

LAS OBLIGACIONES EN LA LSC

FRANCISCO JOSÉ LEÓN SANZ

*Catedrático de Derecho Mercantil
Universidad de Huelva
Of Counsel de PEREZ-LLORCA*

fleon@perezllorca.com

Tel: (+34) 91 436 33 12

Fax: (+34) 91 436 04 30

www.perezllorca.com

Resumen

La LSC ha introducido escasos cambios en la regulación de las obligaciones que se encontraba recogida en la LSA. Se trata de una materia que no se encuentra prácticamente afectada por la tarea de proceder a la refundición de la LSA y la LSRL. La coordinación con las normas contables y concursales plantea algunas incertidumbres en relación con los límites a la emisión de obligaciones y, sobre todo, con el régimen de prelación. En el contexto de la reforma de los instrumentos financieros, promovida a raíz de la crisis de los años 2007 y 2008, se debiera proceder también a la actualización de la regulación de las obligaciones.

Abstract

The LSC has made few changes in the law of bonds contained in the LSA. This matter has not been practically affected after the recent rearrangement of the LSA and LSRL regulation in the LSC. Coordination with accounting and bankruptcy standards shows some uncertainties about the limits on the issuance of bonds, especially, with the priority of bonds. The financial regulatory reform promoted after the crisis of 2007 and 2008, should also carry out a modification of the law of bonds.

Sumario

- I. La función del régimen de las obligaciones
- II. Los antecedentes legislativos
- III. La significación económica
- IV. La refundición
- V. Los límites a la emisión
- VI. El régimen de prelación
- VII. Consideraciones finales

I. LA FUNCIÓN DEL RÉGIMEN DE LAS OBLIGACIONES

Las obligaciones son un instrumento para la obtención de recursos financieros necesarios para el desarrollo de la actividad empresarial. La representación de las obligaciones mediante títulos o valores mobiliarios emitidos en serie facilita la canalización de la inversión pública para la captación de fondos directamente por las sociedades, sin necesidad de acudir a las entidades financieras para conseguir crédito y sin tener que satisfacer los costes derivados del margen de intermediación que reciben estas entidades.

La concepción técnica de las obligaciones responde a las exigencias de los intereses de los inversores, se configuran como instrumentos financieros destinados a captar el ahorro público. La liquidez de la inversión viene facilitada mediante la posibilidad de transmitir libremente las obligaciones en cualquier momento, gracias a la representación de las obligaciones mediante títulos o valores mobiliarios. La emisión de las obligaciones en serie permite graduar la inversión en función del número de obligaciones que se suscriban. El riesgo de la inversión se encuentra limitado en caso de concurso de la entidad emisora al importe del capital de las obligaciones suscritas.

Las obligaciones son títulos o valores que crean o reconocen una deuda¹. El obligacionista no tiene la condición de socio. En esto consiste la diferencia esencial entre la posición del socio y la del obligacionista. Con relación a los obligacionistas no se da la compleja relación de socio y sociedad que origina la posición de miembro de una entidad asociativa y que implica comunidad de fines, de medios, de colaboración y de riesgos. El núcleo de la relación de los obligacionistas con la sociedad es una relación jurídica de crédito y deuda ordinaria a la que podrán añadirse elementos jurídicos diferentes.

El origen último de las obligaciones puede no ser un préstamo, pero cuando se representa mediante un título o un valor mobiliario, lo que se incorpora a la obligación es siempre un crédito de dinero. Con carácter previo puede haber sido necesario,

¹ GIRÓN (1952), *Derecho de Sociedades Anónimas*, Valladolid, págs. 538-541.

según los casos, la realización de pactos con efectos novatorios o modificativos de la relación jurídica originaria. También se pueden dar supuestos en los que esta relación jurídica originaria se encuentre en la base de toda la emisión o que simplemente haya proporcionado la posibilidad de llevar a cabo una compensación frente a un acreedor individual de la sociedad.

La emisión en serie es el presupuesto de la idea fundamental que inspira la regulación sobre las obligaciones y sobre la organización de los obligacionistas. De esta forma se hace posible que el deudor pueda adoptar medidas de saneamiento financiero de acuerdo con la masa de los obligacionistas, sin necesidad de que el deudor y los obligacionistas se encuentren vinculados por una estabilidad absoluta de las condiciones de la financiación. La comunidad de intereses constituye la base para admitir la adopción de acuerdos por mayoría con fundamento en el principio de igualdad, lo que requiere que las posiciones de los obligacionistas sean homogéneas.

II. LOS ANTECEDENTES LEGISLATIVOS

El núcleo de la regulación de las obligaciones procede, casi en su totalidad, de la LSA de 1951. A diferencia de lo que sucede en otros ordenamientos, como el Derecho alemán (*Schuldverschreibungsgesetz* de 1899, en vigor hasta el año 2009, en el que se ha aprobado una nueva regulación²), se optó por la integración de esta materia dentro de la legislación de la sociedad anónima, de manera similar al Derecho italiano (arts. 2410 y ss. *Codice Civile*³).

