

CONTABILIDAD

**ESTUDIO DE LA PROBLEMÁTICA DE
LAS OBLIGACIONES CONVERTIBLES
COMO INSTRUMENTO DE
FINANCIACIÓN EMPRESARIAL**

**Núm.
6/2003**

**MARÍA ALVARADO
FRANCISCA ANGUITA
ROSA OLÍAS DE LIMA
BEATRIZ TORVISCO**

Universidad Rey Juan Carlos

Extracto:

EN el presente trabajo se aborda la normativa que regula las obligaciones convertibles como instrumento de financiación de las empresas. Se analiza el aspecto mixto de estos títulos que, dada su convertibilidad, participan de las características tanto de financiación ajena como propia. Se incide especialmente en las cuestiones y problemas que surgen en la emisión y conversión de estos empréstitos, así como en la controversia existente a la hora de solucionarlos.

Sumario:

- I. Introducción.
 - II. Las obligaciones y los mercados de capitales.
 - III. Las obligaciones y el euro.
 - IV. Algunas consideraciones sobre las obligaciones convertibles.
 - V. Problemática de la emisión de obligaciones convertibles.
 - VI. Análisis de la problemática de la conversión.
 1. Aspectos generales de la ampliación de capital.
 2. Relación de conversión fija o variable.
 - 2.1. La relación de conversión fija.
 - 2.2. La relación de conversión variable.
 3. Derecho de suscripción preferente.
 4. Operaciones societarias que pueden influir en los derechos de accionistas y obligacionistas, y medidas de protección de estos derechos.
 5. Tratamiento fiscal de las operaciones de conversión de obligaciones convertibles.
 - VII. Conclusiones.
- Bibliografía.

I. INTRODUCCIÓN

A la hora de financiar la estructura fija de la empresa, que incluiría tanto el activo fijo como el fondo de maniobra, la dirección debe plantearse la siguiente pregunta: ¿financiación mediante aportaciones al capital o mediante un crédito a largo plazo?

Las operaciones de financiación, en palabras de TORRES ESCÁMEZ (1992, 29), se suelen dividir «entre aquellas que aportan fondos con vínculo de capital y aquellas otras que los aportan con vínculo de crédito. En el primer caso, los socios deben entregar más bienes a la sociedad o permitir la entrada de nuevos socios. En el segundo caso, se tiene que acudir al crédito de la banca o del público en general mediante la emisión de títulos en masa».

La respuesta a la cuestión planteada estará en función de algunos factores que dependen de la propia empresa, y de otros que se ven afectados por agentes exógenos a la misma. Así, tal y como expone RIVERO ROMERO (1999, 201), «La utilización por parte de las empresas de crédito a largo plazo o flujos de expansión debe responder a una adecuada planificación financiera...». No obstante hay que señalar la reticencia del mercado a conceder créditos a largo plazo.

Si nos situamos desde el punto de vista de un inversor potencial, y siguiendo a MCCOY (1995, 117), una de las principales diferencias entre el mercado de acciones y de obligaciones es que este último puede ser muy rígido. Además las obligaciones pueden tener un precio poco atractivo o, por el contrario, muy atractivo pero otros atributos o características no atractivos. Por otra parte, según RIVERO ROMERO, en relación con la rentabilidad, la del accionista estará supeditada a la obtención de resultados positivos, y además asume las pérdidas derivadas de la gestión. Por el contrario, la rentabilidad del obligacionista no depende de este factor, ya que ésta es fija. Sin embargo, una de las desventajas de las obligaciones es el riesgo de morosidad o incobrabilidad, acentuado en empresas pequeñas o medianas y que ha excluido a dichas sociedades de esta forma de financiación. Incluso en la legislación española, según señala URÍA (1997, 469), se ha prohibido esta posibilidad a las sociedades de responsabilidad limitada, a las personas físicas y a las sociedades civiles, colectivas y comanditarias simples.

En lo que se refiere a la administración de la empresa, los accionistas pueden censurarla ya que tienen derecho de voto, mientras que los obligacionistas no. No obstante, «... las dificultades que están encontrando las sociedades para colocar estos títulos en los mercados financieros está haciendo evolucionar considerablemente el contenido de los derechos de las obligaciones, lo que evidentemente reduce las desviaciones que clásicamente existían entre acciones y obligaciones» (RIVERO ROMERO, 1999, 210).

Desde la óptica de la empresa, alguna de las ventajas que puede tener este tipo de financiación frente a las ampliaciones de capital es el tratamiento fiscal de la rentabilidad de estos valores; de acuerdo con MASCAREÑAS (1995, 30), mientras que la rentabilidad de las acciones, los dividendos, no es un gasto fiscalmente deducible y no lo va a ser en ningún momento, la rentabilidad de las obligaciones, el cupón, es considerada a efectos fiscales como un gasto financiero del ejercicio, y por tanto deducible.

Con respecto a la alternativa entre financiación propia y ajena, nuestro objetivo al abordar este artículo es analizar las obligaciones convertibles, ya que son títulos que pueden participar de las características de ambos tipos de financiación. En concreto vamos a centrarnos en los siguientes aspectos:

- Análisis global de la normativa que regula las obligaciones convertibles.
- Análisis de las principales controversias existentes en relación con las operaciones societarias relacionadas con la emisión y la conversión de las obligaciones. En este sentido, nuestro trabajo se ha centrado en el estudio de la problemática de la ampliación de capital, del derecho de suscripción preferente y de las formas de fijar la relación de conversión de obligaciones en acciones.

II. LAS OBLIGACIONES Y LOS MERCADOS DE CAPITALES

En una primera aproximación, por el término de obligaciones vamos a entender, siguiendo los postulados de SÁNCHEZ CALERO (1996, 632), los valores mobiliarios emitidos por una sociedad como consecuencia de la realización de un empréstito, que reconocen la existencia de una deuda para la sociedad emisora.

Las obligaciones son activos financieros de renta fija, en cuanto suponen un contrato que concede al inversor el derecho a percibir en el futuro ciertos flujos de caja previamente especificados que deberán ser satisfechos por el emisor de estos títulos. Estos valores se emiten en el mercado de capitales por agentes, tanto públicos (obligaciones del Estado que se emiten en el mercado de deuda del Estado) como privados (obligaciones empresariales), y tienen plazos normalmente superiores a cinco años.

Podemos hablar de *obligaciones del Estado y empresariales*; de *obligaciones principales* (cuando el pago del cupón es obligatorio), *subordinadas* (si el pago del cupón se supedita a la obtención de beneficios), *convertibles* (las que conllevan la posibilidad de transformarse en acciones), *garantizadas* (si incorporan algún tipo de garantía especial, por ejemplo cuando la emisión de una filial viene garantizada por su empresa matriz), *hipotecarias* (aquellas garantizadas por un activo concreto propiedad del emisor), *con «warrant»* (cuando conceden el derecho de comprar acciones de la sociedad emisora a un precio y durante un plazo prefijados), *con cupón cero* (si se emiten al descuento y no pagan ningún cupón entregando únicamente el nominal a la fecha de vencimiento), *participativas* (las que conceden el derecho a participar de los beneficios de la sociedad si éstos superan una cantidad determinada), *obligaciones indicadas o indexadas* (aquellas cuyos cupones varían con arreglo a un índice que se toma como referencia), *internacionales simples* (las emitidas en moneda nacional por un prestatario extranjero y vendida íntegramente en el país en cuya moneda se emite); etc. (MASCAREÑAS, 1995, 7-33).

Centrándonos en las obligaciones empresariales, la emisión de estos títulos es una de las alternativas que ofrece el mercado para obtener financiación ajena a largo plazo. Tal y como destaca RIVERO ROMERO (1999, 208), la emisión de obligaciones es una fórmula tradicional de financiación para las grandes sociedades cuya colocación en nuestro país se ha visto muy favorecida a través del denominado ahorro institucional.

Aquellas podrán representarse mediante títulos o anotaciones en cuenta. Las representadas mediante títulos podrán ser nominativas o al portador, tendrán fuerza ejecutiva y podrán ser transferibles. Las representadas mediante anotaciones en cuenta se registrarán por la normativa reguladora del mercado de valores (MASCAREÑAS, 1995, 31).

La organización actual de los mercados de valores españoles está encomendada a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (en adelante CNMV). Esta Comisión fue creada a partir de la actual Ley del Mercado de Valores. Según consta en la exposición de motivos de esta ley, la CNMV es una entidad de derecho público con personalidad jurídica propia que tiene encomendada la colaboración en la ordenación, la supervisión e inspección de los mercados primarios y secundarios ¹ de valores.

