



# LA MODERNIZACIÓN DEL RÉGIMEN DE EMISIÓN DE DEUDA EN ESPAÑA

**GONZALO GARCÍA-FUERTES IGLESIAS**  
**JOSÉ LUIS PALAO ITURZAETA**  
**JAVIER REDONET SÁNCHEZ DEL CAMPO**  
**ALFONSO VENTOSO DEL RINCÓN**

La exitosa expansión e internacionalización de las empresas tanto industriales como financieras en las últimas décadas ha ido acompañada de una progresiva diversificación de sus fuentes de financiación, de forma que las compañías, particularmente las instituciones financieras y las grandes sociedades cotizadas, han ido ampliando sus recursos financieros, añadiendo al capital y a la tradicional financiación bancaria la captación de fondos en los mercados de capitales de renta fija, tanto nacionales como internacionales. Este proceso se ha visto acrecentado a partir del año 2008 como consecuencia de la restricción crediticia a causa de la crisis financiera, que ha impulsado a muchas empresas más pequeñas, cotizadas o no, a debutar en los mercados de capitales de deuda.

Conscientes de esta necesidad, y para reducir la excesiva dependencia de la financiación bancaria, en los últimos años los reguladores han venido adoptando reformas legislativas y otras medidas orientadas a promover la financiación de la empresa española a través de la emisión de deuda. Estas reformas han venido principalmente por dos vías: (i) el fomento de la creación de plataformas y mercados de renta fija más eficientes (como el MARE, explicado en detalle en el capítulo anterior) y el abaratamiento de costes (reducción de tasas y costes de inscripción) y (ii) la revisión del régimen de emisión de obligaciones para reducir y simplificar los requisitos aplicables.

No obstante, las sucesivas medidas adoptadas en este segundo ámbito no han sido sino modificaciones parciales que no han acometido la tan necesaria como reclamada reforma global del régimen de la emisión de obligaciones en España, que en lo esencial se mantiene sin cambios sustanciales desde la Ley de Sociedades Anónimas de 1951 y que adolece de una rigidez y formalidad que contrasta notablemente con la normativa de otros países de nuestro entorno y que aumenta los costes y entorpece el proceso de captación de fondos por los emisores españoles, situándoles en posición de desventaja respecto a sus competidores de otros países comunitarios. Esta circunstancia, unida al diverso régimen fiscal aplicable hasta hace apenas unos meses a las emisiones de deuda españolas en función de la naturaleza del emisor (que resultaba más favorable en ciertos aspectos, incluyendo los requisitos para no practicar retención a cuenta de impuestos en los pagos de cupones a inversores no residentes, para las entidades de crédito y las sociedades cotizadas en Bolsa respecto a los restantes emisores), motivó que muchas compañías, particularmente las no cotizadas en



Bolsa constituyeran en los últimos años sociedades de propósito especial en el extranjero para llevar a cabo sus emisiones de deuda sin sujeción a la normativa mercantil y fiscal española, lo cual encarecía las estructuras y las hacía menos competitivas con respecto a compañías de otras jurisdicciones.

Felizmente, la trascendente cuestión fiscal antes referida ha quedado resuelta muy recientemente merced a la Ley 10/2014, de 23 de junio, a la que posteriormente nos referiremos, y se está abordando la modernización del régimen mercantil de la emisión de obligaciones merced a sendas iniciativas legislativas, a saber, el Anteproyecto de Ley del Código Mercantil, ambicioso proceso de codificación impulsado por el Ministerio de Justicia que incluye ciertas reformas que afectan al régimen jurídico actual de obligaciones, y el Proyecto de Ley para el Fomento de la Financiación Empresarial, promovido por el Ministerio de Economía. Ambas reformas: la mercantil y la fiscal, contribuirán a facilitar la emisión de deuda por las entidades españolas en condiciones similares a las de sus comparables de otros países europeos, frenando la migración de los emisores al exterior:

A fin de apreciar el alcance del proceso de modernización requerido, resumiremos en primer lugar los requisitos y trámites necesarios que son actualmente necesarios para proceder a la emisión de obligaciones y analizaremos posteriormente las reformas mercantiles y fiscales más recientes o en proceso de adopción.

## I. RÉGIMEN JURÍDICO MERCANTIL ACTUAL DE LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES

### *¿QUIÉN PUEDE EMITIR OBLIGACIONES?*

La Ley de Sociedades de Capital establece que las sociedades anónimas y las sociedades comanditarias por acciones podrán emitir series numeradas de obligaciones u otros valores que representen deuda.

Las sociedades de responsabilidad limitada, conforme a lo previsto actualmente en la Ley de Sociedades de Capital, no podrán acordar ni garantizar la emisión de obligaciones. Esta prohibición tiene especial relevancia, puesto que para evitar sus efectos actualmente es necesario proceder a la transformación en sociedad anónima de la sociedad emisora, así como de aquellas sociedades que deban garantizar la emisión. Esto supone una restricción importante, por el tiempo y el coste que esta transformación supone.

Asimismo, la Disposición Adicional Primera de la Ley de Sociedades de Capital prohíbe la emisión de obligaciones, así como garantizar emisiones de terceros, a las personas físicas, sociedades civiles, sociedades colectivas y comanditarias simples.

Por último, la aún vigente la Ley 211/1964, de 24 de diciembre («**Ley 211/1964**»), regula la emisión de obligaciones por asociaciones, sociedades cooperativas (de crédito u otras), cajas de ahorro, entes públicos empresariales, corporaciones de derecho público y otras personas jurídicas sobre las que no recaiga una prohibición expresa establecida en la ley.



## ¿EXISTEN LÍMITES PARA LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES?

La Ley de Sociedades de Capital establece que el importe total de las emisiones de obligaciones en circulación *«no podrá ser superior al capital social desembolsado, más las reservas que figuren en su último balance aprobado y las cuentas de revalorización y actualización de balances, cuando hayan sido aceptadas por el Ministerio de Economía y Hacienda»*.