Con posterioridad a la LSA de 1951 se aprobó la Ley 211/1964 con el objeto de facilitar la emisión de obligaciones por personas jurídicas, sociedades mercantiles o fundaciones, que no fueran sociedades anónimas. La regulación se corresponde en sus aspectos básicos con el régimen establecido en la LSA. Con ocasión de la reforma de la sociedad de responsabilidad limitada, se prohibió la emisión de obligaciones a las sociedades de responsabilidad limitada (art. 9º LSRL 1995) y a las personas

físicas, a las sociedades civiles, colectivas y comanditarias simples (DA 3ª LSRL 1995).

La Ley 27/1980 modificó el régimen del límite de las obligaciones, tanto para las sociedades anónimas como con carácter general (modificación de los arts. 111 LSA y 1º de la Ley 211/1964). A partir de esta reforma, la emisión del conjunto de las obligaciones no puede superar el tope máximo del capital social desembolsado y de las reservas que figuren en el último balance aprobado y, además, las cuentas de regularización y actualización de balances, cuando hayan sido aceptadas por el Ministerio de Economía y Hacienda.

La reforma de la LSA de 1989 para la adaptación del Derecho español a las directivas comunitarias en materia de sociedades no se ocupó de la regulación de las obligaciones porque se trataba de una materia que no había sido objeto de armonización por el legislador comunitario. Únicamente resultaba necesaria la modificación del régimen de las obligaciones convertibles. En relación con esta cuestión, se suscitó una polémica⁴ de Derecho transitorio con respecto al reconocimiento del derecho de suscripción preferente.

Por su parte, el Texto Refundido de la LSA de 1989 procedió a situar el régimen de las obligaciones a la parte final de la Ley. En la LSA de 1951 se encontraba a continuación del Capítulo VI que se ocupaba del Balance. El cambio obedeció a razones sistemáticas, a la consideración de que las obligaciones no era propiamente una materia relativa a la ordenación de la organización social de la sociedad anónima.

El Reglamento del Registro Mercantil, aprobado con el objetivo de proceder a la adaptación del régimen registral a la reforma de 1989, estableció una prohibición a la posibilidad de delegar en los administradores la emisión de las obligaciones convertibles. Esta prohibición era contraria⁵ al art. 25 de la 2ª Directiva (77/91/CEE) sobre constitución de sociedades anónimas, estabilidad y modificación de su capital social. El defecto en la adaptación del Derecho español a la normativa comunitaria ya no

² VERANNEMAN (2010), *Schuldverschreibungsgesetz Kommentar*, dir. VERANNEMAN, Munich, Einführung, parágrafos 1 y sigs., 14 y sigs.

³ GIANELLI (2008), en *Derecho Italiano de Sociedades*, por Varios Autores, edición y traducción de LATORRE/MARTÍ, Valencia, págs. 220 y ss.; MAFFEI (2007), *Commentario breve al Diritto delle Società*, Milán, págs. 704 y sigs.

⁴ GARCIA DE ENTERRIA, J. (1991) "El derecho de suscripción preferente de los titulares de obligaciones convertibles en los aumentos de capital. Consideraciones de derecho transitorio", *La Ley*, Tomo IV, pág. 1086.

⁵ GARCIA DE ENTERRIA, J. (1990), "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?", *La Ley*, Tomo II, pág. 931 y sigs.; TAPIA HERMIDA, A. (1994), "Las obligaciones convertibles en el Derecho español", en *Derecho de Sociedades Anónimas*, coord. ALONSO UREBA/DUQUE/ESTEBAN VELASCO/GARCÍA VILLAVARDE, SÁNCHEZ CALERO, F., Tomo III, Vol. 2º, Madrid, págs. 1143 y sigs.

se encuentra corregido en el régimen vigente (véase el art. 319 RRM de 1995).

Por otro lado, en el ámbito de las entidades financieras, se han previsto medidas especiales en el régimen de las obligaciones con el objetivo de que puedan servir de instrumento para reforzar la solvencia de la entidad. Las obligaciones subordinadas tienen la consideración de fondos propios siempre que cumplan los requisitos que se establecen (art. 7º.1 Ley 13/1985 desarrollado por el art. 12.1 del RD 216/2008).

La reforma del mercado de valores llevada a cabo en 1988 afecta de manera decisiva al régimen de las emisiones de obligaciones. El concepto de valor negociable que se emplea para delimitar el campo de aplicación de la normativa sobre mercado de valores comprende expresamente a las obligaciones (inicialmente se hizo en la definición de valor negociable contenida en el art. 2º RD 291/1992; en el Derecho vigente se recoge en el texto de la LMV, art. 2º, 1 c) de conformidad con la redacción dada por la Ley 47/2007). La emisión de obligaciones está sometida a las normas del mercado primario relativas a la oferta pública de suscripción y venta de valores (Título III, en particular, el art. 30ter, LMV, y RD 1310/2005). La negociación de las obligaciones en los mercados secundarios oficiales se sujeta a la regulación correspondiente sobre esta materia (Título IV LMV y normativa de desarrollo).