La regulación más significativa sobre la emisión obligaciones está contenida en:

- El Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas (en adelante TRLSA ²) (arts. 282 a 310): aplicable para todas las sociedades anónimas y sociedades comanditarias por acciones ³.
- La Ley 211/1964, de 24 de diciembre, sobre la regulación de la emisión de obligaciones por sociedades que no hayan adoptado la forma de anónimas, asociaciones y otras personas jurídicas y la constitución del Sindicato de Obligacionistas: esta ley es aplicable a la emisión de obligaciones por parte de asociaciones y otras personas jurídicas de naturaleza mercantil distintas de las sociedades anónimas y comanditarias por acciones, reguladas por el TRLSA, y de las sociedades de responsabilidad limitada, colectivas y comanditarias sim-

ples. Estos tres últimos tipos de sociedades no pueden emitir empréstitos de obligaciones desde la entrada en vigor de la Ley 2/1995 de Sociedades de Responsabilidad Limitada. Esta ley prohibió también la emisión de obligaciones a las personas físicas y a las sociedades civiles.

- El Reglamento del Registro Mercantil (arts. 310 a 319) donde se regula la inscripción en este Registro de las emisiones de obligaciones.
- La Ley del Mercado de Valores que regula, según queda reflejado en su artículo 2.º, todos los valores negociables emitidos por personas o entidades, públicas o privadas, y agrupados en emisiones, así como los contratos de cualquier tipo que sean objeto de negociación, o susceptibles de ser negociados, en un mercado secundario ⁴.
- El Real Decreto 291/1992, de 27 de marzo, sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores.

Los principales requisitos para la emisión de un empréstito de obligaciones, que se desprenden de las normas anteriores son los siguientes:

A) Requisitos impuestos por la Ley del Mercado de Valores: según queda recogido en el artículo 25, en general, la emisión no requerirá autorización administrativa previa. No obstante, quedan sometidas a este tipo de autorización, por parte de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, aquellas emisiones que tengan un plazo de vencimiento superior a dieciocho meses y en cuyos valores concorra, además, alguna de las circunstancias siguientes ⁵:

- Carecer de rendimiento explícito.
- Conceder un rendimiento explícito inferior al que resulte de aplicar el tipo previsto en el artículo 3.º, número 1, de la Ley 14/1985, de 29 de mayo, sobre Régimen Fiscal de determinados Activos Financieros, de acuerdo con la nueva redacción dada por la disposición adicional octava de la Ley 26/1988, de 29 de junio, sobre disciplina e intervención de las Entidades de Crédito.

B) Requisitos impuestos por la CNMV ⁶:

- Comunicación a la CNMV del proyecto de emisión.
- Aportación a la CNMV de los documentos que acrediten el acuerdo de emisión, las características de los valores emitidos y los derechos y obligaciones de sus tenedores.
- Existencia y registro de una auditoría de cuentas de los estados financieros del emisor realizada por un profesional inscrito en el Registro Oficial de Auditores de Cuentas.
- Presentación a la CNMV de un folleto informativo sobre la emisión proyectada.

C) *Requisitos impuestos por el Registro Mercantil*: se deberá proceder a la inscripción de la emisión de las obligaciones, haciendo constar en la misma (RD 1784/1996, arts. 310 y 311):

- La denominación de la sociedad, el capital social desembolsado, la cifra de valoración de sus bienes y, en su caso, el importe de las reservas que figuran en el último balance aprobado y de las cuentas de regularización y actualización de balances aprobadas por el Ministerio de Economía y Hacienda.
- El importe total de la emisión y la serie o series de los valores que deban lanzarse al mercado, indicando si se representan por medio de títulos o por medio de anotaciones en cuenta.
- Las condiciones de la emisión, la fecha en que deba abrirse la suscripción y el plazo para su realización.
- El valor nominal, los intereses, vencimientos, primas y lotes de las obligaciones.
- Las garantías de la emisión, con mención de sus datos identificadores y, en su caso, el Registro público donde se ha inscrito la hipoteca o la entidad depositaria de los efectos pignorados.
- La constitución del Sindicato de obligacionistas, sus características y normas de funcionamiento, con indicación de su primer presidente.
- Las reglas fundamentales que hayan de regir las relaciones entre la sociedad y el Sindicato ⁷.

Una vez agotada la suscripción de obligaciones o transcurrido el plazo convenido para ésta, se hará constar al margen de la inscripción de la emisión en el Registro Mercantil el importe efectivamente suscrito en virtud de acta notarial en la que el administrador de la sociedad manifieste bajo su responsabilidad la veracidad de dicha afirmación y a la que se incorporarán, en su caso, las matrices de los títulos emitidos.

También deberán inscribirse en el Registro Mercantil (RD 1784/1996, arts. 312-319):

- El acuerdo por el que se confirme en el cargo de Presidente al Comisario o el nombramiento de la persona que habrá de sustituirle, una vez celebrada la primera reunión de la Asamblea general de obligacionistas, y todo cambio posterior en la titularidad del cargo de Presidente.
- El Reglamento del Sindicato y toda revisión posterior acordada.
- Toda modificación en las condiciones de la emisión.
- La delegación de la facultad de acordar la emisión de obligaciones.
- La cancelación de la inscripción de la emisión.

Por su parte, la admisión a negociación de un empréstito de obligaciones convertibles en un mercado secundario también tiene sus implicaciones (Ley 24/1998, art. 35):

- Las entidades emisoras de obligaciones admitidas a negociación en algún mercado secundario oficial deberán someter anualmente a auditoría de cuentas sus estados financieros.
- Estas entidades, además, deberán hacer público, con carácter trimestral, un avance de sus resultados y otras informaciones relevantes y, con carácter semestral, deberán publicar sus estados financieros completos con un detalle similar al requerido para sus cuentas anuales.

III. LAS OBLIGACIONES Y EL EURO

A partir del uno de enero de 2002 todas las emisiones de obligaciones deben realizarse en euros y también deberán estar expresadas en esta unidad monetaria todas las preexistentes, dado que una vez finalizado el período de transición, el 28 de febrero de 2002, la peseta deja de ser moneda de curso legal.

IV. ALGUNAS CONSIDERACIONES SOBRE LAS OBLIGACIONES CONVERTIBLES

Las obligaciones convertibles, en palabras de TORRES ESCÁMEZ (1992, 29), son «... aquella modalidad de las obligaciones en que el obligacionista, en la forma y condiciones establecidas en la escritura de emisión, puede decidir mediante su sola voluntad integrarse como socio en la sociedad emisora, en cuyo momento quedan extinguidas las obligaciones y su importe aplicado como contravalor de las acciones que adquiere». Por tanto, estamos de acuerdo con FERNÁNDEZ DEL POZO cuando establece que las obligaciones convertibles son «valores híbridos»⁸, dado que son títulos de reconocimiento de deuda que, en un futuro, y según decisión del propietario u obligacionista, se convertirán en un título de propiedad o acción, acto en el que se extingue la condición de acreedor y se adopta la de socio o accionista.

Podemos distinguir las ventajas que tiene esta fórmula mixta de financiación desde el punto de vista del obligacionista o inversor y desde el punto de vista de la empresa emisora. El obligacionista se va a beneficiar de la relación previa que mantiene como acreedor, antes de pasar a ser accionista. Asimismo, le permite combatir los efectos que la inflación suele tener sobre este tipo de valores al poder transformarlos en valores de renta variable a voluntad, y además en condiciones normalmente más ventajosas que si se compraran en el mercado secundario.

Desde el punto de vista de la empresa emisora, las ventajas de una emisión de obligaciones convertibles se pueden resumir en las siguientes:

- El interés de este tipo de financiación suele ser menor que el de mercado, ya que el atractivo de estos títulos estriba más en su condición de conversión en acciones y no tanto en su rentabilidad.
- En el caso de que no fuera viable la colocación directa de una ampliación de capital, la emisión de este tipo de obligaciones puede permitir su colocación indirecta.
- Convierte en más atrayente un producto financiero dado que concede al inversor la posibilidad de evaluar la situación antes de vincularse a la empresa como socio.

V. PROBLEMÁTICA DE LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES CONVERTIBLES

La emisión de obligaciones convertibles debe cumplir una serie de requisitos recogidos en el TRLSA: los contenidos en los artículos 282 al 286, que afectan a la emisión de todo tipo de obligaciones, y el artículo 292 que afecta exclusivamente a la emisión de obligaciones convertibles.

En cuanto a los requisitos generales, podemos esquematizar los siguientes aspectos:

A) Importe de la emisión: el TRLSA estipula que se podrán emitir obligaciones por un importe total que no sea superior al capital social desembolsado más las reservas constituidas en el último balance aprobado más las cuentas de regularización y actualización de balances establecidas por la normativa legal. No se establece a qué valor se refiere el TRLSA al hablar del importe total de las obligaciones, si bien en nuestra opinión, que compartimos con BESTEIRO y GIL (1992, 144), sería el de reembolso, que es el compromiso de la empresa emisora.

