por cuanto el artículo 293.3 de la LSA se remite únicamente al artículo 158 y no al 159 de la misma LSA (66). Conforme a una interpretación «sustancialista», parece conveniente completar la laguna legal admitiendo la exclusión en los términos del artículo 159, por cuanto no hay razón decisiva diferencial para romper la analogía establecida con carácter genérico (67).

Por nuestra parte, nos parece oportuna esta segunda opción, que es, por otra parte, la mayoritaria en nuestra doctrina, apoyada en el Derecho comunitario proyectado (68) y en el Derecho comparado (69). Admitida dicha

21 de febrero de 1992) respecto a la «suscripción» de las mismas en el sentido de que «la totalidad de las obligaciones emitidas serán suscritas por el Estado español a través de la Dirección General del Patrimonio, en el plazo de noventa días desde la celebración de la Junta general de accionistas previa renuncia de los demás accionistas a su derecho de suscripción preferente». En general, sobre la decisiva influencia del reconocimiento del derecho de suscripción preferente por la LSA de 1989 en el descenso de emisiones convertibles de renta fija se pronunciaba la CNMV en su *Informe anual 1990* (ver *supra*, nota 20), pág. 25.

(66) En este sentido se pronuncia F. VICENT CHULIÁ, *Compendio crítico de Derecho mercantil*, tomo I, vol. 2 (Barcelona, 1991), pág. 800.

(67) En este sentido se pronunciaba M. BROSETA PONT, *Manual de Derecho mercantil* (Madrid, 1990), pág. 339. Son especialmente categóricos en sus afirmaciones tanto URÍA, *supra*, nota 24, pág. 532, cuando dice: «Naturalmente, ese derecho queda sometido a cualquier eventual supresión total o parcial que pueda acordar la Junta general (art. 159) y no jugará en los supuestos de exclusión establecidos en el artículo 159.2»; como A. MADRID PARRA, «Las obligaciones», en JIMÉNEZ SÁNCHEZ (coord.), *supra*, nota 26, pág. 414, cuando señala: «Obviamente, no es de aplicación el derecho de suscripción preferente si la Junta general decide la supresión total o parcial del mismo en los términos previstos en el artículo 159 de la LSA». Ver también TORRES ESCÁMEZ, *supra*, nota 1, pág. 254, donde se pronuncia a favor de la aplicación analógica del artículo 159 de la LSA, si bien añade ciertas dudas respecto a la concurrencia del interés social.

(68) El artículo 58.1 del proyecto de reglamento de la sociedad europea, al regular las obligaciones convertibles, considera aplicables a las mismas el artículo 44 del mismo proyecto, en cuyo número 3 se contempla la posibilidad de suprimir aquel derecho de suscripción preferente.

(69) El artículo 367.2 del Código de las sociedades comerciales portugués establece que «no puede tomar parte en la votación que suprima o limite el derecho de

exclusión, no podemos olvidar determinados problemas subsecuentes como los relativos a la posición asimétrica de accionistas y obligacionistas convertibles en cuanto a la participación de los primeros y la ausencia de los segundos en la adopción del acuerdo de exclusión o a las posibilidades de excluir aquel derecho sólo para uno de los colectivos de titulares (accionistas u obligacionistas convertibles) (70). En particular, parece oportuno plantear la siguiente pregunta:

b) *¿En qué condiciones debe ser excluido el derecho de suscripción preferente?*

Siendo coherentes con la remisión sistemática extensiva o analógica al artículo 159 de la LSA, la primera respuesta es que —parafraseando el núm. 1 de dicho artículo— «en los casos en que el interés de la sociedad así lo exija, la Junta general, al decidir la emisión de obligaciones convertibles, podrá acordar la supresión total o parcial del derecho de suscripción preferente» cumpliendo con los requisitos establecidos en el citado artículo.

