

RAMÓN VILARROIG MOYA*AEU Área Derecho Financiero y Tributario. Universitat
Jaume I***Extracto:**

LA calificación fiscal de la conversión de obligaciones en acciones ha sido una cuestión pacífica en la doctrina. Hasta 1985 nadie discutía que la naturaleza de dichas rentas era la de incremento de patrimonio. Sin embargo, tras la aparición de los rendimientos de carácter implícito parece que la calificación que merece la conversión de obligaciones en acciones (cuando éstas se emiten con carácter implícito) es la de rendimiento del capital mobiliario.

En el presente trabajo se defiende que tal calificación no es correcta. Entendemos que el tipo de emisión de las obligaciones (con rendimiento explícito o implícito) no afecta a la calificación de las obligaciones convertibles y que para determinar la naturaleza tributaria de este tipo de obligaciones debe precisarse, con carácter previo, qué operación se está calificando, pues no es lo mismo la prima de conversión que el saldo de conversión.

Partiendo de estas premisas se propone una reinterpretación de los artículos 43.Dos.h) del Reglamento del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y del artículo 48 de la Ley 18/1991.

Sumario:

- I. Introducción.

- II. Concepto y clasificación de las obligaciones convertibles.

- III. Naturaleza fiscal de las obligaciones convertibles.
 - 1. Prima de conversión.
 - A) Conversión forzosa.
 - B) Renuncia al tipo de interés ofrecido por la obligación a cambio de entrega de acciones.
 - C) Compensación del menor interés estipulado en la obligación.

 - 2. Saldo de conversión.

I. INTRODUCCIÓN

El tema que abordamos, el de la calificación fiscal de las obligaciones convertibles, suscita controversia entre la razón y la norma. Las sucesivas modificaciones legislativas han provocado, aparentemente, una modificación del régimen fiscal de las obligaciones convertibles. Así, una operación que originariamente no planteaba duda de calificación, siendo considerada como incremento de patrimonio, con el devenir de las reformas fiscales se ha llegado a sostener que en ocasiones los rendimientos procedentes de la conversión de obligaciones deben calificarse entre los rendimientos de capital mobiliario y más concretamente, entre los rendimientos de capital implícito (1).

En nuestra opinión, la calificación fiscal de las obligaciones convertibles requiere un estudio detallado de los diferentes flujos monetarios que se pueden producir en este instrumento financiero. Sólo así será posible conocer si es adecuada la consideración del rendimiento que produzca entre los del capital mobiliario.

Determinar la calificación de una renta se ha convertido en una cuestión de la máxima relevancia habida cuenta de las considerables diferencias de regímenes fiscales. En efecto, saber si debe practicarse la retención sobre una determinada renta, o si a un beneficio se le puede aplicar el coeficiente de actualización del valor de adquisición de los incrementos y disminuciones de patrimonio, o conocer el tipo de gravamen aplicable a un beneficio determinado no es cuestión baladí ya que incide directamente sobre la rentabilidad de la operación. No obstante, no vamos a estudiar las peculiaridades tributarias de cada uno de los diferentes tipos de renta, sino que vamos a centrar nuestro estudio en determinar la calificación que merece la conversión de obligaciones en acciones, en sus diferentes modalidades.

-
- (1) Como tendremos ocasión de comprobar, el principal defensor de esta postura es Ramírez Medina [RAMÍREZ MEDINA, E.: «La fiscalidad de las obligaciones convertibles (y II)», *Carta Tributaria*, núm. 70, 1988, pág. 7], aunque la mayoría de los autores que se han pronunciado al respecto secundan dicha opinión, entre otros puede consultarse: GIMÉNEZ-REYNA RODRÍGUEZ, E.; ZURDO RUIZ-AYÚCAR, J.: «Obligaciones convertibles: aspectos fiscales», *Libre circulación de capitales, transacciones exteriores y fiscalidad*, XXXVI Semana de Estudios de Derecho Financiero, Instituto de Estudios Fiscales, Madrid, 1991, pág. 232; GARCÍA-OVIES SARANDESES, I.; SESMA SÁNCHEZ, B.: «Rendimientos íntegros del capital mobiliario», *Comentarios a la Ley del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y a la Ley del Impuesto sobre el Patrimonio*, Aranzadi, 1995, pág. 574; también: *Fiscalidad de las rentas del capital mobiliario en España*, Lex Nova, Valladolid, 1995, pág. 43 y ss.

