

TEMA 17. ACCIONES Y PARTICIPACIONES SOCIALES. EMISIÓN DE OBLIGACIONES

I. INTRODUCCIÓN.

Las participaciones sociales en la sociedad de responsabilidad limitada y las acciones en la sociedad anónima son partes alícuotas, indivisibles y acumulables del capital social, y confieren a su titular legítimo la condición de socio y le atribuyen los derechos reconocidos en esta ley y en los estatutos [arts. 90 y 91 LSC].

La regulación de esta materia está contenida en el Título IV (“Participaciones sociales y acciones”) de la Ley de Sociedades de Capital, que dedica una serie de capítulos a los caracteres comunes a ambas –acciones y participaciones-, como por ejemplo la copropiedad y derechos reales (Capítulo V) o los negocios sobre las propias participaciones y acciones (Capítulo VI) y otros a las diferencias de régimen entre unas y otras, como por ejemplo en el ámbito de la transmisión, en el que se distingue la regulación de las participaciones (Capítulo III) de la de las acciones (Capítulo IV).

II. LAS ACCIONES.

La existencia de acciones es esencial en la Sociedad Anónima, hasta el punto de que algunos ordenamientos la denominan “sociedad por acciones”. La acción es estudiada tradicionalmente desde una triple perspectiva que ha tenido su reflejo en la Ley: (i) como parte del capital, (ii) como conjunto de derechos, y (iii) como título.

A) La acción como parte alícuota del capital.

El valor nominal de la acción: Dividido necesariamente en acciones el capital social, cada acción representa una parte alícuota e indivisible del mismo [art. 90 LSC]. Así, si el capital se divide entre el número de acciones emitidas, se obtiene el valor nominal de las acciones. El valor nominal es, pues, el importe aritmético de cada acción, expresado en euros, que supone un submúltiplo de la cifra total del capital social.

Este valor nominal es libremente fijado en los estatutos, y debe estar mencionado en la propia acción (o, en su caso, en los resguardos provisionales) [art. 23 d) LSC] o, en el supuesto de acciones representadas mediante anotaciones en cuenta, en la escritura de emisión. Se permite que se exprese como una cuota del capital social, y no como una cifra, aunque en la práctica esta solución no es usual (p.e. si hay 20 acciones, su valor nominal se puede expresar como un veinteavo del capital social).

Nótese que valor nominal de la acción no equivale (y frecuentemente no coincide) con (i) el valor real de la acción, obteniéndose este último de dividir el valor de la sociedad en el mercado en caso de venta de la misma, entre el número de acciones en que se divide su

capital social, (ii) ni con el valor contable o teórico de la acción (valor neto patrimonial), ni (iii) con el valor de Bolsa (según precio de cotización).

Las acciones pueden agruparse en distintas clases (p.e. obligaciones con derecho a un dividendo privilegiado y acciones ordinarias) y dentro de las clases, en una o varias series. Todas las acciones pertenecientes a una misma serie deben tener un mismo valor nominal [art. 94.1 LSC], pero es lícito emitir varias series de acciones con distintos valores nominales. (P.e. puede existir una sociedad con dos series de acciones de 5 Euros y de 10 Euros, respectivamente; los accionistas que posean las segundas tendrán el doble de votos y de derechos económicos que los primeros). Las acciones deben en todo caso numerarse [art. 122 RRM].

B) Reglas en torno a la emisión, suscripción y desembolso de las acciones.

Las acciones no tienen por qué ser emitidas a su valor nominal. La LSC, sin embargo, como ya hemos visto, prohíbe que se emitan por una cifra inferior a su valor nominal, pero permite que se emitan a un valor superior al nominal. La diferencia entre el valor nominal y el de emisión se denomina prima de emisión [art. 298 LSC]. La emisión de acciones con prima favorece a la sociedad al fortalecer su patrimonio neto, que se constituye o incrementa en mayor medida que la cifra de capital.

La prima de emisión puede ser acordada tanto en la constitución de la SA como en los futuros aumentos de capital, pero en todo caso debe ser desembolsada íntegramente en el momento de la suscripción (a diferencia del valor nominal de las acciones, que puede desembolsarse sólo en un 25%). Es en los aumentos de capital cuando es más frecuente la existencia de primas de emisión: si existen reservas, cualquier emisión de nuevas acciones a la par produce una pérdida de valor (conocida como “dilución”) para las acciones viejas.

Vemos así que la prima de emisión es un desembolso suplementario, adicional al valor nominal de las acciones, que es exigido de los suscriptores de las acciones en cuestión. En la práctica, sin embargo, no es normal que la regla antes señalada de utilización de la prima para compensar el efecto dilución que produce la emisión de acciones se lleve hasta sus últimas consecuencias, ya que los accionistas antiguos tienen un derecho preferente de suscripción de las nuevas acciones y, por lo tanto, no sufren (si no quieren) el quebranto, puesto que podrían ejercitar tal derecho o, alternativamente, venderlo; en la práctica se suele fijar una prima razonable de acuerdo con las expectativas del mercado y el valor real de las acciones.

La prima de emisión no forma parte del capital social; constituye una reserva de libre disposición que se refleja en una cuenta separada del pasivo y que se puede distribuir en cualquier momento entre todos los accionistas (no sólo los que la aportaron) o utilizar para ampliar capital. Nótese pues la diferencia: el capital es indisponible. La prima puede ser en cambio distribuida en cualquier momento a los socios, y por lo tanto no constituye un elemento de garantía frente a terceros.

C) Derechos del socio en la S.A.

La condición de accionista va unida a la titularidad de la acción. La cualidad de socio en la sociedad anónima es de carácter fungible, pudiendo ser sustituidos unos socios por otros con la simple transmisión de las acciones.

La acción confiere a su titular legítimo la condición de socio y le atribuye los derechos reconocidos en la LSC [art. 91] y en los estatutos sociales.

1. Derechos económicos.

(i) Derecho a participar en las ganancias: la SA es una sociedad lucrativa, y el lucro se predica con respecto a los accionistas: el derecho a participar en las ganancias es el más fundamental de sus derechos. No obstante, el derecho a participar en las ganancias sociales que tiene el accionista es un derecho de carácter abstracto que no se concreta hasta que la JGA por mayoría haya acordado el reparto del dividendo. Es entonces cuando nace un derecho de crédito concreto en favor del accionista a exigir que se le reparta el dividendo que le corresponde. No existe, por tanto, un derecho del accionista a exigir el reparto de dividendos siempre que existan beneficios.

Cada ejercicio, la JGA tiene que aprobar la cuenta de resultados correspondiente y fijar su destino. Este destino puede ser de dos clases:

- dividendos: el dividendo es el beneficio de un ejercicio que corresponde a cada acción, y que se satisface en una o varias ocasiones en proporción al capital desembolsado, no al nominal suscrito [art. 275.2 LSC]; históricamente se incorporaba a un título valor independiente (“cupón”), aunque hoy lo normal es que el pago se formalice mediante una referencia en la anotación en cuenta;

- reservas legales o voluntarias: en este supuesto cabe hacerse la siguiente pregunta ¿es posible que la JGA de una SA sistemáticamente destine todo el beneficio a reservas? Si todos los accionistas están de acuerdo, por supuesto que sí. Si existe algún accionista disidente, la doctrina entiende que éste podría oponerse, por hacer ilusorio su derecho a participar en las ganancias. Dicha oposición deberá formalizarse mediante la impugnación de los acuerdos sociales correspondientes, una vez constituidas. Las reservas voluntarias pueden en cualquier momento posterior distribuirse entre los accionistas, previo acuerdo de la JGA.