La consecuencia inmediata consiste en admitir que el derecho de suscripción preferente de los obligacionistas convertibles en la emisión posterior de este tipo de obligaciones se suprima en Junta general de accionistas sin su participación. Ello nos puede llevar a plantear si estamos ante una modificación de las condiciones del contrato de emisión (art. 287 LSA) que deba ser objeto de acuerdo entre sociedad anónima emisora y sindicato de obligacionistas y posterior inscripción en el Registro Mercantil (art. 278 RRM) (71). En términos de estricta calificación de la legalidad, consideramos difícilmente exigible dicho acuerdo por varias razones. En primer lugar, porque el derecho de suscripción preferente de acciones que tienen los obligacionistas convertibles —simétrico al que recae sobre nuevas obligaciones convertibles— puede ser suprimido por decisión unilateral de los accionistas en Junta conforme al tenor literal estricto del artículo 159 de la

preferencia de los accionistas en la suscripción de obligaciones convertibles todo aquel que pudiera beneficiarse especialmente con tal supresión o limitación (...)».

(70) A esta problemática hace referencia, en el Derecho italiano, GERACI, *supra*, nota 48, págs. 825 y sigs.

(71) En nuestra práctica financiera posterior a la LSA y al RRM de 1989 podemos destacar las múltiples convocatorias (con pago de primas de asistencia) de las diversas Asambleas generales de tenedores de bonos de tesorería del Banco de Santander que fueron publicadas en el *BORME*, núm. 96, del 23 de mayo de 1991, estableciendo como fecha de la reunión el día 8 de junio de 1991 y en cuyos órdenes del día se contenía un segundo apartado que decía: «Resolver, en cuanto sea competencia de esta Asamblea, sobre el siguiente punto del orden del día de la Junta general de accionistas convocada por la sociedad emisora para los días 9 y 10 de junio de 1991: "5.º Emisión de títulos de renta fija, subordinados y convertibles, con exclusión del derecho de suscripción preferente, determinación de las bases y modalidades de conversión y acuerdo de aumento de capital social (tipo de emisión: A la par. Tipo de conversión: El de cierre de Bolsa de 7 de junio de 1991, rebajado en un 5 por 100)"».

LSA. En segundo lugar, porque cuando el artículo 278 del RRM habla de las «condiciones de la emisión» parece referirse a las pactadas en el contrato de emisión (ver art. 274.1.3.^a RRM) y no a las condiciones legales o forzosas como es la de concesión del derecho de suscripción preferente. En tercer lugar, porque no parece lógico que la decisión de la Junta general de accionistas de excluir el derecho citado quedara, de hecho, condicionada por un previo o posterior acuerdo de la asamblea o asambleas de obligacionistas convertibles, tanto más cuando el artículo 159 de la LSA otorga la capacidad decisoria exclusivamente a aquella Junta general.

En cualquier caso, los abusos que contra los intereses de los obligacionistas convertibles pueda cometer la sociedad anónima emisora en sede de exclusión del mencionado derecho pueden ser combatidos por la actuación tanto del propio sindicato de obligacionistas como, especialmente, de la CNMV. En cuanto a la actuación del primero, parece que el comisario debería convocar en tales supuestos la Asamblea, dada su atribución genérica o a solicitud del número previsto de obligacionistas (arts. 303.3 y 298 LSA), siendo aquella competente para adoptar, en su caso, el acuerdo de impugnar el de la Junta general (arts. 300 y 302 LSA). Desde el punto de vista práctico tiene mayor interés el hecho de que el Registrador Mercantil verá resuelto su problema previamente por la CNMV y ello porque esta CNMV actúa antes que el Registrador (art. 282 RRM), porque es a ella a la que compete la protección de los inversores (art. 13 LMV) y porque la CNMV tiene ciertas atribuciones de control de legalidad, especialmente aplicables en estos supuestos (art. 8.3 del RD 291/1992).

5.^a *¿Es posible convertir obligaciones en acciones sin voto?*

La respuesta es afirmativa, como así lo ha demostrado nuestra práctica financiera (72). Esta combinación —que habrá de respetar, evidentemente, los límites cuantitativos del capital sin voto— abre grandes posibilidades de financiación con recursos ajenos que se convierten en propios sin alteración del equilibrio de poder social.