II. CONCEPTO Y CLASIFICACIÓN DE LAS OBLIGACIONES CONVERTIBLES

Aunque han sido muchos los conceptos propuestos de obligaciones convertibles, asumiremos como punto de partida el de ANGULO RODRÍGUEZ para quien las obligaciones convertibles son «todas aquellas que incorporan la posibilidad de que su titular, el obligacionista, pase, en determinadas circunstancias y dependiendo o no de su voluntad, de ser acreedor de la empresa emisora a ser socio, accionista, de la misma o de otra sociedad diversa de aquélla» (2).

Por tanto, la principal peculiaridad de toda obligación convertible consiste en que un empréstito otorga al obligacionista la facultad de convertir su título de deuda en uno que le dé derecho a formar parte de la estructura accionarial de la empresa.

Las múltiples fórmulas de conversión de estos productos son motivo suficiente para detenernos en el análisis de aquellas que resulten de interés para el presente estudio. No vamos a distinguir las obligaciones convertibles por el origen de la convertibilidad (3), ni por las acciones en que las

-
- (2) ANGULO RODRÍGUEZ, L. DE: *La financiación de empresas mediante tipos especiales de obligaciones*, Publicaciones del Real Colegio de España en Bolonia, Zaragoza, 1968, pág. 102. Del mismo autor: «Tipos y cláusulas especiales en la financiación mediante emisión de obligaciones», *Revista de Derecho Financiero y Hacienda Pública*, 1973, pág. 1.010, y: «Las obligaciones convertibles en acciones en el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas», *Estudios de Derecho Bancario y Bursátil*, Homenaje a Evelio Verdura y Tuells, Tomo I, La Ley, Madrid, 1994, pág. 126. En otras definiciones se hace mayor hincapié en la existencia de un elemento optativo, como en la de GARCÍA BOZA quien entiende que: «las obligaciones convertibles proporcionan un derecho de opción que, de acuerdo con determinadas condiciones estipuladas entre los sujetos emisor y obligacionista, permite a este último cambiar sus obligaciones por acciones, convirtiéndose de esta forma en accionista de una determinada sociedad. En consecuencia, la conversión de obligaciones constituye la facultad por la cual dichos títulos valores pueden transformarse en otros de distinta naturaleza» (GARCÍA BOZA, J.: «Características y modalidades de las obligaciones convertibles», *Actualidad Financiera*, núm. 26, 1989, pág. 1.752. Del propio autor: «Estudio analítico de las hipótesis de conversión de los empréstitos convertibles en acciones», *Actualidad Financiera*, núm. 15, 1990, pág. 909; y «Valoración financiera y cláusulas antidilución en las obligaciones convertibles», *Actualidad Financiera*, núm. 47, 1990, pág. 2.821). En similar sentido se pronuncia JORDA DURA quien define las obligaciones convertibles del siguiente modo: «técnicamente los valores convertibles representan empréstitos de obligacioners [sic] que incorporan una opción para convertir las obligaciones en otros valores, perdiendo el derecho a percibir los cupones y la amortización por el valor de reembolso y accediendo al disfrute de los beneficios inherentes a la posesión del nuevo título» (JORDA DURA, M. P.: «Las obligaciones convertibles y canjeables: el mercado español en 1986 y 1987», *Actualidad Financiera*, núm. 45, 1988, pág. 2.440). Otros autores se fijan más en los aspectos financieros, así CACHÓN BLANCO considera que: «Son obligaciones convertibles aquellas en que el titular tiene la facultad de convertir o transformar dichos valores en acciones de la sociedad en uno o varios momentos o de forma continua, al precio determinado en la escritura de emisión o determinable de acuerdo con las indicaciones contenidas en dicha escritura. El titular no ha de convertir inexorablemente, sino que tiene un derecho que puede ejercitar o no. La sociedad emisora, por el contrario, debe esperar la decisión del obligacionista y actuar en consecuencia (emitiendo acciones, entregando acciones, etc.)» (CACHÓN BLANCO, J. E.: *Derecho del Mercado de Valores*, Dykinson, Tomo I, Madrid, 1992, pág. 253).
- (3) En la distinción de las fórmulas de convertibilidad por su origen, ANGULO, tomando como referencia los trabajos de THALLER, MINERVINI, GARRIGUES y URÍA, distingue entre: «convertibilidad nacida del contrato de emisión de las obligaciones y convertibilidad posterior de las obligaciones emitidas como ordinarias» (ANGULO RODRÍGUEZ, L. DE: *La financiación de...*, *op. cit.*, pág. 103).