(ii) Derecho a la cuota de liquidación, en el patrimonio resultante de la liquidación [art. 93.a) LSC]: es el derecho que tiene todo accionista a recibir una parte del patrimonio neto, cuando la SA se extingue, en proporción al valor nominal desembolsado del que es titular [art. 390.1 LSC]. Al igual que el derecho a participar en las ganancias sociales, el derecho a la cuota de liquidación es de carácter abstracto, pues sólo se convierte en efectivo una vez que la JGA acuerda disolver y liquidar la SA. Nótese que el accionista de una SA no tiene derecho a separarse de la sociedad, es decir, a solicitar que se le devuelva su alícuota del patrimonio social.

(iii) Derecho de suscripción preferente [art. 93.b) LSC]: se trata de un derecho introducido por primera vez por el C.Com alemán, y que después fue reconocido en los demás derechos europeos, incluida la anteriormente vigente LSA. La LSC lo ha convertido en un derecho inherente a la cualidad de socio, del que no puede ser privado el accionista (ni el tenedor de obligaciones convertibles) por disposición estatutaria.

La ratio de esta figura es doble, pues toda ampliación de capital produce un doble efecto de dilución: el derecho de suscripción preferente evita que la emisión de nuevas acciones produzca una disminución del valor de las antiguas (“dilución del valor de las acciones antiguas”); y mantiene el *status quo* político, es decir, el mismo porcentaje de votos en la JGA, en otras palabras, evita la “dilución política de las acciones antiguas”.

Exclusión del derecho de suscripción: en el acuerdo de la JGA que acuerde el aumento del capital se puede además suprimir parcial o totalmente este derecho en base al interés de la sociedad (por ej. entrada de un socio industrial que aportará nueva tecnología). La decisión de la JGA está rodeada de una serie de requisitos muy estrictos para evitar que pueda dar lugar a abusos en perjuicio de los socios minoritarios.

2. Derechos políticos.

(i) Derecho de información [art. 93.d) LSC]: el accionista, como copropietario de la SA y persona interesada en su marcha, tiene un interés en recibir información sobre ella. Este derecho se articula en nuestro ordenamiento en dos preceptos (y con un alcance bastante cicatero):

- Art. 272.1 y 272.2 LSC: obliga a que el balance, la cuenta de pérdidas y ganancias y la memoria explicativa (que conforman las cuentas anuales de la sociedad) y el informe de gestión deben estar a disposición de los accionistas a partir de la convocatoria de la JGA que los ha de aprobar. Nótese que el derecho otorgado al accionista es muy limitado, pues no se le permite comprobar la contabilidad, sino unos meros documentos preparados por los administradores. El incumplimiento de este deber permite la impugnación del acuerdo de aprobación por la JGA.

- Art. 197 LSC (ojo, sólo aplicable al accionista de una S.A.): esta norma da derecho al accionista a solicitar informes o aclaraciones a los administradores antes o durante las JGAs; este derecho está sujeto a ciertas cortapisas, pues sólo se puede ejercitar cuando se produce una JGA y sólo puede afectar al orden del día de esa JGA, pero no a otros asuntos. Además, si los administradores estiman que la publicidad de los datos solicitados puede perjudicar a los intereses sociales, se puede negar a entregarlos (salvo que la solicitud venga apoyada por la cuarta parte del capital en cuyo caso no será posible denegar la entrega de la información solicitada).

Algunas polémicas sobre este derecho de información del accionista, surgidas a lo largo del año 2011, al poco tiempo de aprobarse la LSC, en relación con el conflicto societario que estaban entonces librando las compañías ACS e Iberdrola, así como otros asuntos, y la mayor sensibilidad hacia la “transparencia” como principio rector del gobierno de las

sociedades cotizadas, motivó una de las muchas reformas parciales del texto legal, en concreto la aprobada por Ley 25/2011, de 1 de agosto, de reforma parcial de la Ley de Sociedades de Capital y de incorporación de la Directiva 2007/36/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de julio, sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas (*B.O.E.* núm. 184, de 2 de agosto, p. 87462).

Como se señala en su preámbulo, esta Ley tiene por objeto la reducción del coste de organización y funcionamiento de las sociedades de capital, la introducción de algunas normas de modernización del derecho de esta clase de sociedades, reclamadas insistentemente por la práctica, así como la supresión de algunas de las más injustificadas diferencias entre el régimen de las sociedades anónimas y el de las sociedades de responsabilidad limitada.

(ii) Derechos de asistencia y de voto en la JGA y de impugnar los acuerdos sociales [art. 93.c) LSC]. También se ha visto afectado este derecho –su ejercicio– por la referida Ley 25/2011, de 1 de agosto, de reforma parcial de la LSC.

III. TRANSMISIBILIDAD DE LAS ACCIONES.

La gran ventaja, y una de las ideas más geniales de la S.A., es la incorporación de la cualidad de socio a un título-valor o a un valor representado mediante anotación contable, de forma que la transmisión del valor comporta la transmisión de la cualidad de socio. Las acciones son por esencia transmisibles. La LSC únicamente limita la transmisión de acciones antes de la inscripción en el RM de la sociedad o, en su caso, del aumento de capital (sin perjuicio de que los estatutos de la S.A. puedan establecer limitaciones a dicha transmisión).

(A) Régimen de transmisión de las acciones.

La transmisión de la cualidad de socio, como toda transferencia de la propiedad sobre una cosa o derecho, precisa de un título y un modo. Es el modo el que se ve afectado por el hecho de que las acciones estén representadas por anotaciones o títulos y, en este último caso, por el hecho de que éstos sean nominativos o al portador.

Título: no existe especialidad alguna en esta materia, y cualquier contrato traslativo de la propiedad puede valer [véase art. 609 C.c.].

Modo: a estos efectos deben distinguirse los siguientes supuestos:

(i) Acciones al portador: según el art. 120.2 LSC rige el art. 545 C.Com.; por lo tanto se transmiten por simple tradición, sin que quede rastro alguno de la operación en el título.

(ii) Acciones nominativas: la transferencia se puede hacer de una de estas dos formas: o bien notificándola a la SA, para que ésta emita títulos nuevos, o bien endosando los títulos viejos (es decir, el transmitente pondría en el dorso de las acciones una declaración firmada del siguiente tenor: “Endócese a Ticio”).

(iii) Anotaciones en cuenta: la entrega se hace por transferencia contable [art. 9 LMV], es decir, tomando nota la sociedad encargada del registro informático de la transmisión a través del correspondiente apunte en el sistema informático.

(B) Limitaciones a la libre transmisibilidad del régimen de transmisión de acciones.

La transmisibilidad de la acción es un principio esencial configurador de la S.A. No obstante, existen circunstancias en las que concurre un interés legítimo que justifica la limitación de dicha transmisibilidad. Existen dos tipos de limitaciones a la libre transmisibilidad de las acciones: (i) estatutarias y (ii) pactadas entre los accionistas fuera de estatutos (esto es, extra-estatutarias).