6.^a *¿Existe asistencia financiera en los descuentos en la conversión de las obligaciones en acciones?*

Como antes señalábamos, las emisiones de obligaciones convertibles ofrecen tradicionalmente en nuestro mercado de valores las características de establecer relaciones variables con un descuento (que ronda en torno al 10 por 100) respecto a la cotización media en un determinado período anterior

(72) A esta posibilidad teórica nos referimos en TAPIA HERMIDA, *supra*, nota 4, pág. 824, y se vio confirmada después por la emisión de obligaciones Naarden convertibles con *warrants*, citada en *supra*, nota 7.

al período de la conversión (73). Pues bien, en los casos de relaciones variables de conversión la previsión de un descuento no debe ser considerada como asistencia financiera para la adquisición de las propias acciones prohibida en el artículo 81 de la LSA y ello porque tanto la sociedad anónima emisora como el inversor que adquiere las obligaciones asumen el riesgo inherente a la aleatoriedad propia de las cotizaciones. Sin embargo, si las relaciones de conversión son fijas, la aplicación de un descuento que las sitúa por debajo del valor actual de cotización podría conducir a apreciar la concurrencia de la citada asistencia financiera prohibida.

7.^a *¿En los aumentos de capital gratuitos gozan los obligacionistas convertibles de un derecho de asignación gratuita de nuevas acciones?*

La respuesta debe ser negativa por cuanto el derecho contemplado en el párrafo 2.º del número 3 del artículo 158 de la LSA juega de manera alternativa y no cumulativa con la cláusula antidilución prevista en el artículo 294.2 de la misma LSA al objeto de evitar una sobreprotección de los obligacionistas convertibles (74).

C) LA FASE DE DISTRIBUCIÓN DE LAS OBLIGACIONES CONVERTIBLES

En este momento podemos plantear dos preguntas que ponen en relación a las obligaciones convertibles con el mercado primario de valores y con los mercados secundarios de valores, respectivamente.

1.^a *¿Son las obligaciones convertibles valores negociables?*

La respuesta es evidente en el sentido de que este tipo de obligaciones han constituido una categoría prototípica de valores mobiliarios que instrumenta jurídicamente un fenómeno de captación pública de ahorro para destinarlo a la inversión, por lo que han merecido también el calificativo de valores de inversión (75). Es por ello por lo que se les califica como valores negociables en el seno del artículo 2.1.b) del Real Decreto 291/1992.

Esta identificación como valores negociables tiene dos consecuencias fundamentales en el seno de la Ley del Mercado de Valores y de sus normas de desarrollo:

(73) Ver P. ALVAREZ, «Entidades de depósito. Emisiones de empréstitos en 1988», en BANCO DE ESPAÑA, *Boletín Económico*, abril 1989, pág. 25.

(74) A este juego alternativo nos referíamos en A. J. TAPIA HERMIDA, «Resolución del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas sobre el informe de los auditores de cuentas en la emisión de obligaciones convertibles», en la *RDBB*, núm. 39 (1990), pág. 244.

(75) Ver GARCÍA DE ENTERRÍA, *supra*, nota 47, págs. 21 y sigs.

- a) En primer lugar, abre las puertas a su representación por medio de títulos o de anotaciones en cuenta (arts. 5 y sigs. LMV y RD 116/1992) (76).
- b) En segundo lugar, la emisión de obligaciones convertibles en las condiciones establecidas en el artículo 3 del Real Decreto 291/1992 obliga a su emisor a cumplir los requisitos previstos en los artículos 26 y siguientes de la LMV y desarrollados en los artículos 5 y siguientes del Real Decreto citado. En este último sentido cabe señalar que el carácter convertible de las obligaciones implica la existencia de un contenido específico del folleto informativo tanto en nuestro Derecho como en el Derecho comunitario (77).