Con la finalidad de facilitar y simplificar la emisión de obligaciones por los emisores de valores se establecen una serie de especialidades con respecto a la regulación general. La emisión de obligaciones a través de una oferta pública de venta o de suscripción de valores no ha de observar los requisitos de formalización en escritura pública y de publicidad a través del Registro Mercantil previstos con carácter general en la LSA y en la Ley de 1964 (art. 30ter.2 LMV). Además, a partir de la reforma de 2003, no resulta de aplicación a las sociedades cotizadas el límite a la emisión de obligaciones establecido en el art. 282 LSA (art. 111.bis introducido por la Ley 62/2003).

Finalmente, la Disposición Final 3ª de la reforma

de la LMV, llevada a cabo por la Ley 37/1998, ordenó al Gobierno la elaboración de un Proyecto de Ley sobre la emisión de obligaciones que debía estar presentado en las Cortes Generales antes del plazo de seis meses desde que entrara en vigor la Ley de reforma. La necesidad de esta regulación está plenamente justificada por la falta de coordinación y, también, de una mejor adecuación de la normativa vigente a la significación funcional de las obligaciones en la actualidad. Sin embargo, este mandato ha sido incumplido hasta ahora.

III. LA SIGNIFICACIÓN ECONÓMICA

Hasta la crisis de los años 2007 y 2008⁶ la trascendencia relativa de las obligaciones resultaba menor que la de otros instrumentos financieros que se habían desarrollado recientemente, en particular, en contraste con el importante crecimiento que ha experimentado el recurso a la titulización.

A diferencia de otros ordenamientos, como el Derecho italiano, no se han creado en el Derecho español instrumentos financieros participativos⁷. En el ámbito de las cajas de ahorros se ha impulsado el régimen de las cuotas participativas con el objetivo de facilitar la consecución de fondos propios por esta clase de entidades que por su naturaleza no pueden emitir acciones. También con esta misma finalidad, el reforzamiento de los recursos propios de las entidades financieras, se ha previsto que las obligaciones subordinadas tengan la consideración de fondos propios.

Entre los emisores de valores que no tienen la condición de entidades financieras se ha generalizado la práctica de emitir pagarés corporativos. Desde un punto de vista funcional presenta similitudes con las obligaciones. Esta clase de pagarés son títulos que reconocen una deuda y al igual que las obligaciones son emitidos en serie. La emisión de pagarés corporativos está sometida al régimen de las ofertas públicas de venta de valores (art. 2º.2, k) RD 1310/2005).

Los titulares de los pagarés no se encuentran agrupados en una organización a diferencia de lo que sucede con el sindicato de obligacionistas y tampoco

⁶ OULDS (2010), en *Schuldverschreibungsgesetz Kommentar*, cit., , § 1 SchVG, parágrafo 12. En España, Informe Anual sobre los Mercados de Valores y su actuación 2009, págs. 83 y sigs.

⁷ Los instrumentos financieros participativos en el Derecho italiano son una figura híbrida entre las acciones y las obligaciones, se crean por la reforma de 2003 con el objetivo de flexibilizar y ampliar el catálogo de instrumentos financieros. Los instrumentos financieros participativos emitidos por la sociedad tienen derechos patrimoniales y administrativos, salvo el voto en la Junta general, a cambio de una aportación que puede consistir en aportaciones de obra o de servicios (arts. 2346 y sigs. CC). Con la finalidad de facilitar la financiación de las empresas, también se ha admitido la constitución de patrimonios destinados a un negocio específico (art. 2447bis.1, a) CC) y la consagración de los beneficios de un negocio específico a los financiadores (art. 2447bis.1, b) CC). GIANNELLI (2008), op. cit., págs. 232 y ss.; MAFFEI (2007), op. cit., págs. 275 y sigs. y 909 y sigs.

co se da una vinculación colectiva en la relación entre el emitente y el conjunto de los titulares de los pagarés. La simplicidad de su emisión y de su régimen hace especialmente idónea la emisión de pagarés corporativos para cubrir las necesidades de financiación a corto plazo. En cambio, no resulta un instrumento idóneo para la obtención de recursos financieros estables.

La emisión de las obligaciones se ha visto también afectada por el desarrollo de la titulización. El crecimiento en el empleo de esta clase de instrumentos financieros ha sido extraordinario, ha pasado de 22 mil millones de euros en el año 2000 a 287 mil millones de euros en el año 2008⁸. El predominio de los títulos hipotecarios en el porcentaje global resulta bastante elevado.

La LMH⁹ configura tres clases de títulos hipotecarios. En las cédulas hipotecarias y en los bonos hipotecarios se incorpora un derecho de crédito garantizado frente al emisor: las cédulas hipotecarias se encuentran garantizadas por la totalidad de las hipotecas que integran la cartera de las entidades emisoras (art. 12 LMH); los bonos hipotecarios tienen la garantía de los créditos afectados por las emisiones (art. 13 LMH). La Ley 19/1992 sobre régimen de Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria y Fondos de Titulización Hipotecaria reguló las participaciones hipotecarias. A diferencia de lo que sucede en el caso de las cédulas y de los bonos hipotecarios, en las participaciones hipotecarias, la entidad financiera cede el crédito hipotecario a los partícipes que devienen acreedores del deudor hipotecario.