Por su parte, la Ley 211/1964 dispone que *«el importe total de las emisiones de obligaciones tendrá como límite máximo el capital desembolsado, si se trata de Sociedades, o la cifra de valoración de sus bienes cuando se trate de Asociaciones o de otras personas jurídicas. Dicha cifra de valoración de bienes se hará constar en la inscripción del Registro Mercantil mediante certificación de dos Censores jurados de cuentas, con expresión de lo que resulte de los libros de contabilidad de la entidad emisora.»*

No obstante lo anterior, distintas leyes (la propia Ley de Sociedades de Capital, la Ley del Mercado de Valores, la Ley 10/2014 y su antecedente, la Ley 13/1985, etc.) establecen un gran número de excepciones al límite máximo de emisión anteriormente citado. Así, no será de aplicación el límite previsto en la Ley de Sociedades de Capital y, en algún caso, tampoco el contemplado en la Ley 211/1964, entre otros, en los siguientes supuestos:

- Cuando la sociedad emisora sea una entidad de crédito.
- Cuando la sociedad emisora sea una sociedad anónima cotizada.
- Cuando la sociedad emisora sea una sociedad anónima cuyos derechos de voto correspondan en su totalidad, directa o indirectamente, a las entidades anteriores siempre que tuvieran como actividad u objeto social exclusivo la emisión de participaciones preferentes o instrumentos de deuda.
- Cuando la emisión se encuentre garantizada con hipoteca, prenda de valores, garantía pública o aval solidario de entidad de crédito. Si la emisión estuviera garantizada con aval solidario prestado por una sociedad de garantía recíproca, el límite y demás condiciones del aval quedarán determinados por la capacidad de la garantía de la sociedad en el momento de prestarlo.
- Cuando la colocación de las obligaciones cumpla cualquiera de las condiciones siguientes: (i) se dirija de forma exclusiva a inversores cualificados; (ii) se dirija a inversores que adquieran valores por un importe mínimo de cien mil euros por inversor, y (iii) se ofrezcan valores cuyo valor nominal unitario sea al menos de cien mil euros.
- Cuando la emisión de obligaciones cumpla con las condiciones para quedar comprendida dentro del ámbito de aplicación de la Disposición Adicional Primera de la Ley 10/2014, que se expondrá posteriormente.
- Cuando el emisor sea un concesionario de obra pública y la emisión; (i) sea objeto de registro en la Comisión Nacional del Mercado de Valores y (ii) se haya obtenido calificación crediticia por agencia de *rating*.

Como vemos, las excepciones actuales son tan amplias que en la práctica serán pocos los casos en los que las limitaciones antes referidas sean aplicables, lo que cuestiona la propia razón de ser del mantenimiento de dicha restricción.



### ***¿QUIÉN DEBE ACORDAR LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES?***

Un aspecto relevante de la emisión de obligaciones, puesto que afecta tanto al equilibrio político en el seno de la entidad emisora como a su plazo de ejecución y la propia confidencialidad de la operación (en el caso de que el órgano que deba autorizar la emisión deba ser convocado públicamente), es el de la competencia para acordar la emisión de obligaciones.

La Ley de Sociedades de Capital reserva la decisión de emitir obligaciones u otros valores que reconozcan o creen deuda a la junta general de accionistas de la sociedad emisora (facultad que el Reglamento del Registro Mercantil amplía a la capacidad de autorizar al órgano de administración por un plazo máximo de cinco años para que dicho órgano acuerde la emisión de obligaciones hasta el importe establecido por la propia junta).

El acuerdo de emisión de obligaciones requiere, salvo que los estatutos sociales establezcan quórums superiores: (i) en primera convocatoria, la concurrencia de accionistas presentes o representados que posean, al menos, el 50% del capital suscrito con derecho a voto; (ii) en segunda convocatoria será suficiente la concurrencia del 25%.

Se excluye, por tanto, de inicio, la competencia del órgano de administración para acordar la emisión de obligaciones, restricción que la doctrina tradicional ha justificado sobre la base que la misma puede implicar un endeudamiento importante para la entidad emisora que pudiera comprometer significativamente su solvencia, comprometiendo los intereses de los accionistas y de los potenciales inversores. Sin embargo, esta norma contrasta vivamente con el régimen aplicable a otras operaciones de financiación análogas, tales como la asunción de endeudamiento crediticio, para las cuales está facultado el órgano de administración sin necesidad de previo acuerdo de la junta general de accionistas en el ámbito de sus competencias ordinarias de gestión y disposición, con independencia del importe de la deuda asumida y del grado de apalancamiento financiero del deudor, lo que revela su falta de consistencia.

### ***¿CUÁLES SON LOS REQUISITOS DOCUMENTALES PARA LA FORMALIZACIÓN DE UNA EMISIÓN DE OBLIGACIONES? (ESCRITURA PÚBLICA, ANUNCIOS Y ACTA DE CIERRE DE LA EMISIÓN)***

Conforme a lo previsto en la Ley de Sociedades de Capital y en la Ley 211/1964, con carácter general la emisión de obligaciones se hará constar en escritura pública, sin que puedan ponerse en circulación las obligaciones hasta que se hayan inscrito las obligaciones en el Registro Mercantil.

La escritura pública se otorgará una vez se hayan adoptado los acuerdos de emisión (junta general de accionistas y, en su caso, órgano de administración) y fijados todos sus términos.

En la escritura pública se hará constar, como mínimo, la siguiente información: (i) denominación, capital social, reservas, objeto y domicilio de la sociedad emisora; (ii) condiciones de la emisión, fecha y plazos de suscripción; (iii) valor nominal, intereses,



vencimiento y primas de los valores; (iv) importe de la emisión; (v) garantías con las que cuente la emisión, en su caso; (vi) las reglas fundamentales del sindicato de obligacionistas; (vii) la forma de representación de los valores (títulos o anotaciones en cuenta); (viii) la designación de la entidad encargada de la llevanza del registro contable en caso de estar representados los títulos mediante anotaciones en cuenta y; (x) la identificación del comisario provisional.

No obstante lo anterior, y en aras de reducir cargas documentales y administrativas, así como costes asociados a la emisión de obligaciones, la Ley del Mercado de Valores establece las siguientes excepciones a la necesidad de otorgar escritura pública de emisión de obligaciones y a su presentación a inscripción en el Registro Mercantil. Así, no será necesario el requisito de escritura pública (y bastará con un documento privado de emisión que recoja las características de los valores emitidos) para las emisiones de obligaciones cuando:

- (i) vaya a realizarse una oferta pública o se vaya a solicitar la admisión a negociación de los valores en un mercado secundario oficial (por ejemplo, el Mercado AIAF de Renta Fija) y se exija la elaboración y registro de un folleto informativo que deba ser aprobado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores;
- (ii) cuando los valores que se emitan vayan a ser admitidos a negociación en un sistema multilateral de negociación (por ejemplo, el Mercado Alternativo de Renta Fija).