2.^a *¿Cuál es el régimen de las obligaciones convertibles en los mercados secundarios de valores?*

A este respecto, podemos destacar los siguientes aspectos:

- a) En primer lugar, la cotización de las obligaciones convertibles en un mercado secundario oficial califica a cualquier aumento de capital realizado por la sociedad anónima emisora como oferta pública conforme a la disposición adicional primera, número 3, de la LSA, con las consecuencias establecidas en el artículo 160 de dicha LSA.
- b) En segundo lugar, las obligaciones convertibles pueden ser negociadas únicamente en las Bolsas de Valores por imposición del artículo 46.a) de la LMV.
- c) En tercer lugar, en el mercado español de valores, las sociedades anónimas emisoras de obligaciones convertibles se comprometen en el momento de emitirlas a solicitar la admisión en Bolsa tanto de las propias obligaciones como de las acciones resultantes de la conversión, aun cuando, en ocasiones, la celeridad de los emiso-

(76) Sobre este último Real Decreto 116/1992, ver A. J. TAPIA HERMIDA, «El desarrollo reglamentario del régimen de representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles», en la *RDBB*, núm. 45 (1992), págs. 267 y sigs. En nuestra práctica más reciente interesa destacar, por ejemplo, el «anuncio de transformación de títulos en anotaciones en cuenta» efectuado por el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, S.A. (ver *BORME*, núm. 34, del 19 de febrero de 1993), conforme al cual se incluyeron, entre otros valores, diversas emisiones de obligaciones convertibles.

(77) En nuestro Derecho, valga recordar que la letra c) del epígrafe 2.3.8 del esquema que figura como Anexo II a la Orden de 17 de noviembre de 1981 exige que en el folleto de emisión se recojan menciones específicas cuando los valores a emitir sean convertibles en acciones. En cuanto se refiere al Derecho comunitario, existen requisitos específicamente previstos para «cuando la oferta pública se refiera a obligaciones convertibles, canjeables o con *warrants*» en el número 4 del artículo 11 de la Directiva 89/298/CEE.

res en el cumplimiento de tales compromisos deja mucho que desear (78).

- d) Por último, las obligaciones convertibles son relevantes a los efectos del origen y del destino de las OPAs reguladas básicamente en el artículo 60 de la LMV, y ello porque, por un lado, son computables a efectos de determinar el porcentaje de participación significativa que desencadena la obligación de formular una OPA (arts. 1.1 y 2.4 del RD 1197/1991) y, por otro lado, la OPA deberá dirigirse a los titulares de obligaciones convertibles (art. 1.6 del RD 1197/1991) (79).

IV. OBLIGACIONES HIPOTECARIAS EMITIDAS POR PARTICULARES

A) ANTECEDENTES Y FUNCIÓN ECONÓMICA

1. *Antecedentes*

Al amparo de lo establecido en la Ley Hipotecaria (arts. 154-156) y en su Reglamento (art. 247), los particulares han venido emitiendo obligaciones con garantía hipotecaria.

(78) A esta última preocupación hacía referencia el *Informe anual 1990* de la CNMV, en sus págs. 36 y sigs. Respecto a los compromisos asumidos, valga como ejemplo la «emisión de obligaciones convertibles en acciones» realizadas por El Encinar de los Reyes, S.A. —cuyo anuncio fue publicado en el *BORME*, núm. 120, de 25 de junio de 1992—, cuya condición número 11, relativa a la «cotización oficial» señalaba: «Se solicitará la admisión a cotización en la Bolsa de Valores de Madrid tanto de las obligaciones integrantes de la emisión como de las acciones que se emitan para atender las conversiones que tengan lugar en los plazos establecidos en el folleto informativo». En cuanto a la admisión de las obligaciones convertibles y de las acciones resultantes de la conversión, ver en nuestra práctica reciente, respectivamente, cómo han sido admitidas a negociación en la Bolsa de Valores de Madrid las obligaciones convertibles emitidas en ecus y en pesetas por Sarrió, S.A., en noviembre de 1991 (ver los anuncios respectivos en el *BORME*, núm. 31, de 16 de febrero de 1993). Ver asimismo la admisión a negociación en la Bolsa de Madrid de 16.023 acciones de METROVACESA emitidas «para atender a una opción de conversión en acciones de la propia sociedad de los bonos emisión diciembre 1991, durante el período comprendido entre los días 1 de abril y 30 de junio de 1992» (ver el anuncio en el *BORME*, núm. 46, de 9 de marzo de 1993).