obligaciones son convertibles (4), ni por las condiciones en que haya de realizarse la conversión (5), sino que vamos a diferenciar las obligaciones en función de la estructura del capital de la empresa, esto es, entre obligaciones convertibles y canjeables (6).

Una obligación convertible, en sentido estricto (en contraposición al significado amplio que abarca tanto a las convertibles y a las canjeables), es, en palabras de JORDA DURA, «aquella que al transformarse en acción desencadena un proceso de ampliación de capital en donde el número de acciones emitidas queda determinado por el número de obligaciones que se convierten» (7). Por contra, «en el canje se produce un cambio de obligaciones por acciones en cartera, lo que supone la no modificación de la partida de capital de la empresa» (8). Por lo tanto, la diferencia entre ambos tipos de obligaciones, como indica TAPIA HERMIDA, «radica en el hecho de que, mientras en las convertibles aquella facultad se dirige a acciones "nuevas", procedentes de un aumento de capital con emisión de las mismas contemporáneo a su emisión; en las obligaciones canjeables, la facultad se refiere a acciones "viejas" que la propia sociedad tiene en cartera» (9). La canjeabilidad no sólo se predica respecto a las acciones que posee la empresa en autocartera sino que también pueden proceder de la transformación de las obligaciones en acciones de otra sociedad (10) o cuando un intermediario dispone de tales acciones con compromiso de entregarlas a los obligacionistas que conviertan, a cambio de la retribución establecida (11).

-
- (4) En este supuesto de convertibilidad ANGULO, citando a ONIDA y a GLOBET, establece dos subdivisiones:
- «a) Convertibilidad en acciones de la sociedad emisora de las obligaciones y convertibilidad en acciones de otra sociedad distinta de la empresa emisora...
 - b) Convertibilidad en acciones ordinarias y en acciones privilegiadas. Además, hay casos de convertibilidad en los llamados *units*, grupos de acciones y obligaciones (éstas serían ordinarias) o de acciones ordinarias y privilegiadas».
- (*Ibíd.*, págs. 103-104).
- (5) En el presente caso, ANGULO, citando a MINERVINI, ONIDA y DE MARTINI, establece, también, una subclasificación: «a) Convertibilidad forzosa y facultativa... b) Convertibilidad a la par, con prima a favor de las acciones y con prima a favor de las obligaciones (*Ibíd.*, págs. 104-105).
- (6) SAINZ DE BUJANDA distingue entre canje simple, conversión y canje por conversión, en los siguientes términos: «1.º Sustitución de unos títulos por otros, sin que se alteren los valores representados por los títulos que se canjean (canje simple). 2.º La modificación de los derechos y obligaciones que constituyen el contenido de unos valores ya emitidos, sin que esta modificación lleve aparejada el canje de títulos (conversión). 3.º Sustitución de unos títulos por otros, como consecuencia de los cambios sobrevenidos en el contenido jurídico o económico a los valores representados por tales títulos (canje por conversión) (SAINZ DE BUJANDA, F.: «Canje y conversión de valores mobiliarios mercantiles», *Revista de Derecho Mercantil*, núm. 5, 1946, pág. 155). Como la operación que denomina canje simple no es habitual en el mercado, nos vamos a centrar en las otras dos modalidades.
- (7) JORDA DURA, M. P.: «Las obligaciones convertibles...», *op. cit.*, pág. 2.441.
- (8) Sobre el contenido de ambos conceptos, obligación convertible y canjeable, puede consultarse: JORDA DURA, M. P.: «Las obligaciones convertibles...», *op. cit.*, pág. 2.441; SAINZ DE BUJANDA, F.: «Canje y conversión...», *op. cit.*, pág. 155. CACHÓN BLANCO, J. E.: *Derecho del Mercado de Valores*, Tomo I, Dykinson, Madrid, 1992, pág. 253. Sin denominarlas obligaciones canjeables pero contemplando la posibilidad de que la empresa entregue acciones de autocartera: ANGULO RODRÍGUEZ, L. DE: *La financiación de...*, *op. cit.*, pág. 142 y ss. Acerca de los problemas de licitud de esta operación: TAPIA HERMIDA, A. J.: «Las obligaciones convertibles en el Derecho español», *Derecho de Sociedades Anónimas*, Tomo II, vol. 2, Civitas, Madrid, 1994, pág. 1.115 y ss.
- (9) TAPIA HERMIDA, A. J.: «Las obligaciones convertibles...», *op. cit.*, pág. 1.115.
- (10) JORDA DURA, M. P.: «Las obligaciones convertibles...», *op. cit.*, pág. 2.441.
- (11) CACHÓN BLANCO, J. E.: *Derecho del Mercado...*, *op. cit.*, pág. 253.