Asimismo, con carácter general, es requisito previo para la suscripción de las obligaciones o para su introducción en el mercado la publicación del anuncio de la emisión en el Boletín Oficial del Registro Mercantil («BORME»). El anuncio incluirá, al menos, los mismos datos que debe incluir la escritura pública, así como el nombre del Comisario de la emisión de obligaciones. No obstante, al igual que se ha mencionado anteriormente con la escritura de emisión, no será exigible la publicación del anuncio de emisión en el BORME en aquellos supuestos en los que no sea necesario el otorgamiento de escritura pública.

El Reglamento del Registro Mercantil establece la necesidad de hacer constar, una vez agotada la suscripción de las obligaciones o transcurrido el plazo previsto al efecto, en el margen de la inscripción de la emisión la suscripción total o el importe efectivamente suscrito en virtud de acta notarial, en la que se pondrá de manifiesto la veracidad de dicho extremo y a la que se incorporen, en su caso, las matrices de los títulos emitidos (no siendo de aplicación este último inciso para los valores representados por medio de anotaciones en cuenta). Para las emisiones en las que no sea necesario el otorgamiento de escritura pública conforme a lo anterior, la certificación del desembolso total o parcial de la emisión se suplirá con un certificado acreditativo del desembolso remitido bien a la Comisión Nacional del Mercado de Valores o bien a la sociedad rectora del mercado secundario oficial o sistema multilateral de negociación donde se negocien los valores.

### **FORMA DE REPRESENTACIÓN DE LAS OBLIGACIONES**

Las obligaciones podrán representarse por medio de títulos (nominativos o al portador) o por anotaciones en cuenta.



La admisión o incorporación a negociación de las obligaciones en mercados secundarios o en sistemas multilaterales de negociación requiere que las obligaciones se representen mediante anotaciones en cuenta, por lo que solo aquellos emisores que no pretendan solicitar la admisión a negociación de los valores en tales mercados o sistemas podrán optar por su representación en forma de títulos físicos.

### ***SINDICATO DE OBLIGACIONISTAS***

Será condición necesaria para la emisión de las obligaciones la constitución de una asociación o sindicato de obligacionistas y la designación, por la sociedad (con carácter provisional), de una persona que con el nombre de comisario, concurra al otorgamiento del contrato de emisión (escritura pública) en nombre de los futuros obligacionistas. El sindicato de obligacionistas puede definirse como una forma de asociación sin personalidad jurídica integrada por todos los titulares de obligaciones de una misma emisión cuyo objeto es la representación y defensa organizada de los derechos propios del obligacionista frente al emisor.

La asunción por el sindicato de obligacionistas de la defensa del interés común, implica que los obligacionistas a título individual tendrán limitada su facultad de iniciar acciones individuales contradictorias a las decididas por el sindicato. Asimismo, los acuerdos válidamente adoptados por la asamblea vincularán a todos los obligacionistas, incluidos los no asistentes y los disidentes.

Para la adopción de acuerdos por parte del sindicato de obligacionistas reunidos en asamblea se requiere el voto favorable de la mayoría absoluta con asistencia de las dos terceras partes de las obligaciones en circulación. Cuando no se logre la concurrencia de las dos terceras partes de la emisión, podrá convocarse nuevamente la asamblea un mes después de la primera, pudiendo adoptarse los acuerdos por mayoría absoluta de los asistentes.

Las competencias que atribuye la ley a la asamblea de obligacionistas en defensa de los intereses de los obligacionistas incluyen, entre otras; (i) la modificación, de acuerdo con la sociedad emisora, de las garantías otorgadas; (ii) destituir y nombrar al comisario; (iii) ejercer, cuando proceda, las acciones judiciales correspondientes y (iv) aprobar los gastos ocasionados.

### ***COMISARIO***

El comisario es el órgano de relación entre la sociedad emisora y el sindicato de obligacionistas. Si bien la Ley de Sociedades de Capital lo presenta como órgano unipersonal, no parece existir inconveniente legal para el nombramiento de dos o más comisarios (salvo previsión en contrario en la escritura pública de emisión, en el folleto informativo que apruebe la Comisión Nacional del Mercado de Valores o en la restante documentación que deba registrarse con ocasión de la emisión o admisión a negociación en un sistema multilateral de negociación) o para que sea designado una persona jurídica.



El comisario provisional de la emisión es designado por la entidad emisora, correspondiendo a la asamblea de obligacionistas su ratificación o sustitución.

Dentro de las funciones que la ley atribuye al comisario destacan las siguientes: (i) presidirá el sindicato de obligacionistas; (ii) tendrá la representación legal del sindicato y podrá ejercitar las acciones que a éste correspondan; (iii) podrá asistir con voz, pero sin voto, a las Juntas Generales de la sociedad emisora; (iv) informará a la Junta general de accionistas de la sociedad emisora de los acuerdos del sindicato; (v) solicitará a la Junta General los informes que interesen a los obligacionistas; (vi) presenciará los sorteos que hubieren de realizarse para la amortización o adjudicación de obligaciones; (vii) vigilará el pago de intereses y de principal, (viii) si la emisión estuviera garantizada con hipoteca o prenda y la sociedad demorase el pago de intereses por más de 6 meses, podrá, previo acuerdo de la asamblea de obligacionistas ejecutar los bienes que constituyan la garantía, y (ix) en general tutelaré los intereses comunes de los obligacionistas

Adicionalmente, cuando la emisión se hubiera hecho sin alguna de las garantías previstas en la ley (hipoteca, prenda, etc.) podrá examinar por sí, o por otra persona, los libros de la sociedad emisora y asistir, con voz y sin voto, a las reuniones del consejo de administración de la sociedad emisora. No obstante, lo anterior no será de aplicación para las emisiones realizadas por sociedades a las que no resulte de aplicación el límite máximo de emisión mencionado anteriormente. Asimismo, cuando la sociedad se haya retrasado en más de 6 meses en el pago de intereses vencidos o en la amortización del principal, podrá proponer al consejo de administración la suspensión de cualquiera de sus administradores y convocar junta general, si aquellos no lo hicieran cuando estimen que deben ser sustituidos.

### **¿QUÉ ORDEN DE PRELACIÓN TIENEN LAS EMISIONES DE OBLIGACIONES EN CASO DE INSOLVENCIA DEL EMISOR?**

La Ley de Sociedades de Capital, manteniendo lo previsto históricamente en la Ley de Sociedades Anónimas, dispone que *«las primeras emisiones [de obligaciones] gozarán de prelación frente a las posteriores por lo que se refiere al patrimonio libre de la sociedad emisora»*, añadiendo a continuación que *«los derechos de los obligacionistas en relación con los demás acreedores sociales se registrarán por las normas generales que determinen su prelación y, en su caso, por lo establecido en la Ley Concursal»*. La Ley 211/1964, por su parte, va más allá al establecer que las *«obligaciones tendrán prioridad, a contar de la fecha de la inscripción de la emisión en el Registro Mercantil, para hacer efectivo su importe respecto a los demás acreedores comunes de la Entidad emisora, cuyos créditos no tengan fecha cierta o la tengan posterior a la de aquel asiento, privilegio que se hará constar en los mismos títulos»*.