(79) Ver, desde el punto de vista societario, TORRES ESCÁMEZ, *supra*, nota 1, págs. 230-231, y 275 y sigs., y desde el punto de vista del mercado de valores ver J. ZURITA Y SÁENZ DE NAVARRETE, «La adquisición de participaciones significativas y la OPA en el Real Decreto 1197/1991», en SÁNCHEZ ANDRÉS y otros, *La lucha por el control de las grandes sociedades. Las ofertas públicas de adquisición* (Bilbao, 1992), pág. 134, y A. J. TAPIA HERMIDA, «Regulación de las ofertas públicas de adquisición de valores en el Ordenamiento jurídico español», en MASCAREÑAS y otros, *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas* (Madrid, 1992), pág. 227.

La entrada en vigor de la Ley del Mercado de Valores el día 29 de enero de 1989 provocó importantes incertidumbres en la labor calificadora de los Registradores de la Propiedad acerca de la eventual calificación de tales obligaciones como valores negociables y la consecuente exigencia de que su emisión cumpliera los requisitos generalmente exigibles a las emisiones de aquellos valores en el marco del título III de la LMV. Tales incertidumbres procedían tanto de la falta de una definición precisa de la categoría y las clases de valores negociables (ausencia «confesada» por la propia Exposición de Motivos de la LMV en su núm. 2) como de la inadecuación de los requisitos previstos en los artículos 26 y siguientes de la citada Ley a los supuestos en que el emisor era una persona física sin condición empresarial.

Las anteriores incertidumbres culminaron en la interposición de un recurso gubernativo contra la negativa del Registrador de la Propiedad número 12 de Valencia a inscribir una hipoteca en garantía de títulos al portador que fuese resuelto por Resolución de la DGRN de 5 de noviembre de 1990 en la que se confirmó la denegación por existencia de un defecto de carácter formal en la escritura (80).

La situación de estas obligaciones hipotecarias emitidas por particulares ha experimentado una profunda modificación a raíz de la entrada en vigor del Real Decreto 291/1992, al que más adelante haremos referencia.

Por último, señalar que se trata de valores parcialmente «en vías de extinción» en lo que a los empresarios personas físicas y a las sociedades personalistas se refiere, por cuanto su anacronismo ha llevado a la ponencia encargada de la elaboración del Anteproyecto de Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada a proponer una disposición adicional conforme a la cual los empresarios individuales, las sociedades colectivas y las sociedades comanditarias simples no podrán emitir ni garantizar la emisión de obligaciones u otros valores agrupados en emisiones.

2. *Función económica*

El recurso a la emisión de este tipo de obligaciones ha venido suscitando importantes recelos por parte de quienes tienen la responsabilidad de controlar la legalidad de tales emisiones (Registradores de la Propiedad y Mercantiles y CNMV). Estos recelos tienen su base en una cierta idea de

(80) Esta resolución fue objeto de comentario por A. J. TAPIA HERMIDA y A. GUTIÉRREZ GARCÍA, «Las obligaciones hipotecarias emitidas por particulares. Su inscripción en los Registros Mercantiles y de la Propiedad y su ubicación en el ámbito de aplicación de la Ley del Mercado de Valores», en la *RDBB*, núm. 42 (1991), págs. 459 y sigs., estudio en el que basamos las observaciones que se hacen a continuación.

fraude que se constata en la práctica diaria y que obedece a las siguientes razones:

1.^a El recurso a la emisión de obligaciones por un particular, al margen de los procesos de financiación empresarial y productiva, implica una desproporción respecto al mecanismo del préstamo hipotecario (81).

2.^a Estas obligaciones ocultan, en ocasiones, la existencia de préstamos usurarios (82).

3.^a Mediante la emisión de estas obligaciones, ciertos deudores han manipulado el orden de prelación de sus acreedores (utilizando, incluso, «testaferros» o «fiducias cum se ipso»).