Llegados a este punto conviene recordar que la Ley de Sociedades Anónimas sólo se refiere a las obligaciones convertibles, *stricto sensu*, de relación fija (12), lo cual ha llevado a algún autor a negar la posibilidad de contratar otro tipo de convertibles (13). En contra de esta interpretación se posicionó, a nuestro juicio acertadamente, ANGULO RODRÍGUEZ, quien considera que «cuando el artículo 292.1 atribuye a la Junta general la determinación de "las bases y las modalidades de la conversión" y el artículo 294.1 la posibilidad de acordar "otro procedimiento" para efectuar la conversión distinto del que el precepto regula, se están permitiendo cuantas modalidades respeten los límites que a la libertad de pactos fija el artículo 1.255 del Código Civil» (14). En la práctica, se sigue esta postura puesto que ni la Comisión Nacional del Mercado de Valores, ni los registros mercantiles han puesto impedimentos a las emisiones realizadas utilizando otras fórmulas de emisión (15).

III. NATURALEZA FISCAL DE LAS OBLIGACIONES CONVERTIBLES (16)

Uno de los autores que ha estudiado con más detenimiento el régimen fiscal de las obligaciones convertibles es RAMÍREZ MEDINA para quien: «las obligaciones convertibles han de encajarse desde el punto de vista fiscal dentro del concepto de títulos con rendimiento implícito. El