La Ley 4/1994 abrió la posibilidad de que se procediera a la titulización de otra clase de activos como préstamos o derechos de crédito, incluido el leasing y los relacionados con las actividades de las pequeñas y medianas empresas. Los fondos de titulización de activos fueron desarrollados por el RD 926/1998. A su vez, los fondos de titulización de las pequeñas y medianas empresas (FTPYME) gozan de la ventaja de que pueden obtener el aval del Estado si cumplen determinados requisitos. Las titulizaciones reciben un nuevo impulso normativo en virtud de la regulación de las titulizaciones sintéticas por la Ley 62/2003, que abren la posibilidad

a la titulización de derechos de créditos futuros (Orden EHA/3536/2005).

La relativa flexibilidad en la regulación de la titulización en el Derecho español contrasta con la interpretación estricta efectuada por el Banco de España y por la CNMV en materia contable (Circular del Banco de España 3/2008 y Circular CNMV 2/2009). Los criterios de supervisión de las autoridades regulatorias han dado prioridad al fondo económico sobre la forma legal y exigen que se produzca una transferencia efectiva y significativa del riesgo.

A partir de la crisis de los años 2007 y 2008 se ha producido una disminución importante de las titulizaciones y, paralelamente, un considerable aumento de la emisión de obligaciones por las entidades financieras, los principales emisores de esta clase de instrumentos financieros, tanto en España como en otros países. Estos cambios responden a diferentes razones, como la necesidad de las entidades financieras de reforzar los recursos propios, la emisión de obligaciones con el aval del Estado y el incremento sustancial del descuento aplicado por el Banco Central Europeo a los bonos de titulización. Las obligaciones, en la medida en que cuentan necesariamente con el respaldo patrimonial de la entidad que las emite, se pueden considerar, en principio, un instrumento financiero más seguro y de menor riesgo que las operaciones de titulización de activos.

Es bien conocido que la regulación de los instrumentos financieros ha sido uno de los factores que han contribuido a que se desencadenara la crisis. También es una de las materias sobre las que existe un amplio y profundo debate sobre la manera en la que se debe proceder a su regulación en el futuro. Los excesos en la flexibilización del régimen, en particular, de las titulizaciones, fueron criticados por un sector de la doctrina jurídica¹⁰. La crisis ha hecho patente la necesidad de una regulación más rigurosa, lo que puede implicar sacrificios para el crédito y la inversión. Se trata de una cuestión que afecta al conjunto de los mercados financieros a nivel global y que reclama una respuesta coordinada de las diferentes instancias nacionales e internacionales. Como se puede apreciar, el con-

⁸ Fuente: Balances reservados del Banco de España, citados por AGUINAGA (2010), Director General de Supervisión del Banco de España, en la Presentación: "El modelo de titulización en España", pág. 4.

⁹ MADRID PARRA (2009), "Garantía de los valores hipotecarios y crisis financiera" *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, Nº 10, 2009, págs. 49 y sigs.

¹⁰ RECALDE (2010), "Crisis y eficacia de los controles sobre los mercados financieros. Reflexiones sobre los efectos de la crisis en la regulación del sistema financiero", *Anuario de la Facultad de Derecho de la Universidad Autónoma de Madrid, Estado y mercado en situación de crisis*, nº 14, págs. 121 y sigs.

junto de temas que se encuentran en este momento en el trasfondo del debate sobre la reforma de los instrumentos financieros, también de las obligaciones, desborda completamente y no se puede acometer a través de un texto refundido cuyo objetivo consiste en la integración de la LSA y de la LSRL en un único texto legal. Evidentemente, tampoco se ha pretendido hacerlo.

IV. LA REFUNDICIÓN

La refundición del régimen general de las obligaciones presenta algunas particularidades con respecto al de otras partes de la LSC. Como se trata de una materia que únicamente afecta a las sociedades anónimas, ya que las sociedades de responsabilidad limitada tienen prohibida la emisión de obligaciones (art. 402 LSC), las modificaciones que resultaban necesarias para proceder a la integración de la LSA y la LSL eran de escasa importancia. Por otro lado, el hecho de que el régimen todavía vigente se corresponda en los aspectos básicos con el establecido por la LSA de 1951, unido a la necesidad de llevar a cabo una modificación más en profundidad de la regulación de esta materia, justifica que se haya procedido con prudencia y se haya optado por alterar lo menos posible el texto contenido en la LSA. Se echa en falta, sin embargo, una mayor coordinación con normas que se ocupan de otras cuestiones, como las relativas a la contabilidad o a la legislación concursal, en la medida en que puedan afectar a la regulación de las obligaciones contenida en la LSC.

El dictamen del Consejo de Estado realizó algunas propuestas relativas a esa parte de la LSC a partir de la comparación entre los textos del Proyecto y los de la normativa objeto de refundición. Las propuestas eran casi en su totalidad de carácter redaccional y fueron incorporadas en su mayor parte al texto definitivamente aprobado; en unos casos, el Consejo de Estado recomendaba, por ejemplo, mantener el texto original de la LSA, en otros sugería emplear el mismo criterio en la redacción que el seguido por el Proyecto en otras partes, etc.