4.^a Estas obligaciones han servido de vehículos para el fraude inmobiliario e incluso fiscal.

5.^a Por último, indicar que en la práctica se ha constatado la existencia de intermediarios profesionales en este tipo de emisiones no habilitados ni por la LMV ni por el Derecho bancario para la captación de fondos reembolsables del público (cfr. la referencia que hacíamos al art. 28 de la Ley 26/1988 en el epígrafe I.B de esta ponencia) (83).

B) LA FASE DE PRODUCCIÓN DE ESTE TIPO DE OBLIGACIONES

Procede formular, en esta fase, tres preguntas:

1.^a *¿Qué hipótesis de emisiones de obligaciones con garantía hipotecaria podemos diferenciar?*

De acuerdo con el criterio de su sujeto emisor, podemos distinguir dos grandes categorías:

(81) Valga como ejemplo de un expositivo típico de las escrituras de emisión de obligaciones al portador con garantía hipotecaria el siguiente: «Que precisando la obtención de fondos, ha decidido emitir determinadas obligaciones hipotecarias por los importes que ahora se dirán, lo que lleva a cabo por la presente y con sujeción a las siguientes (...)».

(82) Ver, en general, A. J. TAPIA HERMIDA, «La vigencia de la Ley de Usura como mecanismos de protección del consumidor a crédito», en la *RDBB*, núm. 25 (1987), págs. 145 y sigs.

(83) Valga señalar que en la práctica anterior a la entrada en vigor del Real Decreto 291/1992 se constataba la existencia de modelos normalizados de comunicaciones previas a la CNMV (normalización en principio contradictoria con la condición de particular y esporádico emisor del particular y más propia de intermediarios profesionales), que acababan señalando: «Que al objeto de inscribir en el Registro de la Propiedad dicha escritura de emisión de obligaciones es por lo que: Suplicamos a esta Comisión Nacional del Mercado de Valores tenga por presentado este escrito, se sirva admitirlo y tener por hecha la comunicación que en el mismo contiene a los efectos expuestos».

- a) Emisión de obligaciones con garantía hipotecaria por personas jurídicas que pueden ser, a su vez, sociedades anónimas [arts. 284.1.a) LSA y 174.1.5.^a y 279.2 RRM), y otros tipos de personas jurídicas (art. 1 de la Ley 21/1964).
- b) Emisión de obligaciones con garantía hipotecaria por personas físicas, que pueden ser a su vez empresarios o meros particulares. Esta distinción se halla implícita en nuestro Derecho positivo (art. 22.1 del CCom) y es relevante, a nuestro juicio, a efectos interpretativos.

2.^a *¿En qué condiciones han de acceder estas obligaciones al Registro de la Propiedad?*

Los riesgos de fraude inherentes a este tipo de obligaciones deben conducir a los Registradores de la Propiedad a extremar las precauciones calificadoras en el momento de constituir la hipoteca al objeto de asegurar la vigencia de los principios esenciales de nuestro sistema registral hipotecario de indisponibilidad del rango hipotecario con carácter general y de protección de la prelación registral.

A la vista de lo que establece el número 6 del artículo 26 del Real Decreto 291/1992, el Registrador de la Propiedad puede encontrarse ante dos hipótesis:

- a) Emisiones de obligaciones hipotecarias por personas físicas que han cumplido los requisitos de emisión establecidos en el citado artículo, entre los cuales cabe destacar, conforme al número 2 del artículo 26 del citado Real Decreto, la aportación ante la CNMV, en calidad de «documento acreditativo», de la «escritura de emisión pendiente de inscripción».