B) Protección al obligacionista: el TRLSA establece la obligatoriedad de crear un sindicato de obligacionistas. La existencia del mismo supone una protección al propietario de obligaciones, ya que según el artículo 300 del TRLSA la asamblea de obligacionistas, formalmente representada por el Comisario, está facultada para acordar lo necesario de cara a la mejor defensa de los legítimos intereses de los obligacionistas frente a la sociedad emisora. De esta forma, las modificaciones en las condiciones del empréstito no serán impuestas de forma unilateral por la sociedad. Esta protección se extiende hasta la amortización de las obligaciones (BESTEIRO y GIL, 1992, 146).

C) Garantías: se incluye la opción de otorgar una garantía real a favor de los obligacionistas, en cuyo caso, y excepto en la realizada con prenda sin desplazamiento, el límite máximo de la emisión queda sin efecto⁹. Esta garantía especial es de naturaleza voluntaria, y puede afectar a las condiciones de la emisión ya que, tal como indica MASCAREÑAS (1996, 40), a menores garantías mayor riesgo y a mayor riesgo mayor debe ser el rendimiento ofrecido para colocar la emisión.

D) Escritura y anuncio de la emisión: dado que la obligación es un contrato de financiación entre la empresa emisora y el inversor, las principales condiciones de la emisión deben quedar reflejadas en escritura pública (MASCAREÑAS, 1996, 31). Esta escritura debe contener los datos que establece el artículo 285 del TRLSA y ser inscrita en el Registro Mercantil, obligación impuesta por el artículo 94.8 del RRM. Asimismo, será necesario realizar la inscripción de esta escritura en otros registros, en su caso, por el efecto de las garantías (por ejemplo Registro de la Propiedad) (SÁNCHEZ, 1994, 573). Será requisito previo a la suscripción el anuncio de la emisión en el Boletín Oficial del Registro Mercantil.

Es necesario que la emisión se dé a conocer al público, lo cual se consigue a través de la intervención de intermediarios financieros. Según GARRIGUES ¹⁰, dicha participación puede ser de tres tipos:

- a) Arrendamiento de servicios. En este caso sólo se ceden las instalaciones y la organización del intermediario para llevar a cabo la colocación.
- b) Contrato de comisión mercantil. El intermediario es el encargado de colocar la emisión por cuenta y en nombre de la empresa emisora, cobrando una comisión.
- c) Mandato de garantía. El intermediario asume la obligación de asegurar la colocación del empréstito.

En la emisión, el único artículo del TRLSA que afecta exclusivamente a las obligaciones convertibles es el 292. Los requisitos que se establecen son en tres sentidos:

A) Valor de las obligaciones convertibles: «Las obligaciones convertibles no pueden emitirse por una cifra inferior a su valor nominal. Tampoco pueden ser convertidas obligaciones en acciones cuando el valor nominal de aquéllas sea inferior al de éstas». De forma indirecta, esta restricción hace referencia al «principio de realidad» del capital social que se enuncia en nuestra legislación como la prohibición de emitir acciones bajo la par. En nuestro caso, una obligación convertible emitida bajo la par, supondría que la acción en la que se va a convertir sería emitida también bajo la par (BESTEIRO y GIL, 1992, 157).

B) Informes: los administradores deberán redactar con anterioridad a la convocatoria de la Junta un informe en el que se incluyan las bases y modalidades de la conversión. Este informe deberá ser revisado por los auditores. Con relación al informe de los auditores, el Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas emitió con fecha 23 de octubre de 1991 la norma técnica de elaboración del Informe Especial de emisión de obligaciones convertibles, supuesto establecido en el artículo 292 del TRLSA. Los objetivos del informe del auditor se pueden resumir en dos:

- a) Verificar la información contenida en el informe de los administradores: inclusión de la información que se considera necesaria para un obligacionista potencial, justificación de la exclusión del derecho de suscripción preferente en la ampliación para la conversión, e información contable utilizada para calcular el valor de las acciones a emitir.

b) Verificar los valores establecidos para esta operación; por un lado, deberá comprobar que el valor de emisión de las obligaciones no está por debajo de su nominal; por otro, que el valor nominal de las obligaciones no está por debajo del valor nominal de las acciones en las que se van a convertir.

C) *Condiciones de la conversión en acciones:* la Junta ha de fijar las bases y modalidades de la conversión y debe acordar aumentar el capital en la cuantía necesaria. Debido a la importante incertidumbre que supone este requisito, vamos a analizarlo en el epígrafe siguiente.

VI. ANÁLISIS DE LA PROBLEMÁTICA DE LA CONVERSIÓN

1. Aspectos generales de la ampliación de capital.

La emisión de un empréstito de obligaciones convertibles en acciones por una sociedad anónima supone aprobar en Junta general de accionistas, junto con dicha emisión, la posterior ampliación de capital social necesaria para realizar la conversión. En esta Junta, los Administradores deben presentar un informe explicando las bases y modalidades de la conversión que irá acompañado de otro de los Auditores de cuentas, como acabamos de mencionar.

Esta ampliación de capital supone una modificación sustancial de la posición jurídica de los obligacionistas frente a la sociedad ya que éstos dejan de ser acreedores y pasan a ser accionistas, suponiendo esto, evidentemente, unos derechos distintos de los que tenían hasta ese momento. Por otro lado, para la sociedad también supone un cambio importante pues disminuye el pasivo exigible aumentando a su vez los recursos propios y, como consecuencia, mejora su situación financiera.

En efecto, a la hora de analizar la situación patrimonial de la empresa mediante el estudio de los ratios tradicionales, tras la conversión de las obligaciones en acciones, ciertos ratios ofrecerán datos más favorables que antes de la ampliación de capital ¹¹. En concreto podemos destacar las siguientes:

- Ratios de solvencia.

Coefficiente de garantía o de solvencia = Activo real / Pasivo exigible.

Coefficiente de autonomía financiera = Capitales propios / Deudas totales.

Ratio de endeudamiento = (Pasivo exigible total / Capitales propios) × 100.

- Ratios de liquidez (cuando una parte del empréstito esté clasificada a corto plazo).

Ratio de solvencia a corto plazo = Activo circulante / Pasivo circulante.

Ratio de liquidez = Tesorería / Pasivo circulante.

- Ratios de estructura.

Neto / Pasivo total.

Pasivo exigible / Pasivo total.

Sin embargo, también existirían determinadas ratios que pueden verse perjudicadas por la conversión, por ejemplo la ratio de rentabilidad financiera (Beneficio antes de impuestos / Fondos propios) que reflejaría un resultado menor.

Las especiales circunstancias en que se desarrolla esta ampliación de capital, así como su finalidad concreta, conllevan la existencia de ciertas características inherentes a este tipo de aumento, entre las que nos parece importante destacar las siguientes:

A) Se trata de «... un aumento de capital diferido...» (RIVERO ROMERO, 1999, 220). Efectivamente es una ampliación de capital diferida pues se aprueba, como hemos dicho, en la Junta general que decide sobre la emisión del empréstito de obligaciones y, sin embargo, su ejecución queda pendiente hasta que los obligacionistas van solicitando la conversión en el momento que consideran oportuno, siempre dentro del plazo máximo que determine la Junta para llevar a cabo dicha conversión; este plazo máximo suele coincidir con la fecha límite de amortización de las obligaciones.

La norma general para realizar la conversión, «salvo que la Junta general acuerde otro procedimiento...» (art. 294.1 TRLSA), establece que la sociedad deberá realizar una ampliación de capital el primer mes de cada semestre¹² para convertir las obligaciones de aquellos titulares que hayan solicitado la conversión en el semestre anterior. Sin embargo, la sociedad está facultada para fijar un calendario de conversión con fechas o períodos predeterminados e, incluso, puede desarrollarse un sistema mixto. Tal es, por ejemplo, el caso de la sociedad anónima SP Investment (TAPIA, 1994, 1.174) en la que se establece una primera fecha fija para convertir, a partir de la cual los obligacionistas pueden solicitar la conversión en cualquier momento.

B) Como consecuencia, la ampliación de capital social se realizará normalmente en varias fases, a medida que los obligacionistas lo vayan solicitando. También puede ocurrir que la ampliación no llegue a realizarse o, al menos, no por el importe total aprobado en Junta general de accionistas, porque parte de los obligacionistas no soliciten en ningún momento la conversión y obtengan, llegado el vencimiento, el reembolso de su crédito.

C) La modificación de la cifra de capital requiere la modificación de los estatutos sociales y su inscripción en el Registro Mercantil. Como establece el artículo 294.1 del TRLSA, se realizará la ampliación de capital y, dentro del mes siguiente, se realizará la inscripción registral. En este sentido, se rompe con la norma general que establece la inscripción simultánea del acuerdo de ampliación de capital y de su ejecución.

D) El TRLSA no establece limitación alguna en cuanto al tipo de acciones en que se deben convertir las obligaciones. Es por eso por lo que se entiende que las obligaciones se pueden convertir tanto en acciones ordinarias como en acciones sin voto e, incluso, en acciones privilegiadas ¹³. Sí hay que tener en cuenta, cuando se conviertan en otro tipo de acciones distintas a las ordinarias, las limitaciones que establece el TRLSA ¹⁴ en cuanto al importe máximo de acciones que pueden emitirse.