(i) Limitaciones estatutarias: los estatutos pueden restringir la libre transmisión de las acciones de una S.A.; así se desprende del art. 123 de la LSC [desarrollado por art. 123 RRM]. No obstante, hay que tener presente que la S.A. se constituye esencialmente “*intuitu pecuniae*”, lo cual justifica la existencia de cautelas legales en relación con las limitaciones estatutarias a la libre transmisibilidad de las acciones, así como la necesidad de una interpretación restrictiva de las cláusulas estatutarias que las establezcan (STS 17 abril 1967). De *lege ferenda* probablemente debería excluirse de pleno que los estatutos limiten la transmisibilidad de acciones (de esta forma se resaltaría la diferencia estructural entre SA – sociedad abierta- y SL –sociedad cerrada- en la que sí caben restricciones estatutarias). En las SA que cotizan en bolsa, las restricciones estatutarias están prohibidas.

Toda esta cuestión ha protagonizado un conflicto jurídico que ha merecido una cierta atención de los medios, relativo a un grupo –minoritario- de accionistas de la S.A. El Corte Inglés, que quería vender sus acciones, y se encontraba con dos obstáculos para ello: en primer lugar, llegar a un acuerdo sobre el precio de las mismas; en segundo lugar, la limitación prevista por el artículo 17 de los estatutos de la compañía en cuanto a las restricciones a la libre transmisión de acciones. Ambas cuestiones han sido abordadas, con diferente resultado, por la reciente STS de 2 de noviembre de 2012 (rec.681/2010).

(ii) Limitaciones pactadas entre los socios, en contrato aparte al margen de los estatutos: estas limitaciones tienen indudablemente validez entre ellos, pero no frente a la S.A., según se desprende del art. 29 LSC. En consecuencia, la sociedad reconocerá como accionista a quien resulte ser legítimo titular de las acciones, con independencia de que dicha adquisición hubiese respetado o no los pactos que pudiesen existir entre los accionistas relativos a la transmisión de acciones (que para la S.A. son “*res inter alios acta*”). La misma regla debe aplicarse a los pactos parasociales en las S.A. cotizadas, aunque en este caso la sociedad tenga conocimiento de los pactos (tal como exige el art. 112 LMV).

IV. NEGOCIOS SOBRE LAS PROPIAS ACCIONES Y PARTICIPACIONES.

En el Derecho alemán tradicional se entendió que la adquisición por la S.A. de sus propias acciones constituía una aberración jurídica, y se prohibió llanamente. Poco a poco se fueron sin embargo introduciendo matizaciones a este principio, y la LSA en su redacción originaria era especialmente flexible en esta materia.

Esto dio lugar a una serie de abusos, ya que las sociedades españolas se acostumbraron a mantener una amplia “autocartera”, a través del simple subterfugio de que una filial adquiriera acciones de su sociedad matriz. La LSA de 1989 quiso poner coto a este abuso, instaurando un régimen jurídico muy estricto en esta materia, que se encuentra hoy en día desarrollado en los arts. 134 y ss. LSC (es el Capítulo VI, el último de este Título IV, y contiene algunas disposiciones comunes a las acciones y participaciones y otras distintas).

La *ratio legis* es muy sencilla: cuando una sociedad de capital adquiere directa o indirectamente sus propias acciones o participaciones, está de facto reduciendo su capital (dilución o “aguamiento de los recursos propios”) e induciendo a los terceros a creer que tiene unos recursos superiores a los reales y, por lo tanto, debe prohibirse esta posibilidad, salvo en supuestos y con requisitos muy especiales.

En definitiva, la adquisición de acciones o participaciones propias va en contra del principio de realidad del capital social en la medida en que el desembolso de dichas acciones o participaciones no se hace con cargo a fondos de accionistas o de terceros ajenos a la sociedad sino con cargo a fondos de la propia sociedad; disminuyéndose así la garantía que la cifra de capital social debe suponer frente a terceros (especialmente acreedores).

Así, el planteamiento de partida es neto y no deja lugar a equívocos: en ningún caso las sociedades de capital podrán asumir o suscribir sus propias participaciones o acciones ni las creadas o emitidas por su sociedad dominante [art. 134 LSC], siendo la adquisición hecha en contravención de este precepto nula de pleno derecho [art. 135 LSC].

La LSC distingue entre la adquisición originaria, tanto para la limitada [art. 135 LSC] como para la anónima [art. 136 LSC], de la adquisición derivativa, la que dedica igualmente sendas Subsecciones, la 1ª [arts. 140 a 143 LSC] para la limitada y la 2ª [arts. 144 a 148 LSC] para la anónima.

V. LAS PARTICIPACIONES SOCIALES.

La participación es, como la acción, una de las partes en que se divide el capital social [art. 23.d) LSC]. La suma de las participaciones da necesariamente la cifra total de capital. Sin embargo, a diferencia de las acciones, participaciones sociales no podrán estar representadas por medio de títulos o de anotaciones en cuenta, ni denominarse acciones, y en ningún caso tendrán el carácter de valores [art. 92.2 LSC].

A) Derechos del socio derivados de su participación.

Por otra parte, la participación es el conjunto de derechos derivados de la cualidad de socio. Los derechos que la participación atribuye a su titular son esencialmente los mismos que hemos visto para las acciones de la S.A. [art. 93 LSC]:

- derecho a participar en las ganancias sociales;
- derecho a participar en el patrimonio resultante de la liquidación;
- derecho preferente a asumir nuevas participaciones en los aumentos de capital;
- derecho de asistir a las Juntas Generales y de hacerse representar en ellas;
- derecho de voto;
- derecho de información;
- derecho a examinar la contabilidad [art. 272.3 LSC] –en este caso sí es un derecho distinto del reconocido por la LSA al accionista-; y
- derecho de separación [arts. 346 a 349 LSC] –también aquí hay un hecho diferencial respecto de la S.A., habida cuenta del carácter cerrado / abierto de una y otra, con los matices que ya se han indicado-.

Adviértase que no se tiene derecho de representación proporcional en el Consejo de Administración, derecho que sí se reconoce en la S.A.

Al igual que ocurre en la S.A., los derechos que la participación otorga a participar en las ganancias y en el patrimonio resultante de la liquidación pueden ser modulados estatutariamente sin atender a la regla de la proporcionalidad. La S.L. otorga una gran libertad para que sus estatutos configuren participaciones con derechos diferentes unas de otras. Incluso en cuanto al derecho de voto.

Ésta es una de las más significativas diferencias entre el régimen aplicable a la S.L. y a la S.A. El derecho de voto de las participaciones sociales puede ser atribuido estatutariamente de modo no proporcional [art. 188.1 LSC], quebrando de esta forma la regla de correspondencia estricta entre la participación de capital y el poder de voto que rige en la Sociedad Anónima [art. 188.2 LSC]. De este modo, los estatutos pueden permitir una amplia disociación entre la propiedad del capital y el control, vía derechos de voto, de la sociedad.