Esta prelación de las emisiones anteriores frente a las posteriores, o incluso frente a los acreedores comunes cuyo crédito sea de fecha posterior, manifestación del tradicional privilegio escriturario, se había justificado históricamente por la necesidad de evitar la dilución económica de las primeras respecto a las segundas. No obstante, tras la promulgación de la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal, se ha venido interpretando de forma mayoritaria que los preceptos de la anterior Ley de Sociedades Anónimas y de la



Ley 211/1964 relativos a la prelación de las obligaciones habían quedado derogados por la Ley Concursal, tanto por la prohibición que dicha norma establece de preferencias no contemplados expresamente en dicha ley como por su vocación de limitar al máximo posible los privilegios en el ámbito concursal, de forma que todos los créditos ordinarios se satisfagan a prorrata. Como es fácil advertir, de existir dicha preferencia, que no es extensible a los restantes acreedores comunes, financieros o no, se entorpecería enormemente la obtención de financiación por las empresas en los mercados de capitales de deuda mediante emisiones sucesivas, ya que las emisiones posteriores acarrearían un mayor riesgo de impago que las anteriores, lo que encarecería su coste y haría muy difícil una sana y flexible gestión por los emisores de sus pasivos financieros mediante la sustitución de financiación crediticia por emisiones de valores o viceversa, en función de las condiciones disponibles en cada momento en los mercados.

El hecho de que la Ley de Sociedades de Capital fuera dictada con posterioridad a la Ley Concursal arroja, en opinión de algunos, una duda sobre si la prelación de las emisiones de obligaciones en función de su fecha, habría sido reintroducida por dicha norma, si bien el criterio más extendido y autorizado es el que defiende que dicha previsión es debida a las limitadas facultades del Gobierno al aprobar la refundición de textos legales por delegación de las Cortes, que restringen su capacidad de suprimir preceptos aunque hayan quedado obsoletos, y no cuestiona la vigencia de los argumentos que justificaron la interpretación de que tales privilegios quedaron derogados por la nueva legislación concursal.

## II. ALGUNAS CONSIDERACIONES SOBRE EL REGIMEN FISCAL ACTUAL DE LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES

Una exposición de la materia que nos ocupa no puede pasar por alto una referencia al régimen fiscal de las emisiones de obligaciones (aunque sin hacer una descripción detallada del régimen tributario, que daría para un libro en sí mismo).

Tradicionalmente, un factor que decidía que emisores españoles optasen por emitir deuda a través de sociedades emisoras filiales en el extranjero y en otros mercados europeos, y no a través de su matriz española y en mercados españoles, eran las restricciones fiscales existentes en la legislación española.

Así, salvo para emisiones realizadas por entidades de crédito o por sociedades cotizadas en Bolsas o sus filiales<sup>1</sup>, la normativa fiscal común española (Impuesto de la Renta, Impuesto sobre Sociedades, Impuesto sobre la Renta de No Residentes) establecía obligaciones de retención y tributación en España de los rendimientos generados por las

---

<sup>1</sup> En particular, este régimen se extendía a entidades de crédito españolas y sociedades españolas cotizadas en un mercado organizado así como a sociedades anónimas residentes en España o un territorio de la Unión Europea, que no tuviera la consideración de paraíso fiscal, cuyos derechos de voto correspondieran en su totalidad, directa o indirectamente, a las entidades anteriores siempre que tuvieran como actividad u objeto social exclusivo la emisión de participaciones preferentes o instrumentos de deuda.





obligaciones y la imposición de ciertas obligaciones de información ante la Hacienda Pública española (identificando al receptor de las rentas mediante certificaciones de su residencia fiscal expedidas por las autoridades fiscales de su jurisdicción de residencia y de validez anual que debían aportarse por el inversor) que en la práctica hacían muy dificultosas y virtualmente inviables las emisiones en los mercados de capitales internacionales para los emisores españoles que no fueran una entidad de crédito o sociedad cotizada. Esto era así puesto que requería que el inversor extranjero debiera gestionar el envío al agente de pagos del emisor dicho certificado acreditativo de su residencia fiscal para evitar, en su caso, que se le practicasen retenciones fiscales en los pagos de cupones, y además, en todo caso, no podía evitar esas retenciones si la inversión provenía de paraísos fiscales, lo cual suponía una carga administrativa que no todos los inversores internacionales están dispuestos a asumir y para la que no están preparados los procedimientos de los sistemas de compensación y liquidación de valores; siendo la única alternativa para evitar lo anterior la asunción por el emisor del sobre coste asociado a la elevación de la rentabilidad de la emisión al importe necesario para que el neto percibido por el inversor, tras aplicar la retención fiscal, se correspondiera con el rendimiento bruto esperado. Estos requisitos burocráticos y de documentación no son exigibles en otros países comunitarios, motivo por el que muchos emisores españoles no comprendidos dentro del ámbito de aplicación de la normativa aludida en el párrafo siguiente se veían obligados a constituir sociedades filiales emisoras en el extranjero para poder captar fondos mediante emisiones de bonos en los mercados internacionales en igualdad de condiciones con sus competidores.

Sin embargo, las entidades de crédito y las sociedades cotizadas venían disfrutando ya desde 2003, merced a la Disposición Adicional Segunda de la Ley 13/1985, de 25 de mayo, introducida por la Ley 19/2003, de 4 de julio, de un régimen fiscal específico que suprimía dicha obligación de practicar la retención y establecía una exención de tributación en España sobre las rentas obtenidas por los inversores no residentes en las obligaciones, fijando unos requisitos de información más sencillos sobre la identidad de los titulares de los valores (pudiendo cumplirse por el agente y el emisor, sin necesidad de contar con la colaboración activa del inversor).

Afortunadamente, tal y como se venía reclamando, este régimen fiscal especial se ha extendido muy recientemente bajo la Ley 10/2014 (primera Ley que sancionó S.A.R. Felipe VI), además de a los emisores referidos con anterioridad, a las emisiones realizadas por sociedades españolas no cotizadas y entidades públicas empresariales así como por sociedades residentes en un territorio de la Unión Europea, que no tenga la consideración de paraíso fiscal, y cuyos derechos de voto pertenezcan en su totalidad, directa o indirectamente, a las entidades anteriores.