Desde el punto de vista de la sistemática de la Ley, el régimen de las obligaciones se sitúa en el Título XI, a continuación de la regulación de la disolución y liquidación y antes del tratamiento de los subtipos de sociedades de capital: la Sociedad Nueva Empresa, la Sociedad Anónima Europea y la Sociedad Cotizada. Se sigue, por tanto, el mismo criterio en la LSC que el utilizado en la LSA de 1989 sobre esta cuestión. La división del Título XI en cinco Capítulos de la LSC se corresponde igualmente con

las cinco Secciones de la LSA y por el mismo orden: Emisión de obligaciones, Representación de las obligaciones, Obligaciones convertibles, El sindicato de obligacionistas y Reembolso y rescate de las obligaciones.

En la redacción se introducen las referencias a los diferentes tipos de sociedades de capital que resultan ineludibles como consecuencia de la refundición; en el art. 401 LSC se incluye la mención a la sociedad anónima y a la sociedad comanditaria por acciones como sociedades que pueden emitir obligaciones; la prohibición de las sociedades de responsabilidad limitada de emitir obligaciones se recoge ahora en el art. 402 LSC. Lógicamente también se realizan los oportunos cambios en las remisiones a otros preceptos de la Ley, como los relativos al quórum de constitución de la Junta general, al régimen de mayorías o al derecho de suscripción preferente. La competencia de la Junta general para la emisión de obligaciones se regula en la LSC en un precepto aparte, el art. 406 LSC.

A partir del art. 407 LSC, la división en artículos del LSC y de la LSA coincide, con el único cambio, evidente, de la numeración. La redacción de los artículos 403, 404, 407, 408, 409, 411, 412, 413, 414, 415, 418, los relativos al sindicato de obligacionistas, artículos 419 al 429, y los que se refieren al reembolso o rescate de las obligaciones, arts. 430 a 433, tienen una redacción idéntica o prácticamente equivalente a los preceptos de la LSA. En la redacción de los artículos relativos al derecho de suscripción preferente y a la supresión del derecho de suscripción preferente, arts. 416 y 417, se introducen los cambios oportunos con el objetivo de proceder a la necesaria coordinación con lo dispuesto en la regulación del aumento de capital.

En definitiva, como se puede apreciar, en la refundición del régimen de las obligaciones en la LSC se mantiene en lo sustancial el régimen de la LSA. Los cambios que se han introducido afectan a cuestiones de redacción y de integración con otras materias reguladas en la LSC y que afectan en mayor o menor medida a la regulación de las obligaciones, pero que no representan modificaciones de especial trascendencia en comparación con el texto de la LSA.

Las únicas cuestiones que tienen una relativa importancia en la refundición que se ha llevado a cabo son las que se refieren a la determinación de los límites para la emisión de obligaciones ordinarias no garantizadas (art. 405 LSC) y al régimen de prelación entre las emisiones de obligaciones, en la

medida en que se ven afectadas por los cambios que se han introducido en la normativa contable y en la concursal, respectivamente, con posterioridad a la LSA de 1989.

V. LOS LÍMITES A LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES

El art. 405.1 LSC mantiene la misma redacción que la LSA de 1989 sobre el límite en la emisión de obligaciones ordinarias simples:

"El importe total de las emisiones no podrá ser superior 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."

El inciso final fue añadido por la Ley 27/1980. La finalidad de la norma consiste en coordinar el límite de la emisión de las obligaciones con la regulación que había permitido la regularización y la actualización de balances.

El establecimiento de una limitación a la emisión de obligaciones ordinarias, simples o no garantizadas, se dirige a asegurar un respaldo patrimonial mínimo a las obligaciones emitidas. No se trata de ninguna garantía patrimonial de naturaleza o de significación jurídico-real ni tampoco limita o condiciona la disponibilidad de la sociedad sobre sus bienes ni impide que se puedan gravar o entregar en garantía libremente por la sociedad. Se pretende establecer un umbral de cobertura mínima: la cifra de todas las emisiones de obligaciones ordinarias no puede superar el límite establecido, si los fondos propios aumentan, la sociedad puede emitir nuevas obligaciones, si disminuyen por debajo de esa cifra, no se puede proceder a realizar nuevas emisiones en tanto no se supere de nuevo el umbral fijado.

La LSA de 1951 estableció como límite a la emisión de obligaciones el capital social desembolsado y las reservas que figuren en el balance aprobado, es decir, los fondos propios efectivos de la sociedad en el momento de la emisión. La Ley 27/1980 extiende este límite a las cuentas de regularización y actualización de balances. El fundamento de esta norma se encontraría en la consideración de estas cuentas como fondos propios. De este modo, se

amplían las posibilidades de las sociedades de emitir obligaciones ordinarias.

La contabilidad ha sido objeto de una profunda reforma como consecuencia de la integración de España en la UE, primero por la Ley de Reforma y Adaptación de 1989 y, recientemente, con la reforma de 2007. Entre los temas que más se ha visto afectados por estas modificaciones normativas se encuentra, precisamente, el tratamiento de los fondos propios.