Ello sin perjuicio de la posibilidad de emitir participaciones sociales sin voto, reconocida en la reforma que en su día se introdujo en la S.L. por la Ley 3/2003, y que hoy reconoce sin ambages la normativa vigente [art. 98 LSC, verlo] poniendo fin a las dudas doctrinales que hasta entonces se habían planteado sobre la admisión de esas participaciones.

En el ámbito de la representación se advierten diferencias específicas entre las participaciones sociales y las acciones de una S.A. Las participaciones sociales no tienen el carácter de valores ni pueden estar representadas por medio de títulos o de anotaciones en cuenta [art. 92.2 LSC]. Esto supone que:

- Es aplicable a la transmisión de las participaciones sociales la misma normativa que rige en materia de transmisión de acciones en tanto éstas no se hayan documentado, esto es,

la propia de la cesión de créditos y demás derechos incorporales [arts. 1526 y ss. C.c. y 347 y 348 C.Com.].

- Las participaciones sociales no pueden ser negociadas en mercados secundarios de valores.

B) Régimen de transmisión.

La transmisión de participaciones sociales debe constar en documento público [art. 106 LSC]. Quiere ello decir que deberán transmitirse por escritura pública o por otro documento en que haya intervenido un funcionario público en ejercicio de su cargo (supuesto altamente extraordinario). La titularidad originaria y las sucesivas transmisiones se harán constar en el libro registro de socios [art. 104 LSC]. La transmisión está, además, sometida por imperativo de la LSC a restricciones. No se permite que sea libre [art. 107.1 LSC] y se prohíben expresamente las cláusulas que hagan “prácticamente libre” la transmisión voluntaria de las participaciones sociales por actos *inter vivos* [art. 108.1 LSC].

Como contrapartida, la ley [arts. 108.2 y 108.3 LSC] no permite que los estatutos prohíban la transmisión ni que establezcan restricciones que tengan, de hecho, ese efecto, salvo que los estatutos reconozcan al socio el derecho a separarse de la sociedad obteniendo de ella el valor de su participación en el capital. Como excepción, se permite que los estatutos prohíban la transmisión voluntaria de las participaciones por actos *inter vivos* durante un plazo de 5 años desde la constitución de la sociedad -frente a los 2 años permitidos para la S.A. en el art. 123.4 RRM.

(a) Transmisión antes de la inscripción de la sociedad o, en su caso, del aumento de capital en el Registro Mercantil: al igual que para el caso de la S.A. no está permitida. Ello no obstante, cabe entender que se permite la celebración de negocios preparatorios, sujetos a condición suspensiva o resolutoria, así como promesas de venta, siempre que su ejecución sea posterior a la inscripción. Incluso parece que también sería admisible la transmisión de las participaciones si lo aceptase la totalidad de los socios, ya que el fin de la prohibición no es otro que el de impedir cambios en el período que va desde el otorgamiento de la escritura hasta la inscripción registral de la misma. Consintiéndolo todos, estaríamos jurídicamente ante una novación del contrato de fundación de la S.L.

(b) Transmisión a partir de la inscripción: puede ser, a su vez, *inter vivos* o *mortis causa*. La *ratio* de las limitaciones impuestas por la LSC no es otra que la de procurar que ningún extraño acceda al grupo social si los demás socios no lo quieren.

(i) Transmisiones inter vivos: la transmisión voluntaria de participaciones únicamente es libre si se realiza a favor del cónyuge, ascendientes, descendientes o sociedades del grupo del transmitente, (salvo que los estatutos dispongan una restricción también para esas transmisiones). El régimen de libertad en estos casos se fundamenta en la presunción de que las cualidades del socio inicial están presentes entre los otros socios, sociedades de su grupo, y los familiares más directos, lo cual en el último caso es una presunción muy arriesgada.

En el resto de los casos, las transmisiones, tanto voluntarias como forzosas, estarán sujetas a las restricciones establecidas en los estatutos o, en su defecto, las contenidas en la LSC. El régimen legal para el caso de que los estatutos no establezcan nada, exige [art. 107 LSC] que antes de la transmisión de las participaciones los partícipes las ofrezcan a la sociedad para que ésta decida, mediante acuerdo de su órgano de administración, si da su consentimiento a la transmisión propuesta o no.

La denegación del consentimiento, sin embargo, sólo será posible si la sociedad comunica al posible vendedor la identidad de socios o de terceros que vayan a adquirir la totalidad de las participaciones. Incluso cabría que las participaciones fueran adquiridas por la propia S.L. para su amortización, con la consiguiente reducción de su capital.

Por lo que respecta a la transmisión forzosa de participaciones, se prevé un régimen por virtud del cual en caso de embargo el remate de la subasta o la adjudicación de las participaciones al acreedor quedará en suspenso hasta que los socios o, en su caso, la sociedad, hayan tenido la oportunidad de subrogarse en el lugar del rematante o acreedor.

(ii) Transmisiones mortis causa: la adquisición por sucesión hereditaria confiere al heredero o legatario la condición de socio, salvo que los estatutos establezcan en favor de los socios sobrevivientes un derecho de adquisición de las participaciones del socio fallecido apreciadas a su valor real [art. 110 LSC].

C) Negocios sobre las propias participaciones:

Constituye una de las novedades que en su día introdujo la LSL, y que hoy recoge, como se ha señalado anteriormente, la LSC. Se prevén los siguientes supuestos:

(a) Adquisición de participaciones propias: la adquisición originaria (por “asunción”) de participaciones propias o de acciones o participaciones de la sociedad dominante está prohibida al igual que en la S.A. Aunque contempla la suscripción por persona interpuesta, no contempla, a diferencia de ésta, la situación en la que quedarán las participaciones asumidas.

La adquisición derivativa también está prohibida (a diferencia de lo previsto para la S.A. que establece la posibilidad de adquirir acciones propias dentro de unos límites y cumpliendo ciertos requisitos) salvo en ciertos supuestos excepcionales [art. 140 LSC]: adquisición a título universal, a título gratuito, como consecuencia de una adjudicación judicial para satisfacer un crédito de la sociedad contra el titular, como consecuencia de la ejecución de un acuerdo de reducción del capital o de la adquisición antes del remate en una subasta, siempre que sean inmediatamente amortizadas, si son participaciones propias, o enajenadas en el plazo máximo de un año, si son acciones o participaciones de la sociedad dominante. El régimen es pues mucho más estricto que en la S.A.

(b) Aceptación de participaciones en garantía: está igualmente prohibida la aceptación en prenda o en garantía de las participaciones propias o las acciones o participaciones emitidas por sociedades del grupo al que la sociedad pertenezca.

(c) Participaciones recíprocas: no podrán establecerse participaciones recíprocas que excedan del diez por ciento de la cifra de capital de las sociedades participadas [art. 151 LSC]. La prohibición también afecta a las participaciones circulares constituidas por medio de sociedades filiales.