Por tanto, la entrada en vigor de esta Ley 10/2014 permite que las emisiones de obligaciones que cumplan los requisitos que se establecen en la disposición adicional primera de la Ley 10/2014 (siendo el más relevante a nuestros efectos que las obligaciones sean admitidas a negociación en un mercado regulado –incluyendo AIAF– o en un sistema multilateral de negociación –como el MARF– español o extranjero) realizadas por cualquier sociedad residente en España (ya sea de crédito o no, ya sea cotizada o no) o por una entidad pública empresarial o por una filial de aquéllas residente en la Unión



Europea, puedan beneficiarse del régimen fiscal especial descrito anteriormente. Así, a todas estas emisiones, además de las exenciones en la tributación de rentas y ausencia de retenciones, les será de aplicación el régimen de información simplificado dispuesto en el artículo 44 del Real Decreto 1065/2007, de 27 de julio, en la redacción dada por el Real Decreto 1145/2011, de 29 de julio.

La modificación de la norma ha supuesto que se extienda el ámbito de aplicación del régimen fiscal especial a un mayor número potencial de emisores y emisiones, eliminando uno de los impedimentos fundamentales que venía motivando la deslocalización en el extranjero de las emisiones realizadas por entidades españolas no comprendidas dentro del alcance de la antigua Ley 13/1985 y fomentando la competitividad de las emisiones de sociedades españolas con respecto a los de otras jurisdicciones, lo cual hará que aumente la capacidad de financiación de la empresa española fuera de España, permitiéndoles un acceso eficiente, desde el punto de vista fiscal, a los mercados de capitales internacionales.

### III. LAS REFORMAS EN CURSO DEL RÉGIMEN MERCANTIL DE EMISIÓN DE OBLIGACIONES

Como hemos anticipado al comienzo de este capítulo, sin perjuicio del régimen actual y de las reformas parciales al régimen de emisión de obligaciones, está en curso una reforma integral del régimen mercantil de mayor calado. La primera mención al respecto se previó inicialmente en el Anteproyecto de Ley de Fomento de la Financiación Empresarial, que se sometió a audiencia pública el 5 de marzo de 2014 (el «ALFFE») y que planteaba una reforma integral del título XI de la Ley de Sociedades de Capital, sobre el régimen de emisión de obligaciones.

No obstante, en paralelo, el 30 de mayo de 2014 el Consejo de Ministros aprobó el Anteproyecto de Ley del Código Mercantil (el «ACM»). El ACM contempla la derogación de, entre otras muchas normas, la Ley de Sociedades de Capital, y dedica el Capítulo V (*De las obligaciones*) del Título III (*De las sociedades de capital*) del Libro II (*De las sociedades mercantiles*) a la emisión de obligaciones, en donde se recogían algunas, pero no todas, de las modificaciones ya apuntadas en el ALFFE, así como algunas otras cuestiones nuevas.

Aunque lo anterior llevaría a pensar que el ACM sustituiría al PLFFE, el 3 de octubre de 2014 el Gobierno acordó remitir a las Cortes Generales el Proyecto de Fomento de la financiación Empresarial (el «PLFFE», y conjuntamente con el ACM, los «Proyectos»). Este nuevo ALFFE introduce variaciones relevantes sobre la primera versión en la materia que nos ocupa, circunstancia que obliga a un curioso análisis de conjunto de las principales modificaciones de dos normas destinadas a sucederse en el tiempo y que, lamentablemente, no están perfectamente alineadas.

En todo caso, con carácter general, la nueva regulación contenida en los Proyectos trata de ampliar, aclarar y flexibilizar la normativa vigente y viene a solucionar buena parte de los problemas tradicionales del régimen de emisión de obligaciones, como expondremos a continuación, por lo que merece en términos generales una valoración positiva, sin perjuicio de que hay aspectos susceptibles de mejora, tal y como abordaremos en el apartado siguiente.



## ***LAS SOCIEDADES DE RESPONSABILIDAD LIMITADA Y LOS LÍMITES DE EMISIÓN***

Los Proyectos abren la posibilidad de emitir obligaciones simples (no convertibles) a las sociedades de responsabilidad limitada, que tendrán un límite de emisión del doble de sus recursos propios, salvo que la emisión esté garantizada en los términos previstos en los Proyectos (límite que no aplica a las sociedades anónimas ni a las sociedades comanditarias por acciones).

## ***EMISIÓN POR SOCIEDADES DISTINTAS DE LAS SOCIEDADES DE CAPITAL, ASOCIACIONES U OTRAS PERSONAS JURÍDICAS***

Ambos Proyectos derogan la Ley 211/1964, si bien solo el PLFFE, en su Disposición Adicional Quinta, contempla la emisión de obligaciones por estas entidades.

Así, según el PLFFE el importe total de las emisiones de obligaciones por estas entidades tendrá como límite máximo el capital desembolsado, si se trata de sociedades distintas de las sociedades de capital, o la cifra de valoración de sus bienes cuando se trate de asociaciones o de otras personas jurídicas, salvo que la emisión, al igual que ocurre con las sociedades de responsabilidad limitada, esté garantizada.

Para el resto de cuestiones, el PLFFE prevé la aplicación supletoria de la normativa aplicable a las sociedades de capital.

## ***AUDITORÍA DE LAS CUENTAS ANUALES***

El ACM condiciona la posibilidad de emitir obligaciones al requisito de que las sociedades emisoras tengan auditadas, aprobadas y depositadas en el Registro Mercantil las cuentas anuales de los dos ejercicios sociales anteriores a la fecha de la emisión (o, si fuera de nueva creación, las de los ejercicios que hubieran finalizado). En caso de que no hubiera finalizado ningún ejercicio, se impone la obligación de que los administradores redacten un balance de situación referido a una fecha comprendida dentro de los tres meses inmediatamente anteriores a la fecha de la emisión, que deberá ser objeto de verificación por el auditor de cuentas de la sociedad (y, a falta de este, por uno nombrado por el Registro Mercantil correspondiente).

Este requisito se agrava en caso de sociedades de nueva creación constituidas en virtud de fusión, escisión o segregación de una o varias sociedades preexistentes, ya que, en este caso, se exigen cuentas anuales (auditadas, aprobadas y depositadas) de las sociedades extinguidas, escindidas o segregadas correspondientes a los tres ejercicios anteriores a la fecha de la emisión.

Estos nuevos requisitos podrían suponer un impedimento y dificultar la emisión de bonos por sociedades de proyecto, entre otras, como explicamos más adelante.