E) En este tipo de ampliación de capital normalmente se colocan las acciones con prima, aunque puede darse alguna ventaja a los titulares de las obligaciones estipulando, en su caso, algún descuento en el valor de las acciones con respecto a su valor de cotización en bolsa, de manera que resulten atractivas tanto la emisión como la conversión de las obligaciones.

F) En lo que se refiere a la problemática del desembolso total o parcial del capital social, una característica de este tipo de ampliación de capital es que no se exige que las anteriores emisiones de acciones estén íntegramente desembolsadas, puesto que la ampliación no tiene por objeto recibir nuevas aportaciones dinerarias ¹⁵. Sin embargo, debemos considerar que, si bien en la misma ampliación de capital no se reciben nuevos recursos financieros (simplemente se evita la salida de liquidez para el reembolso a los obligacionistas), se van a convertir en acciones unos títulos que en el momento de su emisión representaron una aportación dineraria al patrimonio social, luego en este sentido se estaría evitando este requisito de las ampliaciones de capital.

También es importante destacar que las acciones emitidas y entregadas al realizar la conversión quedan totalmente desembolsadas porque así lo están las obligaciones amortizadas a cambio, por tanto, y en primer lugar, se cumple el requisito del desembolso mínimo del 25 por 100 del valor nominal y del 100 por 100 de la prima de emisión que exige el TRLSA y, en segundo lugar, no impiden posteriores ampliaciones de capital en las que se reciban nuevas aportaciones dinerarias ya que están totalmente desembolsadas.

No obstante, puede que en el aumento de capital social el obligacionista deba entregar un complemento en efectivo como consecuencia de las diferencias de valoración existentes entre acciones y obligaciones y, en este caso, sí se produciría una aportación dineraria en el momento de la ampliación que afectaría a los aspectos mencionados, esto es, por un lado, a la necesidad de realizar el total desembolso de anteriores emisiones para recibir esas aportaciones dinerarias, por otro lado, al desembolso mínimo a realizar y, por último, al total desembolso de las acciones emitidas para poder realizar otras emisiones por aportaciones dinerarias en el futuro. Normalmente esos complementos en efectivo son importes pequeños en relación con el total y suelen además quedar totalmente desembolsados. En consecuencia, el desembolso mínimo legal queda cubierto con creces.

G) En el momento de realizar la ampliación para la conversión de las obligaciones se atenderá a las condiciones aprobadas por la Junta general de accionistas en el acuerdo de emisión en cuanto a relación de conversión y valoración de acciones y obligaciones. Estas condiciones, que afectarán a las conversiones que se realicen y al momento en que éstas se produzcan, dependerán del objetivo y los intereses que tenga la empresa al establecerlas (CONSO, 1984, 85).

El TRLSA deja libertad a la empresa a la hora de establecer las bases de la conversión pero debemos recordar en este punto que el artículo 292.3 establece, como ya vimos, unas limitaciones en cuanto a la emisión y conversión de obligaciones en acciones cuya finalidad es la de respetar el «principio de realidad del capital social» como se ha mencionado anteriormente.

En el siguiente epígrafe analizaremos las posibilidades que existen al respecto y la controversia subsiguiente.

2. Relación de conversión fija o variable.

Como ya hemos visto, el artículo 292.1 del TRLSA establece que la Junta general ejercerá la facultad de establecer las bases y modalidades de la conversión precisamente en el momento del acuerdo de emisión del empréstito.

Las bases de la conversión, criterios a partir de los cuales se calcula el valor que se atribuirá a las acciones y obligaciones para llevarla a cabo, nos conducen al problema del establecimiento de la relación de conversión. Existen dos procedimientos para establecer el número de acciones que deberán entregarse por cada obligación o grupo de ellas que ejerzan la facultad de conversión: la relación de conversión fija y la variable.

2.1. La relación de conversión fija.

Cuando se opta por una relación de conversión fija, desde el momento de la emisión, se conoce con exactitud el valor que tendrán las acciones y las obligaciones a efectos de la conversión y, por tanto, se puede establecer con precisión y de forma apriorística una proporción fija e invariable del número de acciones que corresponden por cada obligación o grupo de obligaciones que se conviertan. Este modelo de conversión supone importantes ventajas tanto para la sociedad emisora como para el inversor [como afirman GARCÍA DE ENTERRÍA (1987, 269) y TAPIA HERMIDA (1994, 1.109-1.110)]:

- *Para la sociedad emisora:* «Permite en ciertos supuestos realizar una operación diferida sobre el capital en mejores condiciones que a través de un aumento ordinario» (GARCÍA ENTERRÍA, 1987, 269). Es decir, la empresa podrá emitir las acciones a un precio superior al que le permitiría el mercado en el momento de la emisión del empréstito. Si debido a una coyuntura depresiva general del mercado bursátil, o en un momento de infravaloración de las acciones de una sociedad en fase de rápida expansión, el valor de las acciones en el mercado es menor que el que la empresa les atribuye en un futuro más o menos próximo, la emisión de obligaciones convertibles con una relación de cambio fija se presenta como el instrumento más conveniente para la obtención de recursos propios (aunque en un primer

momento se articule como financiación ajena). Así, fijando un precio de conversión superior al valor de mercado existente en el momento de la emisión, la sociedad coloca indirectamente acciones a un precio mayor al que el mercado está dispuesto a ofrecer al emitirse el empréstito.

- *Para los suscriptores:* si la cotización de las acciones sube en el momento de la conversión se encontrarán en una situación que les permitirá obtener fuertes ganancias, puesto que su valoración, al ser fija, no se verá afectada por este hecho. Además, sus riesgos se ven claramente limitados pues siempre tienen la opción de no convertir. Esta posibilidad dota a las obligaciones convertibles con relación fija de un fuerte carácter especulativo, ya que facultan al inversor para suscribir acciones a un precio fijo y predeterminado en el momento de la emisión, que puede ser inferior al existente en el momento de la conversión si la cotización de las acciones en el mercado secundario ha evolucionado favorablemente.

Este criterio de conversión es el seguido mayoritariamente fuera de España. Es más, en muchos países, la utilización de la relación de conversión variable es legalmente imposible, dado que la legislación presupone en su normativa (y por tanto impone) la relación de conversión fija.

En lo que se refiere a nuestro país, la doctrina no es unánime. Algunos tratadistas sostienen que el TRLSA sólo permite la emisión de obligaciones convertibles con relación de conversión fija e invariable ¹⁶. A continuación exponemos los argumentos que estos autores esgrimen a favor de esta postura:

- La exigencia de acordar la ampliación de capital en la cuantía necesaria en el momento de la adopción del acuerdo de emisión de las obligaciones convertibles: este requisito de emisión, que obliga a dejar acordada simultáneamente la ampliación de capital, es fácilmente justificable como un medio de garantía para los obligacionistas, con objeto de evitar que, por omisión o demora de la Junta general o del Consejo de administración en deliberar la ampliación de capital necesaria, se vea obstaculizada la conversión de las obligaciones. El hecho de tener que determinar la cuantía necesaria es interpretado por estos autores como la presunción de la existencia de una relación de conversión fija que permita la obtención de la incógnita con una simple operación aritmética. La utilización de una relación variable haría imposible conocer *a priori* el número máximo de acciones que deberían emitirse, pues este dato dependerá de la valoración de las acciones.
- La existencia de las normas que establece el artículo 294.2 del TRLSA respecto a la modificación de la relación de cambio en caso de aumento de capital con cargo a reservas o reducciones de capital por compensación de pérdidas, ya que esta normativa sólo tiene sentido en un contexto de relación de conversión fija. Por tanto, parece que, de forma implícita, el TRLSA se decanta por esta opción.
- El hecho de que este criterio de conversión sea el utilizado en el resto de Europa y que se ajuste al derecho comunitario.

2.2. La relación de conversión variable.

Esta modalidad de conversión consiste en establecer en la escritura de emisión del empréstito, no una valoración fija de acciones y obligaciones, sino el criterio de valoración que se aplicará en el momento de la conversión. En consecuencia, cuando se emiten las obligaciones convertibles en acciones se establece cómo se valorarán ambos tipos de títulos para, en función de ello, calcular el número de acciones que se recibirán a cambio de las obligaciones que se conviertan. El criterio más habitual supone valorar las obligaciones por su nominal (o reembolso) más, en su caso, el importe de los intereses devengados hasta la fecha de la conversión, y las acciones por su cotización media en el mercado secundario durante un período de tiempo determinado previo a la conversión y, en algunos casos, con un tanto por ciento fijo de descuento. En caso de producirse resultados fraccionarios se redondeará por exceso o por defecto hasta completar un número entero de títulos, abonándose las diferencias en efectivo.