(d) Asistencia financiera: queda prohibida no sólo para la adquisición de participaciones propias sino también para la adquisición de acciones o participaciones emitidas por cualquier sociedad del grupo a la que la sociedad pertenezca [arts. 149 y 150 LSC]

VI. LA ACCIÓN COMO VALOR MOBILIARIO.

Las acciones, que tienen la consideración de valores mobiliarios, se pueden documentar bajo dos formas de representación [art. 92 LSC] (verlo): La forma tradicional es mediante títulos, individuales o múltiples (es decir que engloben varias acciones - art. 122 RRM), con el contenido señalado en el artículo 114 LSC al portador o nominativos, firmados por uno o varios administradores (la firma se puede imprimir mecánicamente). Se exige que las acciones estén numeradas, y que se extiendan en libro talonario (es decir, la S.A. se queda el “talón” con los datos, y entrega el título al accionista).

Antes de la emisión de los títulos definitivos o en sustitución de éstos es frecuente que se emitan los denominados resguardos provisionales (llamados también “extractos de inscripción”) [art. 115 LSC]. Su contenido es similar al de las acciones, y pueden ser divididos o sustituidos a simple petición del accionista.

En las grandes sociedades los títulos físicos se han sustituido por anotaciones en cuenta [art. 92 LSC], que se rigen por la Ley del Mercado de Valores [arts. 118.1 y 2 LSC]: al emitir las acciones se crea un registro informático nominativo, en el que se anotan todos los valores y los respectivos suscriptores; adicionalmente, toda transmisión se anota igualmente en el registro informático, de forma que existe siempre una constancia informática de quiénes son los titulares de los valores. Las sociedades cotizadas necesariamente tienen que usar anotaciones en cuenta [art. 496 LSC].

VII. SEPARACIÓN Y EXCLUSIÓN DE SOCIOS.

El régimen, antes disperso y no uniforme para la S.A. y la S.L. se recoge ahora, de forma más sistematizada, en el Título IX (“Separación y exclusión de socios”), que comprende los arts. 346 a 359 de la LSC.

Separación: Constituye una de las singularidades del régimen aplicable a la Sociedad Limitada: es el derecho que asiste al socio para pedir su baja en la S.L., con la consiguiente disolución parcial y la restitución del valor de sus participaciones, siempre que se adopten determinados acuerdos, de gran trascendencia, y que modifican las bases de la sociedad, con

los que el socio no esté de acuerdo. Se trata, en definitiva, de una opción que se ofrece al socio disidente para aliviar su sumisión al principio de que todos los socios, incluso los disidentes y los que no hubieran participado en la reunión, quedan sometidos a los acuerdos de la Junta General.

Las causas legales de separación están recogidas en el art. 346 LSC. Además de las causas de separación previstas para la S.A. (sustitución del objeto y traslado del domicilio al extranjero), destacan la modificación del régimen de transmisión de las participaciones (que en la S.A. sólo da derecho a una *vacatio*), la prórroga o reactivación de la sociedad, la transformación, y la creación, modificación o extinción anticipada de prestaciones accesorias; en este último caso cabe disposición contraria de los estatutos.

Además, cabe que los estatutos prevean otras causas (causas estatutarias, p.e. se puede pactar el derecho del socio a separarse, siempre que esté en desacuerdo con la gestión de los negocios sociales); la inclusión o exclusión de causas exige que así lo acuerden todos los socios (excepción al principio mayoritario).

Como es sabido, especialmente polémica es la separación de socios por no reparto de dividendos (art. 348bis LSC), sin duda uno de los preceptos más conflictivos de todo nuestro derecho societario. Su ejercicio es fuente continua de conflictos. Así, recientemente, La sentencia del Tribunal Supremo, Sala de lo Civil, de 25 de enero de 2022 (núm. 38/2022), analiza el posible ejercicio abusivo del derecho de separación por falta de reparto de dividendos, cuando a la junta general en la que se acordó la distribución de los beneficios del ejercicio anterior precedió, pocos días antes, otra junta general en la que se acordó destinar esos mismos beneficios a la dotación de reservas voluntarias.

Exclusión: Es otra institución característica de la S.L. frente a la S.A. A diferencia de la separación, que supone la "disolución parcial" de la sociedad de aquellos socios que no hubieran votado a favor de un acuerdo y que voluntariamente decidan separarse, la exclusión actúa como una sanción frente a aquellos socios que (1) incumplan la obligación de realizar prestaciones accesorias o, si se trata de socios administradores, (2) infrinjan la prohibición de competencia o (3) sean condenados por sentencia firme a indemnizar a la sociedad por los daños y perjuicios causados por actos contrarios a la ley o a los estatutos o realizados sin la debida diligencia [art. 350 LSC].

Estatutariamente cabe ampliar las causas de exclusión – incluso a posteriori, mediante modificación de los estatutos, siempre que así lo acuerden todos los socios (de nuevo otra excepción al principio mayoritario) [art. 351 LSC].

La exclusión requiere acuerdo de la Junta General en el que no puede votar, por conflicto de intereses, el propio socio cuya exclusión se propone [art. 190 LSC]. Y para evitar abusos de los minoritarios frente a socios importantes que no podrían votar por impedírsele su conflicto de intereses, se requiere para excluir a socios cuya participación en el capital sea del 25% o superior el que medie, además, una resolución judicial firme (si el socio, como es de esperar, no está conforme con la resolución acordada). No se exige tal resolución judicial en el caso de condena del socio administrador a indemnizar a la Sociedad.

VIII. LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES.

A) LAS OBLIGACIONES. CONCEPTO. REQUISITOS Y CARACTERES.

Las sociedades mercantiles necesitan financiación para la realización de sus actividades y la consecución de sus fines. Dicha financiación puede conseguirse a través de medios internos (v.gr. retención de beneficios, incrementando el nivel de reservas) o acudiendo a la financiación externa.

La financiación externa puede instrumentarse en variadas formas:

- (i) realizando aumentos de capital (Fondos propios);
- (ii) recurriendo a la financiación ajena, ya sea crédito bancario (préstamos y créditos a corto o a largo plazo o descuento de papel comercial) o emisiones de obligaciones (un empréstito dividido en cuotas que tienen el carácter de títulos valores y que se coloca en los mercados financieros).

El recurso a la financiación ajena suele ser más costoso que las ampliaciones de capital, pues para obtener el crédito, la sociedad da en garantía su propio patrimonio y, además, debe remunerar mediante intereses el capital recibido. En contrapartida, la financiación ajena libera al accionista de nuevos desembolsos patrimoniales y suele ser más flexible que la emisión de nuevo capital. La actividad y mayor desarrollo del mercado financiero en la última década han favorecido que, cada vez más, las sociedades busquen financiación mediante aumentos de capital en bolsa y emisiones de obligaciones colocadas en los mercados.

Los orígenes de las obligaciones, en cuanto título representativo de un empréstito, se remontan a la Edad Media, pero su empleo con carácter regular para la financiación de las sociedades mercantiles se generalizó en el siglo XIX, cuando las compañías constructoras y explotadoras del ferrocarril acudieron en masa a este modo de financiación. Ello explica que en el vigente Código de Comercio de 1885 haya una breve referencia a las obligaciones en su artículo 22 y sólo realice una regulación algo más detallada (aunque todavía escasa) en relación con las obligaciones emitidas por las compañías de ferrocarriles y demás obras públicas (arts. 186, 187 y 190).