## COMPETENCIA PARA LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES

Otra interesante novedad contemplada en los Proyectos es la atribución de la competencia al consejo de administración, salvo que los estatutos sociales dispongan otra cosa, para la emisión de obligaciones (simples) y para solicitar su admisión a negociación (también para el otorgamiento de garantías en el PLFFE). Como no podía ser de otra manera, no cambia el régimen competencial para la emisión de obligaciones convertibles, que se mantiene en la junta general de accionistas, así como para la emisión de obligaciones que atribuyan a los obligacionistas una participación en las ganancias sociales.

## ESCRITURA PÚBLICA

Se mantiene la necesidad de que la emisión de obligaciones se haga constar en escritura pública, si bien el contenido mínimo de esta actualmente previsto en la Ley de Sociedades de Capital se ve ligeramente alterado al añadir una serie de cuestiones, como la indicación de las emisiones de obligaciones que estén total o parcialmente pendientes de amortización, de conversión o de canje (con expresión del importe), la fórmula para determinar el tipo o el régimen de amortización de las obligaciones, con expresión de las condiciones y de los plazos en que tenga lugar.

Por otro lado, cabe mencionar que se elimina la prohibición de poner en circulación las obligaciones hasta la fecha en que se haya inscrito la escritura en el Registro correspondiente, lo que permitirá cerrar la suscripción y el desembolso de las emisiones de obligaciones en plazos inferiores y aliviará la presión que dicho requisito imponía tanto a los emisores como a los Registros Mercantiles (si bien se incluye para la emisión de obligaciones convertibles, lo que entendemos que obedece a un error y será subsanado).

En cualquier caso, sigue vigente al completo el régimen de exención de escritura pública en los supuestos actualmente previstos en el artículo 30 *ter* de la Ley del Mercado de Valores, con algún ajuste técnico menor.

## SUSCRIPCIÓN

En sede de suscripción de las obligaciones, llama la atención el hecho de que el ACM suprima la referencia a que esta implica la ratificación plena del contrato de emisión (tal como reza el artículo 409 de la Ley de Sociedades de Capital y mantiene el PLFFE), aunque consideramos que la motivación de esta preterición puede deberse más a que se considere una referencia innecesaria que a otra voluntad.

Además, al contrario de lo que ocurre en los aumentos de capital, el ACM prevé como norma la suscripción incompleta, de manera que cuando el emisor no quiera que la emisión pueda ser de un importe inferior a lo inicialmente previsto, deberá prever en el correspondiente acuerdo la necesidad de que la emisión sea suscrita íntegramente.



## ***OBLIGACIONES SUBORDINADAS Y ORDEN DE PRELACIÓN***

Ambos Proyectos eliminan el precepto tradicional recogido en la Ley de Sociedades de Capital relativo a la prelación de las emisiones de obligaciones anteriores sobre las posteriores, eliminando cualquier incertidumbre que pudiera restar respecto de su derogación tácita tras la entrada en vigor de la nueva legislación concursal. El ACM prevé, además, la posibilidad de emitir obligaciones subordinadas a la satisfacción de determinados créditos de la sociedad emisora o a la amortización de otras obligaciones de emisión posterior que no podrán estar garantizadas.

## ***PROTECCIÓN DE LOS OBLIGACIONISTAS***

Como medida de protección de los obligacionistas, el ACM prohíbe a la sociedad que haya emitido obligaciones acordar el reparto de dividendos o de cantidades a cuenta de dividendos, o acordar la reducción voluntaria del capital social, si el valor del patrimonio neto fuera o, a consecuencia del reparto, resultare ser inferior al valor de ese patrimonio a la fecha de la emisión de las obligaciones.

## ***OBLIGACIONES CONVERTIBLES Y OBLIGACIONES CANJEABLES***

En sede de obligaciones convertibles y canjeables, la primera cuestión a resaltar es que, al margen de completar el exiguo régimen de las obligaciones convertibles, el ACM incluye, por primera vez, una regulación independiente de las obligaciones canjeables. También se prevé que las sociedades anónimas y comanditarias por acciones podrán emitir otros valores que concedan a sus titulares el derecho a suscribir acciones u otros valores de la sociedad emisora o de otra dominada por ella.

Entre las cuestiones recogidas en el ACM, merece la pena destacar que las obligaciones canjeables por acciones de la propia sociedad emisora no pueden emitirse por importe superior al veinte por ciento del capital de la sociedad en el momento de la autorización o del diez por ciento si fuera cotizada, o que las acciones objeto de canje no podrán tener restringida la transmisibilidad (lo que quizás no tenga demasiado sentido en sede de sociedades no cotizadas).

Por lo que respecta a las obligaciones convertibles, el ACM permite, tanto para sociedades cotizadas como no cotizadas, que la junta general de accionistas pueda delegar en los administradores la facultad de acordar la emisión de obligaciones convertibles o canjeables en acciones de la propia sociedad emisora hasta una cifra determinada (que en ningún caso podrá ser superior a la mitad del capital de la sociedad en el momento de la autorización).

Por otro lado, se incluye un régimen de publicidad del informe del órgano de administración que justifica la emisión y explica las bases y modalidades de la conversión o el canje asimilable a los proyectos de fusión, esto es, su inserción en la página web (con publicidad en el BORME) o depósito en el Registro Mercantil, sin que se pueda publi-



car el anuncio de convocatoria de la junta general de accionistas mientras no se publique la inserción o depósito en el BORME.

Por último, cabe destacar que el ACM mantiene la previsión de ajuste de la relación de conversión en caso de aumentos del capital con cargo a beneficios o a reservas o de reducción del capital por pérdidas prevista en la Ley de Sociedades de Capital, si bien sujetándola a determinados requisitos dependiendo de si la emisión tiene relación de conversión fija o variable.

### ***EL COMISARIO***

El ACM –y, en menor medida, el PLFFE– introduce importantes modificaciones, tanto desde un punto de vista cuantitativo como cualitativo, en la regulación del comisario y del sindicato de obligacionistas (que se tratarán en el apartado siguiente).

En sede del comisario, los Proyectos exigen que este cuente con reconocida experiencia en materias jurídicas o económicas y que no tenga vinculación con la sociedad (especificando el ACM algunas situaciones en las que se entiende que hay vinculación), y reducen innecesarias cargas administrativas al suprimir la exigencia de que el comisario nombrado por el emisor necesite ser ratificado por el sindicato de obligacionistas.