Las ventajas de adoptar este procedimiento de conversión, según GARCÍA DE ENTERRÍA (1987, 271-272), son:

- *Para la sociedad emisora:* «... puede hacer coincidir la emisión de las acciones con la puesta en rendimiento de los fondos recaudados, a diferencia de lo que sucede en los normales aumentos de capital, en que el desfase entre estos dos momentos puede comportar importantes costes financieros para la sociedad».
- *Para los suscriptores:* no se verán beneficiados ni perjudicados en caso de variar la cotización, pues el hecho de que ésta aumente o disminuya tan sólo supondrá un menor o mayor número de acciones recibidas a cambio de las obligaciones. Sin embargo, pueden obtener un descuento sobre la cotización en el momento de la conversión, con lo que se adquieren las acciones a menor precio que comprándolas en el mercado secundario.

Este criterio es el adoptado en España de forma prácticamente unánime (aunque con alguna excepción) en las emisiones de obligaciones convertibles que se han llevado a cabo hasta la entrada en vigor del TRLSA. Sin embargo, al aprobarse la misma, se planteó el problema de si esta regulación permite seguir utilizando la relación de cambio variable. Como ya hemos visto, una parte de la doctrina argumenta en contra de esta posibilidad, no obstante, vamos a ver cómo existen también argumentos para apoyar la relación de cambio variable, e incluso para rebatir la teoría contraria:

- En lo que se refiere a la cuantía de la cifra del aumento de capital, independientemente del modelo de relación de conversión elegido, no es posible fijarla con exactitud, ya que no se conoce *a priori* el número de titulares de obligaciones que van a optar por la conversión. Por tanto, como hay un valor mínimo al que deben valorarse las acciones a efectos de conversión (el valor nominal), éste nos dará la cifra máxima de aumento de capital posible, suponiendo que todos los obligacionistas decidieran convertir. Cualquier fluctuación de la

cotización bursátil por encima de este valor nominal supondrá una mayor valoración de las acciones a efectos de conversión y por tanto un menor número de acciones nuevas a crear en la conversión con lo que nunca se superará la cifra de aumento de capital presupuestada. Esta forma de proceder no resulta en absoluto *contra legem* ya que el TRLSA permite las ampliaciones de capital con suscripción incompleta en su artículo 161.1, siempre que así se hubiera previsto en las condiciones de la emisión.

- Respecto a las normas que establece el artículo 294.2 sobre la modificación de la relación de cambio en caso de aumento de capital con cargo a reservas o reducciones de capital por compensación de pérdidas, puede interpretarse que esta normativa está establecida en caso de que dicha relación fuera fija, pero no necesariamente quedan prohibidas por ello otras modalidades de conversión en las que la protección de los derechos de accionistas y obligacionistas se realice por otras vías.
- Como ha quedado dicho, si bien es cierto que en el resto de Europa impera la relación de conversión fija, en España tradicionalmente se ha utilizado el criterio variable. Además, la legislación comunitaria no impone un criterio u otro, ya que se limita a regular la competencia de los órganos sociales en orden a la emisión de las obligaciones convertibles y a extender a estos títulos la disciplina relativa al derecho de suscripción preferente. Por último, si el legislador (tanto español como comunitario) hubiera deseado suprimir el modelo de conversión variable, lo podría haber hecho expresamente.

Por consiguiente, en nuestra opinión puede considerarse perfectamente admisible la adopción de la relación de conversión variable, si bien hay que considerar que, tal y como opina TAPIA HERMIDA (1999, 101), al haberse adoptado un régimen jurídico diseñado para tipos de relación fija, y aplicarse a tipos de conversión variable, esta situación genera una serie de peculiaridades financieras que tienen un gran impacto al sobreproteger al titular de obligaciones convertibles en perjuicio de los accionistas de la sociedad emisora.

3. Derecho de suscripción preferente.

A continuación vamos a analizar la problemática que surge en torno al derecho de suscripción preferente:

- A) En este tipo de ampliación de capital no existe derecho de suscripción preferente, el TRLSA lo suprime (art. 159.2) ya que las nuevas acciones que se emiten tienen su destino previamente determinado: serán entregadas a los titulares de obligaciones convertibles que hayan solicitado la conversión. No obstante, en la emisión de las obligaciones convertibles sí existe derecho de suscripción preferente, tanto para los accionistas como para los titulares de obligaciones convertibles de emisiones anteriores (art. 293).

Con este derecho de suscripción preferente concedido en la emisión de las obligaciones convertibles se trata de proteger a los accionistas y a los obligacionistas permitiéndoles mantener su nivel de participación en la sociedad (tanto en el aspecto político como en el económico). De otro modo, si no se les permitiera suscribir el número de obligaciones necesario, al ampliarse posteriormente la cifra de capital para convertir las obligaciones emitidas sin existir derecho de suscripción preferente en ese momento, se produciría una disminución de su porcentaje de participación. Por ello, no daña los intereses de los accionistas la supresión de ese derecho en el aumento de capital que se realice, ya que han tenido acceso al mismo a través de la suscripción de las obligaciones convertibles.

A pesar de todo, la emisión de obligaciones convertibles puede utilizarse para disminuir el porcentaje de capital que poseen determinados accionistas, cuando se trate de sociedades importantes, dada la gran inversión que supone a tenedores de un cinco o un diez por ciento del capital acudir a la emisión de un empréstito convertible para mantener su cuota de capital social (RIVERO ROMERO, 1999, 240).

Las obligaciones convertibles que no sean suscritas por los accionistas o por antiguos titulares de obligaciones convertibles ejercitando sus derechos de preferencia, podrán ser suscritas por terceras personas.

- B) Además, los titulares de obligaciones convertibles también tienen derecho de suscripción preferente en la emisión de nuevas acciones, teniendo esta medida el mismo objetivo de mantener el nivel de participación. El número de derechos de suscripción preferente que corresponde a los titulares de obligaciones convertibles depende del valor nominal de las acciones que les corresponderían, de ejercitar en ese momento su derecho de conversión, según establecen los artículos 293.3 y 158.1 del TRLSA. En cuanto al valor del derecho de suscripción preferente correspondiente a las obligaciones convertibles se calcularía de igual modo que el de las acciones pero teniendo en cuenta el número de acciones nuevas que les corresponderían y el número de obligaciones a que equivalen éstas.
- C) Existe la posibilidad de que titulares de obligaciones convertibles ejerciten su derecho de suscripción preferente y no conviertan posteriormente sus obligaciones en acciones. En tal caso, puede interpretarse que se les ha dado un trato favorable. No obstante, según TORRES ESCÁMEZ (1992, 263-264), si se ejercita ese derecho y no se convierten las obligaciones en acciones, el obligacionista estaría compensando la menor retribución que suelen tener las obligaciones convertibles con relación a las simples, en cambio, si lo ejercita y convierte sus obligaciones, estaría manteniendo su participación en el capital ¹⁷.
- D) El derecho de suscripción preferente de las obligaciones convertibles, al igual que el de las acciones, es transmisible según el artículo 158.3 del TRLSA.
- E) En cuanto al derecho de asignación gratuita de acciones (que puede ser un tema controvertido) se analiza más adelante, junto con los aspectos relativos a la defensa de los derechos de accionistas y obligacionistas frente a determinadas operaciones societarias previas a la conversión.

- F) Si aplicamos el artículo 158.2 del TRLSA también a obligaciones convertibles de emisiones anteriores [cosa que nos parece lógica y en la que nos unimos a la opinión de TORRES ESCÁMEZ (1992, 253)], si las obligaciones convertibles son nominativas, se puede suprimir el anuncio de la nueva emisión por una comunicación escrita a los titulares.
- G) En lo que respecta a la exclusión de derecho preferente de suscripción (art. 159.1 TRLSA) debemos considerar por separado el derecho de los accionistas y el de los titulares de obligaciones convertibles.

Evidentemente, si son los propios accionistas quienes renuncian al derecho de suscripción preferente en la emisión de nuevas acciones o de obligaciones convertibles no se plantea ningún problema, siempre que se cumplan los requisitos establecidos en el artículo 159.1 del TRLSA, ya que son ellos quienes voluntariamente renuncian a uno de sus derechos como accionistas en beneficio del interés social. En cualquier caso, el accionista que no estuviera conforme tiene la posibilidad de impugnar el acuerdo social adoptado.

En cuanto al derecho de los titulares de obligaciones convertibles, la situación varía considerablemente ya que éstos no tienen voto en la Junta general que decida sobre dicha exclusión, con lo que consideramos que se eliminaría uno de los derechos que les concede la ley sin contar con su aprobación. A este respecto, y en lo que se refiere al contenido político del derecho de suscripción preferente, el TRLSA no tiene prevista ninguna medida de defensa de los obligacionistas. En parte, esta situación está justificada ya que la pérdida de porcentaje de votos afectará en igual medida a accionistas y a obligacionistas. Sin embargo el aspecto económico del problema sí es motivo de preocupación para el legislador, y así, el punto 7 de la disposición adicional decimoquinta de la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, establece varias modificaciones al artículo 159 del TRLSA y, entre ellas, introduce el siguiente punto en dicho artículo: «3. Cuando la sociedad tenga emitidas obligaciones convertibles con relación de conversión fija y sus tenedores se vean afectados por la exclusión del derecho de suscripción preferente, deberá preverse una fórmula de ajuste de dicha relación que permita compensar la eventual dilución del importe del derecho de conversión».