En el Derecho vigente se incluye una definición general sobre el concepto de patrimonio neto en el Código de Comercio (art. 36.1, c):

"Patrimonio neto: constituye la parte residual de los activos de la empresa, una vez deducidos todos sus pasivos. Incluye las aportaciones realizadas, ya sea en el momento de su constitución o en otros posteriores, por sus socios o propietarios, que no tengan la consideración de pasivos, así como los resultados acumulados u otras variaciones que les afecten."

En la determinación de los límites de emisión conviene diferenciar en función de si la sociedad tiene beneficios o pérdidas. Si la sociedad se encuentra en pérdidas la emisión de obligaciones tiene como límite el capital social desembolsado. Este límite se amplía, en caso de que el activo sea superior al pasivo, a las reservas que figuren en el último balance aprobado. Desde la perspectiva de la finalidad de la regulación de los límites a la emisión de obligaciones¹¹, resulta probablemente más adecuado que se pudiera considerar como umbral de cobertura el valor del patrimonio neto en los supuestos en los que la sociedad no se encuentre en pérdidas. Este criterio se ajusta plenamente con la regulación contable vigente y se corresponde con el objetivo de la LSA de 1951 y con la reforma llevada a cabo por la Ley 27/1980.

La refundición ha optado por mantener la redacción de la LSA en el art. 405.1 LSC. La decisión parece fundarse en la consideración de la necesidad de una reforma legislativa para la integración de lo dispuesto en el art. 405.1 LSC con el régimen del art. 36.1, c) CCom. El criterio seguido en este caso contrasta con otras materias, como por ejemplo, la regulación del derecho de separación (arts. 346 y ss. LSC), en las que el Texto Refundido ha procedido de una forma menos conservadora en la generalización de normas a las sociedades de capi-

¹¹ VALPUESTA (2011), critica el anacronismo del art. 405 LSC (pág. 2776).

tal.

La cuestión tiene una importancia relativamente pequeña en la práctica, habida cuenta de que este límite no se aplica a la emisión de obligaciones de sociedades cotizadas, de acuerdo con lo previsto expresamente para esta clase de sociedades (art. 510 LSC). En relación con las sociedades cotizadas se ha considerado que los deberes de información¹² establecidos en las normas del mercado de valores ofrecen a los obligacionistas un sistema de protección suficiente para la tutela de sus intereses. Tampoco resulta de aplicación este límite a las entidades de crédito (DA 4ª LDIEC) ni a los establecimientos financieros de crédito. (DA 1ª Ley 2/1994).

V. EL RÉGIMEN DE PRELACIÓN

Sin duda el tema que suscita mayores dudas es el relativo al régimen de prelación. El art. 288 LSA establecía al respecto:

"1. Las primeras emisiones gozarán de prelación frente a las posteriores por lo que se refiere al patrimonio libre de la sociedad emisora, cualquiera que hubieran sido las variaciones posteriores de su capital.

2. Los derechos de los obligacionistas en relación con los demás acreedores sociales se regirán por las normas generales que determinen su prelación."

El texto de la norma proviene de la LSA de 1951 y tiene como antecedente el art. 186 CCom. Se trataba de un precepto¹³ que tenía por objeto fijar un rango temporal entre las distintas emisiones de obligaciones ordinarias realizadas por la sociedad. Respecto de los demás acreedores se debía aplicar el régimen general. La norma estaba concebida para los supuestos de quiebra de la sociedad emisora.

Antes de la aprobación de la LSC, se discutía por la doctrina si este precepto había quedado o no derogado por la Ley Concursal. A este respecto, el art. 89.2 LC, en su última frase dispone:

"No se admitirá en el concurso ningún privilegio o preferencia que no esté reconocido

en esta Ley."

El objetivo de la Ley Concursal consiste en establecer una regulación completa de la clasificación y graduación de los créditos en el concurso con el fin de eliminar la inseguridad que genera la dispersión normativa en esta materia. Desde la perspectiva del legislador concursal, en buena técnica legislativa, la introducción de un privilegio o de cualquier otra clase de norma que afectara a la clasificación de los créditos en el concurso debiera dar lugar a la correspondiente modificación de la Ley concursal. Se trata de un objetivo deseable, aunque sea difícil de lograr en el curso de la evolución legislativa. Incluso en relación con las normas anteriores a la entrada en vigor de la Ley Concursal se suscitan dudas sobre su alcance.

Por otro lado, el art. 157 LC en su apartado segundo establece que los créditos ordinarios serán satisfechos a prorrata. No se contempla ninguna excepción ni tampoco contiene remisiones a otras normas. La Ley Concursal no prevé ningún supuesto en los que se reconozca una prelación temporal en el cobro de los acreedores ordinarios.

Lo dispuesto en los arts. 89 y 157 LC podría servir de apoyo para una interpretación que considerara que el art. 288 de la LSA no fuera de aplicación en el marco del procedimiento concursal, la preferencia determinada por el rango temporal entre las distintas emisiones de obligaciones no tendría vigencia una vez declarado el concurso. El Código de Comercio también disponía el cobro por el orden de fechas en relación con los créditos escriturarios y con los títulos mercantiles en caso de quiebra (art. 916.2º CCom), precepto sobre el que no existen dudas acerca de que ha quedado definitivamente derogado por la Ley Concursal. El Código Civil contiene igualmente una norma similar para los créditos que consten en escritura pública o en sentencia (art. 1924.3), si bien, el régimen de clasificación y graduación de créditos del Código Civil se reformó por la Ley Concursal con el objetivo de establecer expresamente que esta regulación no resulta de aplicación en caso de concurso (art. 1921.2).