-
- (12) Como acertadamente expone Javier GARCÍA DE ENTERRÍA resulta evidente «que la regulación de las obligaciones convertibles en acciones contenida en el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas está pensando claramente en la utilización de relaciones o precios de conversión fijos e invariables, determinados de forma matemática en el momento de la emisión, y que permitan conocer de antemano el número de acciones reservado a quienes conviertan. La exigencia de aumentar el capital simultáneamente a la emisión de las obligaciones convertibles (art. 292), el derecho de suscripción preferente reconocido a los tenedores de éstas sobre los aumentos de capital con emisión de nuevas acciones y sobre las nuevas emisiones de obligaciones convertibles (arts. 158.1 y 293.2, respectivamente) y la modificación de la relación de cambio prevista para los supuestos de aumento de capital con cargo a reservas o de reducción de capital por pérdidas por parte de la sociedad emisora con anterioridad a la conversión (art. 294.2) son disposiciones que sólo pueden ser aplicadas correctamente mediante el recurso a relaciones fijas, como las conocidas desde hace varias décadas en los mercados de valores más desarrollados» (GARCÍA DE ENTERRÍA, J.: «La nueva regulación de las obligaciones convertibles en acciones», *Revista de Derecho Mercantil*, 1990, pág. 59).
- (13) Javier GARCÍA DE ENTERRÍA sostiene que «no nos corresponde a nosotros determinar las razones que han movido al legislador español a introducir una ordenación de las obligaciones convertibles en acciones que cierra el paso a fórmulas como las que han imperado tradicionalmente en nuestro mercado» (*Ibid.*, pág. 60).
- (14) El propio autor señala que «la emisión o el régimen de conversión han de observar las prescripciones de los tres preceptos que dedica la LSA a las obligaciones convertibles, cuyo contenido, *mutatis mutandis*, resulta aplicable en buena medida a modalidades de conversión no reguladas directamente en los mismos, aun cuando algunas de sus previsiones solamente resulten referidas a concretas modalidades de emisión» (ANGULO RODRÍGUEZ, L. DE: «Las obligaciones convertibles en acciones...», *op. cit.*, pág. 129). Refrendan esta opinión: CACHÓN BLANCO, J. E.: «Las obligaciones convertibles: régimen jurídico», *Cuadernos de Derecho y Comercio*, núm. 8, 1990, pág. 117 y ss., y del propio autor: *Derecho del Mercado...*, *op. cit.*, pág. 259. Aunque manifestando dudas, PRADA GONZÁLEZ también parece defender esta tesis: PRADA GONZÁLEZ, J. M. DE: «Problemas que plantea la nueva regulación de las obligaciones convertibles», *Anales de la Academia Matritense del Notariado*, XXXI, 1991, pág. 387 y ss.
- (15) ANGULO RODRÍGUEZ, L. DE: «Las obligaciones convertibles en acciones...», *op. cit.*, pág. 129.
- (16) El análisis de la naturaleza tributaria de las obligaciones convertibles se va a desarrollar exponiendo, en primer lugar, las diferentes opiniones doctrinales emitidas al respecto. Como segundo paso, se hará una revisión conceptual y por último se propondrá la solución que entendemos más adecuada.

razonamiento para llegar a esta conclusión se basa en que las obligaciones convertibles son objeto de verdadera amortización al tiempo de la conversión. Lo que ocurre es que son amortizadas en especie mediante la entrega de las correspondientes acciones siempre en la proporción que ha sido fijada» (17). Ahora bien, esta calificación la predica cuando la obligación convertible se retribuye implícitamente, porque cuando el rendimiento es explícito «la diferencia entre el valor de adquisición de las obligaciones convertibles y el de cotización o teórico (según los casos) de las acciones recibidas tendrá el tratamiento propio de los incrementos o disminuciones patrimoniales por lo que no procede practicar retención» (18).

Por su parte, GIMÉNEZ-REYNA RODRÍGUEZ y ZURDO RUIZ-AYÚCAR sostienen que: «el legislador parece que ha zanjado la cuestión en la Ley de Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito, en el sentido de calificar estos supuestos como de rendimiento implícito» (19). VALENCIA ALONSO, estudiando el deber de información, mantiene una postura similar: «no se pretende abordar aquí la controversia existente en cuanto a la consideración de los títulos convertibles con ventajas implícitas de conversión como de rendimiento implícito o explícito» (20). Como se puede comprobar, del citado texto se desprende la condición de rendimiento de capital mobiliario de la conversión de obligaciones.

GARCÍA-OVIES SARANDESES y SESMA SÁNCHEZ encuentran razones a favor de calificar como rendimiento de capital la conversión de obligaciones: «a favor de su consideración como rendimiento implícito del capital puede hacerse el siguiente razonamiento. En primer lugar, y como posteriormente veremos, el concepto de rendimiento implícito tal y como se definió en la Ley de Activos Financieros de 1985 asume lo que hasta entonces se consideraban variaciones patrimoniales al calificar como tal la diferencia entre el importe satisfecho en la emisión, primera colocación o endoso y el obtenido al transmitir, amortizar o reembolsar el título. Pese a no considerar de forma expresa el supuesto de la conversión de títulos entre estas operaciones, creemos que este concepto puede entenderse igualmente incluido dentro de la categoría de los rendimientos implícitos puesto que la diferencia de valor en caso de conversión sí era tenida en cuenta en la legislación anterior a los efectos de considerar la existencia de un incremento o una disminución patrimonial» (21).