4. Operaciones societarias que pueden influir en los derechos de accionistas y obligacionistas, y medidas de protección de estos derechos.

Mientras existan obligaciones pendientes de ejercer la facultad de conversión, conviven en la empresa dos figuras: accionistas y titulares de obligaciones convertibles (siendo además estos últimos accionistas potenciales). Ambos tienen intereses particulares que en algunos casos pueden entrar en conflicto o encontrarse en un espacio común. El objetivo de nuestra legislación es equilibrar esos intereses y salvaguardar los derechos de unos y otros de modo que la equidad quede garantizada. Por tanto, vamos a analizar qué situaciones pueden provocar esta necesidad de protección y qué medidas toma la ley para ello.

A) El artículo 294 del TRLSA contempla tres casos que pueden dar lugar a desequilibrios:

- *Aumento de capital con cargo a reservas:*
 - a) Si se realiza por aumento del valor nominal de las acciones ya existentes, el hecho de ampliar el capital de forma liberada disminuye la proporción de reservas que corresponden a cada peseta de nominal. La relación de conversión se calculó teniendo en cuenta las cifras previas al aumento de capital y, dado que las obligaciones convertibles no podrán participar en dicha ampliación, esto supondrá un menoscabo de los intereses económicos de sus titulares.
 - b) Si se realiza emitiendo acciones liberadas, en nuestra opinión se abre un interrogante: ¿tienen los titulares de obligaciones convertibles derecho de asignación gratuita? El TRLSA, de forma explícita, ni lo afirma ni lo niega. El hecho de que, en lo que al derecho preferente de suscripción se refiere, se dé idéntico tratamiento a accionistas y a titulares de obligaciones convertibles puede hacernos suponer que sí. En este caso, los intereses económicos de los obligacionistas estarían a salvo puesto que participarían en la ampliación del mismo modo que los accionistas. Sin embargo, en el artículo 294.2 no se especifica que deban protegerse los derechos de los obligacionistas solamente en el caso de que la ampliación de capital se produzca incrementando el valor nominal de las acciones, lo cual puede indicar, implícitamente, que el derecho de asignación gratuita corresponde exclusivamente a los accionistas. En este caso, los titulares de obligaciones convertibles sí se verían perjudicados.

La solución que propone la ley al problema de la ampliación con cargo a reservas consiste en modificar la relación de conversión de forma que la operación de capital afecte de igual manera a unos y a otros. Así, sería necesario calcular el valor teórico de las acciones, antes y después de la ampliación de capital, y establecer una nueva relación de conversión de forma que se mantuviera constante la proporción entre el valor de las obligaciones y el valor teórico de las acciones que se entreguen a cambio.

- *Reducción de capital por pérdidas:* la compensación de pérdidas con cargo a capital, en principio, la van a soportar exclusivamente los accionistas, con el consiguiente beneficio para los titulares de obligaciones convertibles que no se verán afectados. Por tanto, la ley establece, igualmente, que se altere la relación de conversión de modo que se reparta equitativamente este perjuicio entre accionistas y obligacionistas. De este modo, sería preciso calcular la pérdida de valor teórico que correspondería a las acciones, y establecer una nueva relación de conversión, de modo que esta pérdida afecte en igual proporción a accionistas y titulares de obligaciones convertibles. No obstante, si sucede esto, los titulares de las obligaciones pueden optar por no convertir y solicitar el reembolso (con lo cual recibirán el tratamiento de acreedores y no soportarán ninguna pérdida) y, en caso de pretender convertirse en accionistas, pueden optar por adquirir las acciones en el mercado secundario.

- *Reducción de capital mediante restitución de aportaciones a los accionistas o condonación de dividendos pasivos*: para poder acordar este tipo de reducción, la ley establece que debe concederse previamente a los obligacionistas la posibilidad de convertir sus títulos «con las suficientes garantías», que en opinión del profesor TORRES ESCÁMEZ (1992, 268) se refiere a la publicidad que debe darse a esta conversión anticipada, que deberá llegar a todos los obligacionistas, y a la facultad que deberán tener quienes conviertan sus obligaciones de acudir a la Junta general de accionistas que apruebe posteriormente la reducción de capital. Sin embargo, «esta técnica de anticipar la conversión para permitir al obligacionista participar en los efectos de la operación societaria ya como socio, ha sido criticada por alterar unilateralmente una de las condiciones más relevantes de la emisión y prestarse a maniobras de estimulación de esa conversión anticipada» (ANGULO RODRÍGUEZ, 1993, 421). No obstante, nos parece importante destacar que resulta un contrasentido emitir un empréstito de obligaciones convertibles en acciones (que implica obtención de recursos financieros y una futura ampliación de capital) y, por otro lado, realizar una reducción de capital por devolución de aportaciones o condonación de dividendos pasivos pendientes (que supondría un exceso de recursos).

B) Por otra parte, los acreedores de la sociedad tienen derecho de oposición en las reducciones de capital, siempre que supongan una disminución de sus garantías (art. 166 TRLSA). Los titulares de obligaciones (tanto simples como convertibles), como acreedores que son, disponen de este derecho. Ahora bien, teniendo en cuenta el artículo 289.1, cuando se produzca una reducción de capital social o las reservas de la sociedad disminuyan, de manera que se altere la proporción inicial entre la suma de éstos y la cuantía de las obligaciones pendientes de amortizar, será necesario el consentimiento del sindicato de obligacionistas. En caso de que se otorgue este consentimiento, entendemos que desaparecerá el derecho de oposición de los titulares de obligaciones a la reducción de capital.

C) Como ya hemos visto, el artículo 159.3 del TRLSA (en su redacción modificada por la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores) establece que en las ampliaciones de capital en las que se suprima el derecho preferente de suscripción, y esta medida afecte a titulares de obligaciones convertibles con relación de conversión fija, deberá preverse una fórmula de ajuste de dicha relación con objeto de compensar la eventual dilución del importe del derecho de conversión.

D) En relación con otras posibles operaciones, como transformación, fusión o escisión, el legislador español no ha previsto ningún tipo de medida específica de protección. Sin embargo, es aplicable la legislación existente para este tipo de situaciones en general, con lo que nos encontramos que:

- Si se lleva a cabo una fusión en la que desaparezca la sociedad emisora de las obligaciones convertibles por absorción o por creación de nueva sociedad, se debería aplicar el artículo 248 del TRLSA ¹⁸ referente a los titulares de derechos especiales distintos de las acciones. Además, al ser acreedores, los obligacionistas tienen derecho de oposición

en la fusión, que ejercitarían a través del Sindicato si sus intereses se vieran perjudicados. En una escisión se aplicarían los mismos criterios tal y como establece el artículo 254 del TRLSA.

- En caso de disolución de la sociedad, si es por causa obligatoria por ley (por ejemplo cuando el patrimonio neto es inferior a la mitad del capital social), TORRES ESCÁMEZ (1992, 275) considera que es parte del riesgo que corre el obligacionista; en caso contrario, el Sindicato tendría derecho de impugnación. No obstante, consideramos que el riesgo del obligacionista resulta muy limitado, pues si el empréstito tiene garantía genérica, son acreedores privilegiados, y si goza de garantía específica, no existe tal riesgo.

Por último, y vinculando estas situaciones de necesidad de protección de los derechos de accionistas y obligacionistas con la elección de la relación de conversión fija o variable, vemos que el hecho de que en las condiciones de la emisión se haya establecido una u otra tiene ciertas consecuencias.

En lo que se refiere a las ampliaciones de capital con cargo a reservas y a las reducciones de capital para compensar pérdidas, el artículo 294.2 del TRLSA está redactado, evidentemente, para el supuesto de una relación de conversión fija. En cuanto a las ampliaciones de capital en las que se suprima el derecho de suscripción preferente, el artículo 159.3 del TRLSA regula expresamente los casos en los que «la sociedad tenga emitidas obligaciones convertibles con relación de conversión fija». Para estos supuestos, en caso de existir una relación de conversión variable, podemos entender que el propio mercado secundario autorregulará la situación variando en la medida necesaria las cotizaciones, por lo que la ley no ha previsto ninguna medida específica. Sin embargo, una relación de conversión variable permite a la sociedad llevar a cabo «maniobras» previas a la conversión para alterar la cotización. Incluso, puede que, sin ser actuaciones intencionadas, se altere dicha cotización, por ejemplo, con un aumento de capital o con el anuncio de reparto de dividendos. Además, no es fácil establecer ninguna pauta de comportamiento en el movimiento de los valores bursátiles, dada la complejidad de este mercado y la gran cantidad de factores (algunos imposibles de predecir) que en él intervienen. La ley no tiene prevista ninguna medida para tratar de, al menos, mitigar este posible problema. En último término, siempre existe la posibilidad de no acudir a la conversión y pedir el reembolso, aunque esto no debería considerarse como una opción o una posible solución ya que la decisión de convertir ha de ser totalmente libre.