En cambio, la vigencia de lo dispuesto en la LSA, tras la aprobación de la Ley Concursal se ha defendido con fundamento en que la prelación entre obligaciones tiene como función¹⁴ evitar la dilución

¹² VALPUESTA (2011), pág. 2780.

¹³ GARRIGUES/URÍA (1976), *Comentarios a la LSA*, puesto al día por OLIVENCIA/MENÉNDEZ, Madrid, Tomo II, pág. 548; TAPIA HERMIDA, A. (1994)2, "La emisión de obligaciones", en *Derecho de Sociedades Anónimas*, Tomo III, Vol. 2º, cit., págs. 1086-7.

¹⁴ BERMEJO (2008), "Prelación entre emisiones de obligaciones y riesgo de dilución de la deuda", *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, 2/2008, págs. 207 y sigs.

de las emisiones anteriores con la realización de nuevas emisiones. El régimen de prelación no cabe interpretarlo en el sentido de que se hubiera dispuesto una suerte de garantía flotante a favor de las emisiones anteriores ni tampoco se puede comprender como si se hubiera impuesto una limitación de disponer o de otorgar garantías o de proceder a la emisión de obligaciones garantizadas. Se trataría sencillamente de una regulación especial¹⁵ respecto de la Ley Concursal por la que se habría fijado una prioridad en el cobro en función de la fecha de emisión entre las diferentes series de obligaciones en caso de concurso.

La LSC mantiene inalterado el apartado primero del art. 410, pero introduce una referencia a la Ley Concursal en el apartado segundo:

"2. Los derechos de los obligacionistas en relación con los demás acreedores sociales se regirán por las normas generales que determinen su prelación y, en su caso, por lo establecido por la Ley Concursal."

La modificación introducida resulta insuficiente y puede ser equívoca para la resolución de la cuestión que ha suscitado la polémica. La nueva redacción no ha despejado las dudas ya que admite la posibilidad de distintas interpretaciones.

La interpretación más acorde con las normas generales de ordenación del concurso sería aquella que considerase que, una vez declarado el concurso, lo dispuesto en la Ley Concursal desplaza el régimen de la LSC¹⁶. De este modo, de acuerdo con lo previsto en el art. 89.2 LC, los obligacionistas titulares de obligaciones ordinarias no serían titulares de ninguna preferencia especial ni frente a otros acreedores ordinarios ni tampoco entre sí. La prelación entre series de obligaciones por rango temporal, fijada en el art. 410.1 LSC, exclusivamente tendría aplicación en los procedimientos de ejecución que se planteen con independencia del concurso.

Sin embargo, el tenor literal del precepto parece apoyar más bien la conclusión contraria. En efecto, el apartado primero del art. 410 LSC se mantiene sin que haya sido objeto de ninguna modificación. Este apartado tiene por objeto la regulación de la prelación entre las distintas series de obliga-

ciones emitidas. La referencia a la Ley Concursal se hace en el apartado segundo, que se ocupa de la relación entre los obligacionistas y otros acreedores en caso de concurso. De acuerdo con el texto de la LSC se debe diferenciar la relación entre las distintas series de obligaciones emitidas y entre los obligacionistas y los demás acreedores. Entre las diferentes series de obligaciones, se fija una prelación en función del rango temporal. En la clasificación de los créditos entre los obligacionistas y los demás acreedores se debe estar a lo dispuesto en la Ley Concursal a partir de la declaración del concurso. Esta norma tendría la consideración de regla especial respecto del régimen general concursal. El tenor literal se reforzaría con la interpretación histórica y con las razones teleológico-sistemáticas que la apoyaban antes de la entrada en vigor de la LSC. También vendría afirmada por el alcance de la competencia del Gobierno para la elaboración del Real Decreto Legislativo por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital.

En definitiva, la cuestión decisiva es la de determinar si el régimen de la prelación de obligaciones ha quedado o no desplazado en el marco del procedimiento concursal por lo dispuesto en la Ley Concursal. Como se ha podido apreciar, la mención incluida en la LSC es insuficiente para despejar las dudas de manera definitiva.

En un plano de fondo, el tema nuclear consiste en el principio de trato igual entre todas las obligaciones que hayan sido emitidas¹⁷. La delimitación del alcance de este principio de igualdad corresponde hacerla al legislador quien puede introducir alteraciones cuando lo considere justificado, lo que no significa que en este caso lleve a concluir que tenga que ser así.

Por otro lado, se echa en falta¹⁸ una regulación más completa, acabada y moderna del régimen de las obligaciones en conexión con las situaciones de insolvencia o de dificultades económicas de las empresas. La significación de las obligaciones como instrumento de saneamiento de las entidades, la participación de los obligacionistas en el concurso, la manera en que pueden verse afectados los obligacionistas en los supuestos en los que se proceda a una reestructuración de la empresa como solución del concurso, son algunas de las cuestio-

¹⁵ ALONSO ESPINOSA (2008), *Régimen jurídico de la emisión de obligaciones*, Madrid, págs. 138-142.