Además, en la medida en que el comisario es el representante legal del sindicato de obligacionistas y el órgano de relación entre la sociedad y los obligacionistas, el ACM prevé un catálogo de obligaciones de información al comisario a cargo del emisor, como, por ejemplo, la remisión de la primera copia de la escritura de emisión o de la certificación acreditativa de las suscripciones efectuadas, de la identidad de los suscriptores y de las obligaciones que se hubieran adjudicado a cada uno de ellos. Además, el ACM concede al comisario la posibilidad de examinar, por sí o en unión de experto contable, toda la contabilidad de la sociedad desde la convocatoria de la junta general de accionistas o de requerir a los administradores que soliciten al auditor de cuentas de la sociedad la realización, con cargo a ésta, de los trabajos distintos a los de la auditoría de las cuentas anuales que interesen al sindicato, así como ciertas facultades extraordinarias en materia de rescate y reembolso de las obligaciones (como la ejecución de garantías).

Por último, los Proyectos reconocen expresamente que el comisario responderá frente a los obligacionistas y, en su caso, frente a la sociedad de los daños que cause por los actos realizados en el desempeño de su cargo sin la diligencia profesional la con que debe ejercerlo.

### ***EL SINDICATO DE OBLIGACIONISTAS***

Por lo que respecta al sindicato o asamblea de obligacionistas, se le dota de un régimen que se asemeja, a nivel conceptual, al de las juntas generales.

En particular, el ACM rebaja el derecho para pedir la convocatoria a los obligacionistas que representen, al menos, el uno por ciento de las obligaciones emitidas y no amortizadas, prevé un plazo de convocatoria de 15 días, la posibilidad de celebrar una



segunda convocatoria en un plazo de veinticuatro horas y le da la posibilidad a los obligacionistas de solicitar la ampliación del orden del día. Asimismo, exige que el acta de la asamblea sea notarial.

Al mismo tiempo, los Proyectos permiten a los obligacionistas asistir personalmente o hacerse representar por medio de otro obligacionista, pero prohíben la representación por los administradores de la sociedad (y, el ACM, por el comisario, lo que resulta paradójico dado que el ACM admite la representación de los accionistas por los administradores a condición de que se revelen los eventuales conflictos de interés) y se incluye una mayoría reforzada para decidir sobre las modificaciones del plazo o de las condiciones del reembolso del valor nominal, de la conversión o del canje.

### **LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES SUJETAS A LEY EXTRANJERA**

La ley aplicable a la emisión por sociedades españolas de obligaciones sujetas a una ley extranjera (generalmente la ley inglesa o la ley del Estado de Nueva York en el caso de los bonos de alto rendimiento) se determina en la actualidad aplicando las normas generales de derecho internacional privado (en definitiva, el Código Civil –*lex societatis*–, Roma I –*lex contractus*– y la Ley de Mercado de Valores –*lex mercatus*–), dando lugar a interesantes debates interpretativos y su correspondiente literatura jurídica.

Los Proyectos unifican estas reglas al establecer que:

- La ley española determinará, en todo caso, la capacidad, el órgano competente y las condiciones de adopción del acuerdo de emisión, así como, para el caso de las obligaciones convertibles, el valor al que se pueden emitir las obligaciones, los límites a la conversión y el régimen de exclusión del derecho de suscripción preferente (cabe añadir que el orden de prelación de las obligaciones en caso de insolvencia del emisor se regirá también por la legislación concursal española).
- La ley a la que se hayan sometido los términos y condiciones de la emisión regirá, por el contrario, los derechos de los obligacionistas frente al emisor, sus formas de organización colectiva y el régimen del reembolso y amortización de las obligaciones; y, en el caso de las obligaciones convertibles, el contenido del derecho de conversión (dentro de los límites establecidos por la ley española). De esta forma, si se sometiese la emisión a legislación extranjera, no sería necesario, por ejemplo, el nombramiento de comisario, sino que los derechos de los obligacionistas se regularán por lo que determine dicha legislación extranjera, consagrándose la interpretación ya completamente extendida en las emisiones de bonos sujetos a legislaciones extranjeras.

Como excepción, el PLFFE contempla que si sea necesaria la constitución de un sindicato de obligacionistas y el nombramiento de un comisario cuando la ley aplicable a los aspectos contractuales de la emisión sea la española o la de un estado no miembro de la Unión Europea o la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico y se realice la oferta pública de suscripción en España o se realice la admisión de las obligaciones en un mercado secundario oficial o sistema multilateral de negociación establecido en España.



#### **IV. ALGUNAS POSIBLES MEJORAS A LAS PROPUESTAS DE REFORMA DEL RÉGIMEN MERCANTIL DE LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES**

Si bien la regulación de la emisión de obligaciones contenida en los Anteproyectos constituye un avance muy importante en la puesta al día de esta materia que, de prosperar, contribuirán a facilitar la captación por las empresas y otras entidades españolas de financiación en los mercados de capitales de renta fija y a fomentar la emisión de obligaciones desde España, cabe apuntar algunos aspectos susceptibles de mejora que confiamos puedan ser considerados en la tramitación de estas normas.

##### ***ELIMINACIÓN DE LA NECESIDAD DE AUDITORÍA DE LAS CUENTAS ANUALES***

En primer lugar, llama la atención la introducción como nuevo requisito que las cuentas anuales de los emisores de obligaciones correspondientes a los dos últimos ejercicios cerrados anteriores a la emisión se encuentren auditadas, aprobadas y depositadas en el Registro Mercantil. Por un lado, se trata de una norma redundante dado que esta materia ya se encuentra regulada en la normativa del mercado de valores, que establece las situaciones en las que será exigible que dichas cuentas anuales se encuentren auditadas (pudiendo haber situaciones, por ejemplo, una eventual colocación privada de obligaciones entre un número reducido de inversores cualificados que no vayan a ser admitidas a negociación en ningún mercado, donde la normativa de ofertas de valores no impone la necesidad de auditoría de las cuentas anuales del emisor). Por otro, porque la exigencia de que las cuentas anuales del último ejercicio cerrado se encuentren no sólo auditadas, sino aprobadas y depositadas en el Registro Mercantil (error que también se arrastra en otras regulaciones) hace inviable que los emisores puedan emitir obligaciones en los primeros meses de cada ejercicio social, cuando la solución que arbitra en ese supuesto la normativa del mercado de valores es mucho más flexible y adecuada ya que permite emitir obligaciones siempre que las últimas cuentas anuales auditadas del emisor incluidas en el folle estén cerradas a una fecha comprendida dentro de los 18 meses anteriores a la fecha del folleto.