Desde el punto de vista hipotecario y teniendo en cuenta que en la escritura habrán de consignarse no sólo las circunstancias relativas a la hipoteca, sino también a la emisión de las obligaciones garantizadas (art. 154, párr. 2.º LH), esta primera hipótesis puede «desdoblarse» en otras dos. En efecto, el cumplimiento de aquellos requisitos de verificación por parte de la CNMV vendrá impuesto:

- a.1) En primer lugar, cuando la suscripción de las obligaciones no haya tenido lugar en el propio acto de otorgamiento de la citada escritura. Esta indeterminación inicial de los futuros suscriptores de las obligaciones no tiene cabida, a juicio de algunos autores, en el marco del artículo 154 de la Ley Hipotecaria y concordantes, por lo que obliga a recurrir a la figura de la hipoteca en garantía de obligación futura (arts. 142 y 143 LH, y 232, 238 y sigs. RH).

- a.2) En segundo lugar, cuando la suscripción haya tenido lugar en el propio acto de otorgamiento de la escritura pero su importe nominal global sea superior a 100 millones de pesetas.
- b) Emisiones de obligaciones hipotecarias por personas físicas que no han cumplido los requisitos previstos en el artículo 26 del Real Decreto 291/1992. Por aplicación analógica de lo dispuesto para el Registro Mercantil en los artículos 163.4.3.^a y 282.2 de su Reglamento, el Registrador de la Propiedad deberá comprobar que se trata de un supuesto excluido de aquellos requisitos porque en el mismo concurren, simultáneamente, un importe nominal global inferior a 100 millones de pesetas y la suscripción de obligaciones en el propio acto del otorgamiento.

3.^a *¿En qué condiciones pueden acceder estas obligaciones al Registro Mercantil?*

Importa distinguir ahora dos hipótesis según la cualidad «particular» o «empresarial» de la persona física emisora (teniendo presente que esta condición, en el caso de personas físicas, es un problema de papeles o *roles* que obliga a considerar la finalidad particular o empresarial de la emisión en cada caso):

- a) Cuando quien emite es un particular, la emisión no debe acceder al Registro Mercantil por razones tanto subjetivas, dado que éste ha quedado configurado como un «registro de empresarios» articulado en torno al sistema del «folio personal», como objetivas, puesto que la emisión no tendría el carácter de «acto de comercio» (art. 2 CCom). Debemos considerar como una hipótesis carente de realidad —a la vista de los requisitos exigibles para la admisión a cotización por el art. 32 de la LMV y por el Reglamento de Bolsas vigente— la del acceso a negociación bursátil de estas obligaciones, hipótesis en la que el párrafo 2.º del artículo 247 del Reglamento Hipotecario contempla su acceso excepcional al Registro Mercantil.
- b) Cuando quien emite es un empresario individual, la emisión debería acceder en atención a su naturaleza objetiva, puesto que se trata de una emisión de obligaciones (arts. 22.1 CCom y 87.7 RRM); pero únicamente podrá hacerlo cuando el empresario individual haya hecho uso previamente de su derecho a acceder al Registro Mercantil (art. 19.1 CCom) y tenga, por lo tanto, hoja abierta en el mismo (art. 22.1 CCom).

3. *La fase de distribución de estas obligaciones*

Procede en esta fase formularse dos preguntas básicas:

1.^a *¿Son valores negociables las obligaciones con garantía hipotecaria emitidas por personas físicas?*

Este tipo de obligaciones tienen cabida en los amplios términos de la letra b) del número 1 del artículo 2 del Real Decreto 291/1992 que considera como valores negociables «las obligaciones y valores análogos representativos de partes de un empréstito, emitidos por personas o entidades privadas o públicas».

Como vimos, la regla general exigiría que para que tales obligaciones estuvieran sometidas al cumplimiento de los requisitos establecidos en los artículos 26 y siguientes de la LMV y desarrollados en los artículos 5 y siguientes del Real Decreto 291/1992, fueran emitidas en las condiciones previstas en el artículo 3 de dicho Real Decreto. Ello no es así porque, como veremos seguidamente, este tipo de obligaciones tiene un régimen «agravado» de sumisión en nuestro Derecho del mercado de valores.