No fue hasta la Ley de Sociedades Anónimas de 1951 cuando se promulgó una regulación completa de las obligaciones emitidas por sociedades anónimas, en un modo similar a la existente en la actualidad. Dicha regulación sirvió de base para su extensión a las emisiones realizadas por otras sociedades mercantiles (arts. 124 y 125 del RRM de 14 de diciembre de 1956) y para la Ley de 24 de diciembre de 1964, que regulaba la emisión de obligaciones por sociedades que no hayan adoptado la forma de anónimas, asociaciones u otras personas jurídicas. Tras la promulgación de la LSRL de 1995 la posibilidad de emitir obligaciones quedó básicamente limitada a las sociedades anónimas y a las entidades de crédito (bancos, cajas de ahorro y cooperativas de crédito).

Con la normativa actualmente vigente esta cuestión se regula en el Título XI (“Las obligaciones”), que comprende los arts. 401 a 433 LSC.

Concepto: las obligaciones constituyen valores mobiliarios emitidos en serie que reconocen o crean una deuda a cargo de la entidad emisora [art. 401 LSC] y representan una parte alícuota de un crédito contra dicha entidad. Todos los valores mobiliarios que reconozcan o creen una deuda y se emitan en serie impresa y numerada tendrán la consideración legal de obligaciones, cualquiera que sea la denominación que reciban (cédulas, bonos, obligaciones, etc.). Los requisitos son los que se enumeran en el art. 413 LSC (¡verlo!)

En cuanto a los caracteres de las obligaciones debe destacarse que (i) las obligaciones son valores emitidos en serie numerada, (ii) son valores negociables, que circulan y se transmiten libremente en el mercado financiero y que (iii) tienen fuerza ejecutiva.

Al igual que las acciones, las obligaciones constituyen valores mobiliarios, que tradicionalmente se representaban como títulos al portador o nominativos y que hoy se representan invariablemente como anotaciones en cuenta.

Clases de obligaciones: son variados los criterios con arreglo a los cuales pueden clasificarse las obligaciones. A continuación, se señalan algunas de las clasificaciones más relevantes.

(i) Ordinarias o garantizadas: son obligaciones ordinarias (o simples) aquellas que no tienen otra garantía que el patrimonio general de la sociedad emisora. Por el contrario, obligaciones garantizadas son aquellas que, además de esa garantía general, tienen alguna especial (que puede ser real - v.gr. hipotecaria- o personal -v.gr. aval de banco o caja de ahorros).

(ii) Con prima o sin ella: en ocasiones, los términos de las obligaciones implican que las obligaciones se emiten con un descuento sobre su valor nominal (prima en la emisión) o se restituye al obligacionista una cantidad superior al nominal del título (prima a la amortización). Estas previsiones tienden a hacer más atractivos los valores y procuran, en cierta medida, paliar el efecto perjudicial de la devaluación monetaria a lo largo de la vida de la emisión. Como excepción, las obligaciones convertibles no pueden emitirse por una cifra inferior a su valor nominal.

(iii) De interés fijo o de interés variable: las obligaciones de interés fijo devengan un tipo de interés constante a lo largo de la vida de la emisión. Las obligaciones de interés variable, que pueden estar referenciadas a algún índice, modifican el tipo de interés en función de lo previsto en las condiciones de emisión.

(iv) Obligaciones ordinarias y obligaciones convertibles y canjeables: las obligaciones ordinarias se amortizan a su vencimiento mediante la devolución de su principal y la prima que, en su caso, se haya pactado. En cambio, las obligaciones convertibles pueden convertirse en acciones de nueva emisión (normalmente de la propia sociedad emisora), todo ello según los términos y condiciones de la emisión. Por su parte, el término obligaciones

canjeables (que a veces se confunde con el de convertibles) hace referencia a aquellas obligaciones que se pueden canjear por acciones ya emitidas de la sociedad emisora (o de otra sociedad).

Como puede apreciarse, la diferencia con las obligaciones convertibles es que en el caso de las canjeables no se produce aumento de capital alguno, dado que lo que se entrega a los obligacionistas son acciones ya existentes. Igualmente, las obligaciones canjeables pueden ser necesarias o voluntariamente canjeables. Es posible igualmente que las obligaciones sean convertibles y/o canjeables a opción de emisor o tenedor.

B) LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES.

El órgano competente para acordar la emisión de obligaciones es la Junta General de la Sociedad Anónima, convocada de acuerdo con lo previsto en el art. 407 LSC.

En la práctica, especialmente en las grandes sociedades cotizadas, es frecuente que la Junta General delegue en el Consejo de Administración la facultad de emitir obligaciones, dentro de unas determinadas condiciones previamente acordadas por la Junta. En ese supuesto, la Junta General deberá adoptar un acuerdo mediante el que autorice a los administradores para que estos aprueben la emisión de obligaciones, si lo estiman conveniente. En todo caso, dicho acuerdo de la Junta General deberá contener el importe máximo de la delegación.

Condiciones necesarias: las condiciones en que se realice cada emisión dependerán de los términos de los estatutos de la sociedad emisora y del propio acuerdo de emisión. No obstante, la LSC establece determinados requisitos mínimos [art. 403 LSC] que deben existir en toda emisión de obligaciones. Así, será precisa (i) la constitución de una asociación de defensa o sindicato de obligacionistas y (ii) la designación por la sociedad de una persona que, con el nombre de comisario, concorra al otorgamiento del contrato de emisión en nombre de los futuros obligacionistas.

El sindicato de obligacionistas es la asociación que forman todos los suscriptores de las obligaciones emitidas. Se debe constituir un sindicato por cada emisión (v.gr. "sindicato de obligacionistas de la emisión de obligaciones de Iberdrola de junio de 1993") y su función primordial radica en ser un instrumento de protección del obligacionista, constituyendo el foro en el que se debaten todas las cuestiones que afectan a los obligacionistas y su relación con la sociedad emisora. Por su parte, el comisario es el presidente del sindicato de obligacionistas y actúa como órgano de enlace entre el propio sindicato y la sociedad emisora, siendo su función la tutela de los intereses comunes de los obligacionistas.

Límite máximo: la Ley de Sociedades de Capital establece un límite máximo para la emisión de obligaciones por sociedades anónimas: de acuerdo con el art. 405 LSC, el importe total de las emisiones de obligaciones que realizara una sociedad de capital no podrá ser superior al capital social desembolsado, más las reservas que figuren en el último balance aprobado (esto es, aproximadamente, los fondos propios de la sociedad). Sin embargo, en la actualidad esta limitación no afecta en ningún caso a las entidades de crédito, ni a las

sociedades cotizadas (art. 111 bis LMV), ni cuando las emisiones están garantizadas y por lo tanto ha perdido toda vigencia práctica.

Naturaleza jurídica y fases de la emisión: la emisión de obligaciones nace con el acuerdo de emisión, adoptado por la Junta General, convocada de conformidad con lo previsto en los arts. 194 y 201 LSC.

Posteriormente, debe otorgarse el contrato de emisión de las obligaciones, que tiene un carácter rigurosamente formal. En efecto, la emisión debe hacerse constar en escritura pública [art. 407 LSC] e inscribirse en el Registro Mercantil [art. 318 RRM]. La escritura debe otorgarse por un representante de la entidad emisora y por la persona designada como primer comisario del sindicato de obligacionistas.