Este requisito podría entorpecer el desarrollo de ciertas emisiones más habituales en otras jurisdicciones. Al igual que en la financiación bancaria es habitual la creación de sociedades vehículo con un único o varios proyectos, no debería hacerse más complicada la creación de sociedades vehículo que pretendan su financiación a través de los mercados de capitales («*project bond*»).

##### ***AMPLIACIÓN DEL ALCANCE DE LA NORMA FISCAL***

De otra parte, aunque la Ley 10/2014 suprime la injustificada discriminación negativa de las sociedades no cotizadas y los entes públicos empresariales en el acceso al régimen fiscal de las emisiones de deuda por parte de entidades de crédito y sociedades cotizadas, caracterizado como hemos señalado anteriormente por la simplificación de los requisitos para que los inversores no residentes en España disfruten de la exención de retención a cuenta de impuestos españoles en los pagos de cupones, sería deseable





ampliar los beneficios de este régimen fiscal a otros emisores de naturaleza no societaria y que tampoco son entidades públicas empresariales, tales como, por ejemplo, ciertas corporaciones de derecho público que apelan regularmente a los mercados de capitales de deuda para financiar su actividad (véase, el caso de la Corporación de Reservas Estratégicas de Productos Petrolíferos) u otras entidades como clubes de fútbol, etc.

### ***SUPRESIÓN TOTAL DEL LÍMITE A LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES PARA TODO TIPO DE EMISORES***

También consideramos que sería positivo suprimir el límite a la emisión de obligaciones para todo tipo de emisores y no sólo para las sociedades anónimas y comanditarias por acciones, pero manteniéndolo con distintos niveles para sociedades limitadas, asociaciones y otros emisores no societarios. Las razones que avalan esta propuesta son las siguientes:

- En primer término, porque se trata de un límite virtualmente suprimido ante la diversidad de normas especiales que lo exceptúan en casos concretos (tales como los concesionarios de obras públicas –Ley 13/2003, de 23 de mayo–; las sociedades que realicen emisiones dirigidas a inversores cualificados o cuyo nominal o importe mínimo de suscripción sea de 100.000 euros –artículo 30 quater de la LMV–; y todas las sociedades que emitan deuda al amparo de la Ley 10/2014).
- En segunda instancia, porque obedece a una técnica de protección de los intereses de los acreedores obsoleta y anacrónica, que remonta su origen al siglo XIX<sup>2</sup>, y que por lo tanto no tiene sentido en el momento actual por diversos motivos:
  - (i) Porque al no imponer un límite equivalente al endeudamiento financiero ajeno a las emisiones de valores de renta fija (por ejemplo, el bancario o la financiación de proveedores), no garantiza en modo alguno la solvencia de la entidad emisora ya que su endeudamiento total puede ser muy superior al que se derive de las emisiones de obligaciones;
  - (ii) Porque la fijación de un nivel de endeudamiento máximo de los emisores de renta fija tampoco asegura su capacidad de repago porque no es posible fijar de antemano un porcentaje de apalancamiento tope aplicable con carácter general y a priori a los distintos emisores a través de los diversos ciclos económicos que pueden vivir;
  - (iii) Porque hay en la actualidad otros medios, inexistentes en el momento de concepción de esta regla, que resultan mucho más razonables y proporcionados para lograr la finalidad perseguida de protección de los inversores tales como la puesta a disposición del inversor con carácter previo a la suscripción de los valores de información completa sobre el emisor por medio de un folleto informativo que le permita formarse un juicio informado sobre

---

<sup>2</sup> No en vano, esta norma encuentra su origen en las leyes decimonónicas que autorizaban la emisión de obligaciones a las compañías de ferrocarriles en el siglo XIX (i.e., Ley General de Ferrocarriles de 3 de junio de 1855).



la inversión que se le propone, la eventual obtención por el emisor de una calificación crediticia así como la regulación del sindicato de obligacionistas y del comisario.

En consecuencia, esta exigencia constituye un lastre innecesario para los emisores de obligaciones distintos de las sociedades anónimas y comanditarias por acciones, quienes ven mermada indebidamente su capacidad de financiación en los mercados de capitales, lo que es especialmente grave en el actual período de contracción prolongada del crédito bancario.

### ***PREVALENCIA DE LA LIBERTAD DE PACTOS***

Creemos que, con carácter general, debería darse amplia prevalencia a la libertad de pactos entre el emisor del empréstito y los obligacionistas proveedores de la financiación a través de los términos y condiciones de las obligaciones emitidas, evitando la reiteración que hacen los Proyectos de preceptos tradicionales cuya naturaleza, imperativa o de supletoria para el caso de ausencia de pacto entre las partes, es discutible, y que carecen de sentido, como por ejemplo:

- la prohibición a la sociedad que haya emitido obligaciones de acordar el reparto de dividendos o de cantidades a cuenta de dividendos o la reducción voluntaria del capital social, si el valor del patrimonio neto fuera o, a consecuencia del reparto, resultare ser inferior al valor de ese patrimonio a la fecha de la emisión de las obligaciones;
- la previsión de ajuste de la relación de conversión de las obligaciones convertibles en caso de reducción del capital por pérdidas prevista en la Ley de Sociedades de Capital;
- la prohibición a la sociedad que haya emitido obligaciones convertibles de acordar la reducción del capital mediante condonación de dividendos pasivos o restitución de aportaciones a los accionistas, sin antes ofrecer a los obligacionistas la posibilidad de realizar la conversión durante un mes;
- la previsión de que la retribución a percibir por el comisario estén en función del importe de la emisión y no en función de otras variables libremente pactadas (complejidad de la estructura de emisión, requerimientos específicos de seguimiento de obligaciones de hacer o *covenants*, etc.).

### ***RÉGIMEN DE PUBLICACIÓN DEL INFORME DE BASES Y MODALIDADES Y EXCLUSIÓN DEL DERECHO***

Por último, nos parece desafortunada, al incrementar innecesariamente los procesos burocráticos y los plazos de emisión de obligaciones convertibles, la extensión que hace el ACM al informe de bases y modalidades de la conversión y, en su caso, de exclusión del derecho de suscripción preferente del régimen de publicación en la página web corporativa e inserción en el Boletín Oficial del Registro Mercantil de los proyectos de ope-



razones de modificación estructural, que resulta completamente injustificada máxime cuando en otros supuestos en los que se requiere la elaboración por los administradores de la sociedad de informes justificativos de acuerdos que se sometan a la junta general de accionistas es suficiente con que se pongan a disposición de los accionistas coincidiendo con la convocatoria de la reunión.