2.^a *¿Qué especialidades presenta la emisión de obligaciones u otros valores con garantía hipotecaria por personas físicas?*

El artículo 26 del Real Decreto 291/1992 establece un régimen peculiar y «agravado» de sumisión de estos valores, agravamiento al que no es ajena la peligrosidad potencial de este tipo de emisiones (84). En efecto:

a) *El régimen agravado de sumisión*

A la vista de lo dispuesto en los números 1 y 6 del artículo 26 antes citado, el agravamiento se refleja en dos momentos:

a.1) En cuanto a la sumisión, el número 1 establece que «la emisión por personas físicas de obligaciones con garantía hipotecaria, cualquiera que sea su número, quedará sujeta al cumplimiento de todos los requisitos contemplados en el número 2 del artículo 5»; y ello «aunque no concurra ninguna de las circunstancias previstas en el número 1 del artículo 3» que se refieren a la previa admisión a negociación, a la realización de actividades publicitarias o a la utilización de intermediarios financieros.

a.2) En cuanto a la exclusión, del tenor literal del n.º 6 del citado artículo 26 y de una interpretación sistemática del Real Decreto, podemos deducir que las emisiones de este tipo de valores no estarán sujetas a los requisitos mencionados únicamente cuando se den las dos circunstancias a las que antes nos referimos (recordamos un importe nominal global inferior a 100 millones de pesetas y la suscripción en el propio acto de otorgamiento de la escritura de emisión y de hipoteca).

(84) En el comentario citado en *supra*, nota 80, págs. 478 y sigs., analizábamos el artículo 25 del Borrador de proyecto de Real Decreto en su versión de 10 de enero de 1991.

b) *El régimen específico de cumplimiento de los requisitos de las emisiones*

El número 1 del artículo 26 somete a estas emisiones al cumplimiento de los requisitos comunes, si bien «con las modificaciones que derivan de lo dispuesto en los apartados siguientes». Si efectuamos una interpretación conjunta de aquellos requisitos y estas especialidades, podemos señalar que las personas físicas que emitan este tipo de obligaciones deberán presentar ante la CNMV, para su verificación y posterior incorporación a los Registros públicos, los siguientes documentos:

b.1) En primer lugar, una comunicación de la emisión [art. 5.2.a)], con el contenido y efectos previstos en el artículo 9.

b.2.) En segundo lugar, de acuerdo con el número 2 del artículo 26, y haciendo las veces de «documento acreditativo» [arts. 5.2.b) y 10], la escritura de emisión de las obligaciones —y de constitución de la hipoteca que las garantiza (párrafo 2.º del art. 154 de la LH)— «pendiente de inscripción». Respecto a esta pendencia y posterior acceso al Registro de la Propiedad nos pronunciábamos antes.

b.3) En tercer lugar, conforme al número 3 del artículo 26 y cumpliendo las funciones de los informes de auditoría y cuentas anuales del emisor [art. 5.2.c) y arts. 11-14, ambos inclusive], «tasación de los bienes hipotecados por experto independiente si de ella resulta un valor superior de un 20 por 100 al importe global de la emisión» o, en otro caso, una valoración del patrimonio del emisor hecha por experto independiente (art. 11.7). La primera previsión nos permite afirmar que la suficiencia de la garantía hipotecaria se ve incrementada en estas emisiones en un 20 por 100 y la segunda es consecuencia del principio establecido en el artículo 105 de la Ley Hipotecaria conforme al cual la constitución de hipoteca no alterará la responsabilidad patrimonial universal del deudor establecida en el artículo 1.911 del Código de Comercio y que, en estos casos, se delimita preventivamente.

b.4) Por último, la persona física deberá elaborar un folleto informativo [art. 5.2.d) y arts. 15-22, ambos inclusive] cuyo contenido se ha de adaptar a las especiales características del supuesto, y en especial, según el número 4 del artículo 26, al sentido y finalidad de la operación, a las emisiones análogas realizadas en los últimos años, a la existencia de otros inmuebles o bienes de gran valor en el patrimonio del emisor, etc.

ALBERTO JAVIER TAPIA HERMIDA
Profesor Titular de Derecho Mercantil de la UCM
Abogado del Estudio Jurídico Sánchez Calero & Co.