En cuanto al resto de vicisitudes analizadas, es indiferente que se haya optado por la relación de conversión fija o la variable.

5. Tratamiento fiscal de las operaciones de conversión de obligaciones convertibles.

En este apartado vamos a analizar las implicaciones fiscales de la conversión de obligaciones, tanto en el ámbito del Impuesto de Sociedades como en el del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas.

Los artículos aplicables en este tipo de operaciones son el 15.2 y 15.3 de la Ley 43/1995, de 27 de diciembre, del Impuesto sobre Sociedades (LIS) y el artículo 23.2 de la Ley 40/1998, de 9 de diciembre, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (LIRPF).

Tanto en el caso de la LIS como en el de la LIRPF el hecho de la conversión supone una variación en el patrimonio del sujeto pasivo que posee la inversión. En la LIS dicha variación es la generada por la diferencia entre el valor de adquisición de la obligación convertible y el valor normal de mercado de las acciones recibidas con motivo de dicha conversión. En la LIRPF la variación patrimonial se produce por diferencia entre el valor de adquisición y el valor de la conversión, que sería el valor de las acciones recibidas a cambio. En realidad la variación patrimonial en cualquiera de los dos casos, si bien se define de distinta forma, sería la misma.

Como puede observarse, a efectos fiscales esta operación supone una «venta» hipotética de un elemento patrimonial (las obligaciones convertibles), siendo el precio de venta el valor del elemento patrimonial adquirido (acciones).

Para el inversor, a nivel contable, dado que el tratamiento es el de una permuta, el hecho de contabilizar la conversión no supone variación patrimonial alguna, ya que el elemento patrimonial recibido (acciones) se valorará por el valor contable del elemento entregado (obligaciones convertibles), más los gastos necesarios para la conversión. Sólo en el caso de que el valor de mercado de las acciones esté por debajo del precio de adquisición anteriormente definido, se producirá una pérdida que habrá que contabilizar como tal en el momento de la conversión.

Así, analizando las posibles diferencias entre los tratamientos fiscal y contable de la conversión, vemos claramente que dichas diferencias sólo se producirían en el caso de que el valor de las acciones recibidas esté por encima del valor de las obligaciones convertibles, es decir que se produzca un incremento patrimonial, ya que dicho incremento patrimonial no estaría contabilizado.

A efectos del cálculo del impuesto de sociedades como gasto del ejercicio, esta diferencia supondrá una partida de conciliación entre el impuesto devengado (o gasto por impuesto) y el impuesto a pagar (o deuda con Hacienda Pública por impuesto de sociedades). El signo de esta diferencia es positivo ya que habrá que aumentar el resultado contable para obtener el resultado fiscal o base imponible: aquél no incluye un incremento patrimonial por el que fiscalmente tendremos que tributar. Esta diferencia se recuperará cuando se vendan las acciones, cuando se den de baja del patrimonio o cuando se produzca una disminución de su valor (disminución del valor teórico o de la cotización de las acciones). En cualquiera de estos casos, el valor fiscal de las acciones es superior al valor contable, razón por la cual la pérdida fiscal sería mayor que la contable. Llegados a este punto, la diferencia generada en el momento de la conversión revertiría, ya que habría que realizar un ajuste negativo al resultado contable para reflejar la pérdida fiscal sufrida por dicha inversión.

En conclusión, para decidir si la diferencia positiva generada en la conversión se podría tratar como diferencia temporal, lo que generaría un derecho de cobro registrado en contabilidad como impuesto anticipado, o por el contrario debería tratarse como diferencia permanente, es necesario

conocer si las acciones se poseen por motivos especulativos, hecho que supondría la venta de los mismos en un plazo corto de tiempo y, por tanto, la reversión del mencionado impuesto anticipado en un plazo también corto, o si se poseen por motivos de control, hecho que supondría el mantenimiento en cartera de la inversión por un período largo e incluso indefinido de tiempo, por lo que la diferencia no revertiría en el plazo establecido por la normativa contable. Sólo en el caso de que dichas acciones perdieran valor, podríamos revertir dicha diferencia. No obstante y debido a que, en condiciones normales, se desconoce la evolución real que tendrán en el futuro estos valores, sería mucho más prudente, en términos económicos, su tratamiento como diferencia permanente.

VII. CONCLUSIONES

1. Las entidades que pueden emitir empréstitos de obligaciones son:
 - Las sociedades anónimas.
 - Las sociedades comanditarias por acciones.
 - Las asociaciones de naturaleza mercantil.
 - Otras personas jurídicas de naturaleza mercantil distintas de las sociedades de responsabilidad limitada, colectivas y comanditarias simples.
2. A partir del uno de enero del 2002 todas las emisiones de obligaciones se deben realizar en euros y las emisiones preexistentes expresadas en pesetas se han debido redenominar en euros.
3. Cuando una empresa emite un empréstito convertible, recibe medios líquidos. Posteriormente, para convertir en acciones las obligaciones que opten por ello, es necesario realizar una ampliación de capital en la que no se incorporan nuevos recursos al patrimonio social, sino que se convierte un pasivo exigible en neto. Así, mediante esta operación se puede evitar el cumplimiento del requisito que exige que al realizar una ampliación de capital para recibir aportaciones dinerarias, las anteriores emisiones de acciones estén íntegramente desembolsadas.
4. Sin perjuicio del punto anterior, en ocasiones, puede que al realizar la conversión el obligacionista deba entregar un complemento en efectivo como consecuencia de las diferencias de valoración existentes entre acciones y obligaciones. En este caso, entendemos que, aunque mínima, sí se produciría una aportación dineraria en la ampliación de capital. Por lo tanto, podría interpretarse que la sociedad queda sujeta a la mencionada obligatoriedad del total desembolso de las anteriores emisiones de acciones.
5. En cuanto a la polémica sobre la elección de la relación de conversión fija o variable, en nuestra opinión, la fija aparece más explícitamente respaldada por la legislación vigente. Sin embargo, no consideramos que esta circunstancia excluya la posibilidad de optar por la relación variable, ni que la intención del legislador haya sido descartarla.

6. En caso de que una sociedad haya decidido optar por la relación de conversión variable, si la bolsa fuera un mercado perfecto probablemente autorregularía los posibles desequilibrios que pueden derivarse de las operaciones societarias previas a la conversión, de forma que afectarían equitativamente tanto a accionistas como a titulares de obligaciones convertibles. Sin embargo, esto no sucede así y, a pesar de ello, la legislación no tiene prevista ninguna medida para evitar este problema. En nuestra opinión, por tanto, queda de momento en manos de la Junta general de accionistas y del Sindicato de obligacionistas la defensa de los derechos e intereses de unos y otros.
7. El derecho de suscripción preferente que tienen los accionistas y los obligacionistas convertibles en la emisión de nuevas acciones y obligaciones convertibles tiene como finalidad proteger su nivel de participación tanto a nivel económico como a nivel político. La exclusión del derecho de suscripción preferente de los titulares de obligaciones convertibles por parte de los accionistas supondría privarles de un derecho que les concede la ley sin su consentimiento.
8. La conversión de obligaciones en acciones desde el punto de vista fiscal supone una hipotética venta de un elemento patrimonial para el inversor. Por esta razón se genera una variación patrimonial (incremento o disminución).

El diferente tratamiento contable respecto a esta operación (permuta) supone la aparición de una partida de conciliación entre el resultado contable y el resultado fiscal en caso de que se produzca un incremento patrimonial. La naturaleza de esta diferencia va a depender fundamentalmente del tipo de inversión: especulativa o de control.

BIBLIOGRAFÍA

- ANGULO RODRÍGUEZ, L. (1993). «Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas», dirigido por SÁNCHEZ CALERO, F., *Revista de Derecho Privado*, tomo VIII.
- BECKER GÓMEZ, F. (1992). «Ampliación de Capital por conversión de obligaciones en acciones». *Técnica Contable*, n.º 528, diciembre.
- BESTEIRO VARELA, M.^a A. y SÁNCHEZ ARROYO, G. (1992). *Contabilidad Financiera y de Sociedades II*, Editorial Pirámide, Madrid.
- CLAVERO, M. y PEÑEL, J. (1990). *Nueva Legislación de Sociedades Anónimas y Sociedades de Responsabilidad Limitada*, Editorial La Ley, Madrid.
- CÓDIGO DE COMERCIO
- CONSO, P. (1984). *La gestión financiera de la empresa*, tomo II, Editorial Hispano Europea, S.A., Barcelona.