En la doctrina se ha venido discutiendo acerca de la naturaleza del contrato de emisión de obligaciones. Una tesis entiende que estamos ante un contrato de préstamo mutuo, mientras que otra estima que se trata de un contrato de compraventa. No obstante, parece más acertado entender que estamos ante un contrato de características propias, difícilmente encuadrable en los tipos negociables clásicos. Por virtud del mismo, la sociedad se obliga a crear y poner en circulación las obligaciones, a satisfacer los intereses de las mismas y cumplir con los restantes términos estipulados. El comisario, por su parte, acepta en nombre de los futuros obligacionistas dicho clausulado. Posteriormente, a medida que se van suscribiendo los títulos y mediante la propia suscripción y desembolso de los mismos, los obligacionistas ratifican el contenido del contrato de emisión. Una vez ratificado el contrato, la sociedad y cada uno de los obligacionistas quedan recíprocamente obligados en los términos y condiciones previstos en aquél.

Una vez otorgado el contrato (la escritura pública de emisión) y antes de que las obligaciones se suscriban o se introduzcan en el mercado, la sociedad deberá preparar y someter a la CNMV para su verificación un folleto, que sirva para informar a los futuros suscriptores sobre las características de la emisión y la solvencia del emisor.

Asimismo, la escritura deberá inscribirse en el Registro Mercantil correspondiente al domicilio de la sociedad emisora. Tal y como establece el art. 407.2 LSC, no se podrán poner en circulación las obligaciones mientras no se haya inscrito la escritura en los Registros correspondientes (Registro Mercantil y también, en su caso, Registro de la Propiedad o Registro de Hipoteca Mobiliaria en el supuesto de emisión de obligaciones con garantía hipotecaria).

Una vez otorgada la escritura, se abre normalmente el período de suscripción de las obligaciones, durante el que los inversores cursan sus peticiones de suscripción poniendo a los fondos correspondientes a disposición de la sociedad. La suscripción de las obligaciones implica para cada obligacionista la ratificación plena del contrato de emisión y su adhesión al sindicato [art. 409 LSC].

La ley no establece plazo mínimo o máximo alguno para el período de suscripción de las obligaciones, correspondiendo a la sociedad emisora su fijación. En condiciones normales el plazo debe ser lo suficientemente amplio para que la emisión pueda quedar suscrita en su

totalidad, pero teniendo en cuenta que, cuanto más largo sea el período de suscripción más riesgo de mercado existe para la sociedad emisora y más se fomentará que los inversores acudan a la suscripción hacia el final del período (pues solo recibirán las obligaciones una vez finalizado el período de suscripción y, por contra, pueden tener sus fondos inmovilizados y sin generar renta alguna durante el período de suscripción). Por ello, suele ser normal un plazo de suscripción en torno a 15 días o un mes.

Una vez finalizado el periodo de suscripción, la sociedad recibe los fondos procedentes de los inversores (y por los que, desde dicho momento, empezará a satisfacer los intereses acordados) y entrega las obligaciones a los suscriptores. En el supuesto de que las obligaciones estén representadas mediante anotaciones en cuenta, este proceso contará con la participación de la Sociedad de Sistemas y una o más entidades agentes (Banco, Caja de Ahorros o Sociedad o Agencia de Valores) encargadas de la centralización y cuadro de las solicitudes de suscripción recibidas.

Adicionalmente, un representante de los administradores de la sociedad debe comparecer ante notario y otorgar un acta notarial en el que se hará constar la finalización del período de suscripción y el importe y número de obligaciones suscritas [art. 311 RRM]. Dicha acta se presentará en el Registro Mercantil correspondiente, para su inscripción como nota marginal de la emisión (como se ve, el proceso está rígidamente formalizado).

C) LA PROTECCIÓN DE LOS OBLIGACIONISTAS.

Como ya se ha mencionado, la constitución de un sindicato de obligacionistas y la designación de una persona que actúe como comisario constituyen dos de las condiciones necesarias para la realización de una emisión de obligaciones.

El sindicato de obligacionistas es una asociación que tiene por finalidad la defensa de los obligacionistas y que queda, una vez que se inscribe la escritura de emisión, necesariamente constituida por los adquirentes de las obligaciones, a medida que éstos vayan recibiendo los títulos o se vayan practicando las anotaciones [art. 419 LSC]. El sindicato de obligacionistas está por lo tanto formado, en cada momento, por los titulares de obligaciones que haya en ese preciso momento y pervivirá mientras existan obligaciones en circulación. La sociedad emisora se debe ocupar del sostenimiento económico del sindicato hasta un importe máximo del 2 por 100 de los intereses anuales devengados por las obligaciones [art. 420 LSC].

El sindicato de obligacionistas consta de un órgano deliberante, denominado asamblea, y de un órgano representativo y de gestión, denominado comisario, cuyo funcionamiento se regula según lo previsto en la LSC y en el reglamento interno del sindicato.

La Asamblea de obligacionistas: es el órgano soberano de decisión en las materias que afectan a los intereses comunes de los obligacionistas. Constituyen competencias de la asamblea, según el art. 424 LSC: (i) acordar lo necesario para la mejor defensa de los

legítimos intereses de los obligacionistas frente a la sociedad emisora, (ii) modificar, de acuerdo con la misma, las garantías establecidas, (iii) destituir o nombrar al comisario, (iv) ejercer, cuando proceda, las acciones judiciales correspondientes y (v) aprobar los gastos ocasionados por la defensa de los intereses comunes.

En todo caso, la asamblea no tiene facultades ilimitadas, no pudiendo por ejemplo crear desigualdades entre los obligacionistas de una misma emisión [art. 413 LSC], ni ejercitar renunciaciones al interés o al reembolso del principal o a la ejecución de las garantías. En general, por tanto, las facultades de la asamblea aparecen limitadas frente a derechos sustanciales de los acreedores, derechos en los que no resulta admisible que una mayoría pueda imponer su criterio a la minoría.

Funcionamiento: La asamblea se reúne previa convocatoria, que deberán realizar bien la sociedad emisora (sus administradores) o el comisario. Este último tiene obligación de convocarla cuando lo requieran obligacionistas que representen al menos la vigésima parte (un 20%) de las obligaciones emitidas y no amortizadas [art. 422 LSC]. La Ley no establece un plazo para que la asamblea sea convocada tras la petición realizada al comisario, por lo que éste cumplirá con su deber siempre que realice la convocatoria dentro de un período de tiempo prudencial (tiene responsabilidad por los daños causados por su negligencia).

Los acuerdos adoptados por la asamblea por mayoría absoluta (u otra mayoría superior prevista en la escritura), con asistencia de las dos terceras partes de las obligaciones en circulación, vincularán a todos los obligacionistas (incluso a los no asistentes o disidentes). Cuando no se logre la asistencia de obligacionistas que representen dos tercios de los bonos en circulación, podrá convocarse de nuevo la asamblea para reunirse un mes después de la primera reunión, pudiendo entonces adoptarse los acuerdos, con el mismo carácter vinculante, por mayoría absoluta de los asistentes (sin que sea necesario por tanto la asistencia en esta segunda convocatoria de obligacionistas que representen al menos dos tercios de los bonos en circulación).