¹⁶ En este sentido, MADRAZO (2011), págs. 2801 a 2803.

¹⁷ GIRÓN (1952), op. Cit., pág. 547.

¹⁸ ALONSO ESPINOSA (2010)², "Los obligacionistas como acreedores concursales", *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, nº 13, pág. 53.

nes que debieran ser abordadas en una futura regulación de las obligaciones.

VII. CONSIDERACIÓN FINAL

La LSC ha introducido escasos cambios en la regulación de las obligaciones que se encontraba recogida en la LSA. Se trata de una materia que no se encuentra prácticamente afectada por la tarea de proceder a la refundición de la LSA y la LSRL en la medida en que las sociedades de responsabilidad limitada tienen prohibida la emisión de obligaciones. La opción seguida plantea la cuestión sobre la conveniencia de haber introducido alguna aclaración en el texto con el objeto de facilitar la coordinación con las normas contables y concursales aprobadas con posterioridad a la LSA de 1989, en relación con los límites a la emisión de obligaciones y con el régimen de prelación.

Por otro lado, la crisis de los años 2007 y 2008 plantea la necesidad ineludible de proceder a una reforma más general de los instrumentos financieros y, en especial, de la titulización. Es en este contexto y desde una perspectiva más general como se debiera abordar una reforma en profundidad del régimen de las obligaciones. La actualización del Derecho vigente resulta necesaria habida cuenta de que procede en sus aspectos más básicos de la LSA de 1951. La modificación de la regulación de las obligaciones también se encuentra justificada para proceder a la coordinación entre los diferentes textos normativos que se ocupan de su régimen. Tareas que, sin duda, desbordan los objetivos de la refundición llevada a cabo por la LSC y que explican que se haya respetado en gran medida el contenido de la LSA sobre esta materia.

RELACIÓN BIBLIOGRÁFICA

- AGUINAGA (2010), Director General de Supervisión del Banco de España, en la Presentación: "[El modelo de titulización en España](#)".
- ALONSO ESPINOSA (2008), *Régimen jurídico de la emisión de obligaciones*, Madrid.
- ALONSO ESPINOSA (2010)², "Los obligacionistas como acreedores concursales", *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, nº 13.
- BERMEJO (2008), "Prelación entre emisiones de obligaciones y riesgo de dilución de la deuda", *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, 2/2008, págs. 207 y sigs.
- GARCIA DE ENTERRIA, J. (1991) "El derecho de suscripción preferente de los titulares de obligaciones convertibles en los aumentos de capital. Consideraciones de derecho transitorio", *La Ley*, Tomo IV, págs. 1086 u sigs.
- GARCIA DE ENTERRIA, J. (1990), "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?", *La Ley*, Tomo II, págs. 931 y sigs.
- GARRIGUES/URÍA (1976), *Comentarios a la LSA*, puesto al día por OLIVENCIA/ MENÉNDEZ, Madrid.
- GIRÓN (1952), *Derecho de Sociedades Anónimas*, Valladolid.
- GIANELLI (2008), en *Derecho Italiano de Sociedades*, por Varios Autores, edición y traducción de LATORRE/MARTÍ, Valencia.
- MADRAZO (2011), "Comentario al artículo 410", en *Comentario a la Ley de Sociedades de Capital*, dir. ROJO/ BELTRÁN, Madrid.
- MADRID PARRA (2009), "Garantía de los valores hipotecarios y crisis financiera", *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, Nº 10, 2009, págs. 49 y sigs.
- MAFFEI (2007), *Commentario breve al Diritto delle Società*, Milán.
- RECALDE (2010), "Crisis y eficacia de los controles sobre los mercados financieros. Reflexiones sobre los efectos de la crisis en la regulación del sistema financiero", *Anuario de la Facultad de Derecho de la Universidad Autónoma de Madrid, Estado y mercado en situación de crisis*, nº 14, págs. 121 y sigs.
- TAPIA HERMIDA, A. (1994), "Las obligaciones convertibles en el Derecho español", en *Derecho de Sociedades Anónimas*, coord. ALONSO UREBA/DUQUE/ESTEBAN VELASCO/ GARCÍA VILLAVERDE, SÁNCHEZ CALERO, F., Tomo III, Vol. 2º, Madrid, págs. 1095 y sigs.
- TAPIA HERMIDA, A. (1994)², "La emisión de obligaciones", en *Derecho de Sociedades Anónimas*, Tomo III, Vol. 2º, cit., págs. 1053 y sigs.
- VALPUESTA (2011), "Comentario al artículo 405", en *Comentario a la Ley de Sociedades de Capital*, dir. ROJO/ BELTRÁN, Madrid.
- VERANNEMAN, dir., (2010), *Schuldverschreibungsgesetz Kommentar*, Munich.
- GIRÓN (1952), op. cit., pág. 547.
- ALONSO ESPINOSA (2010)², "Los obligacionistas como acreedores concursales", *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, nº 13, pág. 53.