- CURTO, J. M.^a e ISLA, P. (1990). *Comentarios a la nueva legislación de la Sociedad Anónima*, Editorial ESIC, Madrid.
- DOMÍNGUEZ GARCÍA, M.A. (1994). *La emisión de obligaciones por sociedades anónimas*, Editorial Aranzadi, Madrid.
- GARCÍA DE ENTERRÍA, J. (1987). «Las Obligaciones convertibles en acciones ante la reforma del derecho de sociedades», *Derecho Mercantil*, números 185-186.
- GARRIDO DE PALMA, V.M. y otros (1990). *Las sociedades de capital conforme a la nueva legislación*, Editorial Trivium, Madrid.
- LEY 211/1964, de 24 de diciembre, sobre la regulación de la emisión de obligaciones por Sociedades que no hayan adoptado la forma de anónimas, asociaciones y otras personas jurídicas y la constitución del Sindicato de Obligacionistas.
- LEY 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.
- LEY 2/1995, de 23 de marzo, de Sociedades de Responsabilidad Limitada.
- LEY 43/1995, de 27 de diciembre, del Impuesto de Sociedades.
- LEY 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.
- LEY 40/1998, de 9 de diciembre, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas.
- LEY 46/1998, de 17 de diciembre, sobre Introducción del Euro.
- MARTÍNEZ FERNÁNDEZ, T.A. y otros (1990). *Las sociedades anónimas, responsabilidad limitada, en comandita por acciones*, Editorial Trivium, Madrid.
- MASCAREÑAS PÉREZ-ÍÑIGO, J. (1995). *Activos y Mercados Financieros de Renta Fija: el Caso Español*, Editorial Pirámide, Madrid.
- MASCAREÑAS PÉREZ-ÍÑIGO, J. y LÓPEZ PASCUAL, J. (1996). *Rentas Fijas y Fondos de Inversión*, Editorial Pirámide, Madrid.
- McCOY, W.F. (1995). «Bond Dynamic Hedging and Return Attribution: Empirical Evidence», en *Fixed-Income Investment. Recent Research: proceedings from the Second Annual GAT Conference*. Editorial Ho, Thomas S.Y.
- MOLES y ROCA, P. (1991). *Finanzas y Contabilidad de Sociedades*, Editorial EINIA, Barcelona, EAE.
- NEILA NEILA, J.M. (1990). «La Ley de Sociedades Anónimas», Editorial *Revista de Derecho Privado*, Madrid.
- ORDEN del Ministerio de Economía y Hacienda de 14 de noviembre de 1989.
- REAL DECRETO LEGISLATIVO 1564/1989, de 22 de diciembre, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas.
- REAL DECRETO 1643/1990, de 20 de diciembre, por el que se aprueba el Plan General de Contabilidad.
- REAL DECRETO 1784/1996, de 19 de julio, por el que se aprueba el Reglamento del Registro Mercantil.

- RIVERO ROMERO, J. (1999). *Contabilidad de Sociedades*, Editorial Trivium, S.A., Madrid.
- SÁNCHEZ CALERO, F. (1996). «Instituciones de Derecho Mercantil. Introducción, Empresa y Sociedades», tomo I, 19.ª edición, Editorial *Revista de Derecho Privado*, Madrid.
- SÁNCHEZ CALERO, F. (dirigido por) (1993). «Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas», Tomo VIII, *Revista de Derecho Privado*.
- TAPIA HERMIDA, A.J. (1994). «Las obligaciones convertibles en el Derecho español», *Derecho de sociedades anónimas*, Tomo III, Vol. 2, Editorial Civitas, Madrid.
- TAPIA HERMIDA, A.J. (1999). «Las obligaciones convertibles». *Revista de Derecho de Sociedades*, n.º 13. Páginas 95-139.
- TORRES ESCÁMEZ, S. (1992). *La Emisión de Obligaciones por Sociedades Anónimas*, Editorial Civitas, Madrid.
- URÍA, R. (1997). *Derecho Mercantil*, Editorial Marcial Pons, Madrid.
- VICENT CHULIÁ, F. (1991). *Compendio crítico de derecho mercantil*, Editorial Bosh, Barcelona.

NOTAS

- ¹ Tendrán la consideración de mercados secundarios oficiales de valores: las Bolsas de Valores; el Mercado de Deuda Pública representado mediante anotaciones en cuenta y gestionados por la Central de Anotaciones; los mercados de futuros y opciones y cualesquiera otros de ámbito estatal o autonómico debidamente autorizados. Artículo 31 de la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.
- ² Según la disposición final tercera de la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en un plazo no superior a seis meses desde la fecha de su publicación se debería presentar un proyecto de ley para reformar el Capítulo X del TRLSA relativo al régimen jurídico de las obligaciones.
- ³ El artículo 152 del Código de Comercio establece que estas sociedades se registrarán, salvo por lo contenido en el propio Código, por el TRLSA.
- ⁴ En concreto el artículo 2.º establece:
 - a) Los contratos de cualquier tipo que sean objeto de neogociación en un mercado secundario, oficial o no.
 - b) Los contratos financieros a plazo, los contratos financieros de opción y los contratos de permuta financiera, siempre que sus objetos sean valores negociables, índices, divisas, tipos de interés, o cualquier otro tipo de subyacente de naturaleza financiera, con independencia de la forma en que se liquiden y aunque no sean objeto de negociación en un mercado secundario, oficial o no.
 - c) Los contratos u operaciones sobre instrumentos no contemplados en las letras anteriores, siempre que sean susceptibles de ser negociados en un mercado secundario, oficial o no, y aunque su subyacente sea no financiero, comprendiendo, a tal efecto, entre otros, las mercancías, las materias primas y cualquier otro bien fungible. A los instrumentos financieros, les serán de aplicación, con las adaptaciones precisas, las reglas previstas en esta Ley para los valores negociables». Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.
- ⁵ Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 14 de noviembre de 1989.
- ⁶ Artículos 25 a 30 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, con las modificaciones introducidas por la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.
- ⁷ Cuando la entidad emisora no fuese una sociedad anónima y no hubiere constituido al tiempo de la emisión el Sindicato de Obligacionistas, esta información y la anterior se harán constar en inscripción separada (RD 1784/1996, art. 310.3).

- ⁸ En TORRES ESCÁMEZ (1992, 231).
- ⁹ Con respecto a la garantía otorgada por una sociedad de garantía recíproca, el límite vendrá determinado por la capacidad de garantía de dicha sociedad en el momento de prestar el aval. Por otro lado en el caso de la garantía con prenda sin desplazamiento, entendemos que la excepción impuesta sobre la aplicabilidad de este límite, se debe a que el elemento sujeto a garantía no sale de las dependencias de la sociedad emisora, y, por tanto, se podría en algún caso disponer de dicho elemento.
- ¹⁰ En TORRES ESCÁMEZ (1992, 76).
- ¹¹ Esta afirmación quedaría condicionada por la situación general de la empresa y de su entorno económico y social.
- ¹² TORRES ESCÁMEZ (1992, 283) entiende que se trata de un semestre natural, tomando un ejercicio económico que coincida también con el año natural.
- ¹³ En este sentido, véase TAPIA (1994, 1.171-1.172).
- ¹⁴ Artículo 90 TRLSA: «Las Sociedades Anónimas podrán emitir acciones sin derecho de voto por un importe nominal no superior a la mitad del capital social desembolsado».
Artículo 92 bis TRLSA: «1. Las sociedades anónimas cotizadas podrán emitir acciones que sean rescatables a solicitud de la sociedad emisora, de los titulares de estas acciones o de ambos, por un importe nominal no superior a la cuarta parte del capital social. En el acuerdo de emisión se fijarán las condiciones para el ejercicio del derecho de rescate».
- ¹⁵ Artículo 154.1 TRLSA: «Para todo aumento del capital cuyo contravalor consista en nuevas aportaciones dinerarias al patrimonio social, será requisito previo, salvo para las Sociedades de seguros, el total desembolso de las acciones anteriormente emitidas».
- ¹⁶ Partidarios de esta opinión se muestran, entre otros, GARCÍA DE ENTERRÍA, J. y MARTÍNEZ FERNÁNDEZ, T.A.
- ¹⁷ Este autor se refiere exclusivamente al derecho de suscripción preferente existente en nuevas emisiones de acciones y con el objetivo de mantener el poder político. En nuestra opinión, esta postura puede hacerse extensible al derecho de suscripción frente a la emisión de nuevos empréstitos convertibles y para mantener asimismo el valor económico de la participación.
- ¹⁸ Artículo 248 TRLSA: «Los titulares de derechos especiales distintos de las acciones habrán de disfrutar, en la Sociedad absorbente o en la nueva Sociedad resultante de la fusión, de derechos equivalentes a los que les corresponderían en la Sociedad extinguida, a no ser que la modificación de tales derechos hubiera sido aprobada por la Asamblea de estos titulares o por los titulares individualmente».