El Comisario, que puede o no ser obligacionista, es nombrado por la sociedad emisora en el acuerdo de emisión y comparece en nombre e interés de los futuros obligacionistas al otorgamiento del contrato de emisión. En el otorgamiento de la escritura de emisión el comisario acepta su nombramiento y, en su caso, las garantías prestadas por la sociedad en relación con la emisión. Posteriormente, una vez suscrita la emisión, el Comisario debe someterse al voto de confianza de la asamblea general de obligacionistas, que ratificará o censurará su gestión, decidiendo si continúa en el cargo o si, por el contrario, se nombra un sustituto.

Las funciones y facultades principales del Comisario son las fijadas en el artículo 427 LSC. Las facultades establecidas en dicho precepto permiten al Comisario ejercer, al menos en teoría, una supervisión estrecha sobre la marcha de la sociedad, con la finalidad de proteger del modo más eficaz posible la situación de los obligacionistas. En la práctica, suele estar manejado por el emisor, y su eficacia es mínima.

D) LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES CONVERTIBLES.

Concepto: las obligaciones convertibles son aquellas que, a su vencimiento, en lugar de devolverse el principal, son convertidas en acciones de la sociedad emisora, con lo que el titular de las mismas modifica su *status* pasando de obligacionista a accionista. Las obligaciones convertibles se regulan en los artículos 414 a 418 LSC (verlos).

Para que la sociedad pueda emitir obligaciones convertibles:

- (i) la Junta General debe fijar las bases y modalidades de la conversión; y
- (ii) debe acordarse por la propia Junta General el aumento de capital necesario para atender la conversión de las obligaciones;
- (iii) las obligaciones convertibles no se emitirán por una cifra inferior a su valor nominal;
- (iv) tampoco pueden ser convertidas obligaciones en acciones cuando el valor nominal de aquellas (las obligaciones) sea inferior al de éstas.

Con anterioridad a la convocatoria de la Junta General, los administradores deberán redactar un informe que explique las bases y modalidades de la conversión. Dicho informe deberá acompañarse por otro emitido por los auditores de cuentas de la sociedad. La Junta General deberá señalar un plazo máximo para que pueda llevarse a efecto la conversión.

Previsiones antidilución: si durante el período en el que la conversión sea posible, se produce un aumento de capital con cargo a reservas o se reduce el capital por pérdidas, deberá modificarse la relación de cambio de las obligaciones por acciones, en proporción a la cuantía del aumento o de la reducción, de forma que afecte de igual manera a los accionistas y a los obligacionistas [art. 418.2 LSC].

La razón de esta previsión es evitar la dilución de la participación futura que los obligacionistas pueden ostentar en la sociedad. Si, estando pendiente la conversión de las obligaciones, la sociedad realiza un aumento de capital con cargo a reservas entregando acciones nuevas liberadas únicamente a sus accionistas (y no a los obligacionistas), se estaría diluyendo la expectativa de participación futura en la sociedad de los titulares de obligaciones convertibles.

[Pongamos un ejemplo: imaginemos que un obligacionista A es titular de bonos convertibles en una relación de una acción por un bono, siendo el precio de conversión de 40 euros. La sociedad tiene 9.900 acciones emitidas y el obligacionista es titular de 1.100 bonos (que, una vez convertidos, le otorgarían una participación en la sociedad del 10%). En el ínterin, la sociedad decide realizar una emisión de 2.000 acciones liberadas en favor de sus accionistas. Tras la emisión de acciones liberadas, la sociedad pasa a tener un capital de 11.900 acciones. En estas circunstancias, si A decidiese convertir sus obligaciones no obtendría ya el 10% del capital de la sociedad que le aseguraron cuando suscribió los bonos, sino un porcentaje inferior. Por ello, la Ley establece que la relación de conversión debe modificarse proporcionalmente a la cuantía del aumento, con la finalidad de dar un trato igual a los accionistas y a los obligacionistas. En nuestro ejemplo el precio de conversión debería reducirse hasta 33,277 Euros y la relación de conversión pasaría a ser por tanto de 1 obligación por cada 1,202 acciones, aplicando la siguiente formula: $P2 = P1(N1/N2)$ donde P2 es el precio de conversión resultante del ajuste, P1 es el precio de conversión anterior al

ajuste, N1 es el número de acciones de la sociedad anterior al aumento y P2 es el número de acciones posterior al aumento. Realizando la conversión en estas condiciones modificadas, A recibiría aproximadamente 1.322 acciones que continuarían representando aproximadamente un 10% del capital total de la sociedad ($9.900 + 2.000 + 1.322 = 13.222$.)]

En el supuesto de que se produjera una reducción de capital por pérdidas, debería realizarse igualmente un ajuste en el precio de conversión. En esta ocasión, sin embargo, el ajuste sería en sentido contrario, a la baja, por razones evidentes.

Procedimiento de conversión: salvo que la Junta General acuerde otro procedimiento, los obligacionistas podrán solicitar en cualquier momento la conversión. En este caso, los administradores, dentro del primer mes de cada semestre, emitirán las acciones que correspondan a los obligacionistas que hayan solicitado la conversión durante el semestre anterior e inscribirán durante el siguiente mes en el Registro Mercantil el aumento del capital correspondiente a las acciones emitidas [art. 418 LSC]. En la práctica, es común que en el acuerdo de emisión de las obligaciones se establezcan procedimientos de conversión distintos del previsto en la ley.

Derecho de suscripción preferente para suscribir obligaciones convertibles: en las emisiones de obligaciones convertibles tienen derecho de suscripción preferente los accionistas de la sociedad emisora [art. 416 LSC]; esta previsión tiende a salvaguardar la participación social y la situación patrimonial de los accionistas, protegiéndolos de la posible incidencia que la emisión de obligaciones puede tener sobre el capital en el momento de la conversión.

También tendrán dicho derecho los titulares de obligaciones convertibles pertenecientes a emisiones anteriores en la proporción que les corresponda según las bases de la conversión. La finalidad de esta previsión es tutelar el valor económico de su derecho de conversión y, en consecuencia, de su inversión.

Los titulares de obligaciones convertibles disfrutan del derecho de suscripción preferente de aquellas acciones y obligaciones convertibles nuevas que emita la sociedad emisora mientras esté pendiente la conversión. Este derecho preferente, según prevé el art. 304.1 LSC, abarcará un número de participaciones o acciones proporcional al valor nominal de las participaciones o acciones que corresponderían a los titulares de obligaciones convertibles de ejercitar en ese momento la facultad de conversión. La razón de ser de este derecho es proteger la eventual posición futura del obligacionista como socio de la sociedad.

Aunque ha sido tradicionalmente un instrumento muy debatido, con autorizadas voces que incluso abogaban por su supresión, lo cierto es que como señalan por ejemplo desde el despacho GARRIGUES en una newsletter de 2023, “*en un momento de fuentes tradicionales de crédito contenidas y balances altamente apalancados, la emisión de obligaciones convertibles es un recurso financiero atractivo para las empresas con proyectos sostenibles*”¹.

¹ La emisión de obligaciones convertibles como fuente de financiación complementaria (Febrero 2023). En: https://www.garrigues.com/sites/default/files/documents/la_emision_de_obligaciones_convertibles_como_fuente_de_financiacion_complementaria.pdf