Ambas autoras continúan la argumentación acudiendo al artículo 43.2 j) [en la actualidad 43.2 h)] del Reglamento del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas: «si tenemos en cuenta, además, que el artículo 43.2 j) del Reglamento actual del Impuesto sobre la Renta dispone la

(17) RAMÍREZ MEDINA, E.: «La fiscalidad de las obligaciones...», *op. cit.*, pág. 7.

(18) *Ibid.*, pág. 9.

(19) GIMÉNEZ-REYNA RODRÍGUEZ, E.; ZURDO RUIZ-AYÚCAR, J.: «Obligaciones convertibles...», *op. cit.*, pág. 232.

(20) VALENCIA ALONSO, F.: «La información fiscal sobre los activos financieros», *Libre circulación de capitales, transacciones exteriores y fiscalidad*, XXXVI Semana de Estudios de Derecho Financiero, Instituto de Estudios Fiscales, Madrid, 1991, pág. 498.

(21) GARCÍA-OVIES SARANDESES, I.; SESMA SÁNCHEZ, B.: «Rendimientos íntegros del...», *op. cit.*, pág. 574; GARCÍA-OVIES SARANDESES, I.; SESMA SÁNCHEZ, B.: *Fiscalidad de las rentas...*, *op. cit.*, págs. 44-45.

inexistencia de la obligación de retener o de ingresar a cuenta sobre las "primas de conversión de obligaciones en acciones cuando tengan la consideración de rendimiento de capital mobiliario", debemos admitir que el momento de la conversión puede reconducirse a la operación de cesión y que, en consecuencia, puede dar lugar a un rendimiento de capital mobiliario, implícito si la obligación convertible no incorpora un interés y mixto si lo incorpora, y no a un incremento o disminución patrimonial derivado de un título participativo» (22).

Por último, SÁNCHEZ PIÑOL, en un artículo previo a la publicación de la Ley de Activos Financieros, considera la conversión como una permuta, por lo tanto, debe someterse al Impuesto General sobre la Renta como plusvalía o minusvalía (23).

En definitiva, puede observarse cómo todos los autores citados, excepto el último (24), encuentran razones para calificar la conversión como rendimiento del capital mobiliario.

Sin embargo, GARCÍA-OVIES SARANDESES y SESMA SÁNCHEZ opinan que no debe ser tal su calificación: «a nuestro juicio sería más conveniente inclinarse por la calificación de la ganancia obtenida en la conversión como incremento de patrimonio. Primero, porque, como ya señalamos, la categoría de los rendimientos implícitos queda reservada para las diferencias en metálico satisfechas al enajenar, amortizar o reembolsar el título. Segundo, porque nótese que el legislador omite expresamente toda referencia a la operación de conversión entre los supuestos que generan rendimientos implícitos y, por contra, sí la menciona expresamente en el artículo 48.1.f) de la ley. Tercero, porque no se resuelve el problema de las transmisiones intermedias del título. Cuarto, y último, ¿qué sentido tiene calificarlo como rendimiento implícito si el activo va a merecer la calificación final de activo mixto puesto que genera ambos tipos de rendimientos y, en consecuencia, lo normal es que quede sometido al régimen de los rendimientos explícitos por ser el interés mayor que la prima de conversión -y, además, el propio Reglamento del Impuesto exime de retención a esta denominada «prima de conversión»-? La única objeción posible a esta calificación sería la cuantificación de esta plusvalía, puesto que, en definitiva, estamos ante una ganancia tácita, no materializada independientemente sino contenida en el mayor (o menor) valor del título recibido en la conversión. (...)» (25). No obstante, reconocen que no es una cuestión que quede resuelta con claridad: «en todo caso, y puesto que no debemos olvidar la posibilidad que ofrece el Reglamento del Impuesto de considerar la prima de conversión como rendimiento implícito del capital mobiliario, sería desde luego deseable una aclaración legislativa sobre el régimen fiscal de estos activos» (26).

(22) GARCÍA-OVIES SARANDESES, I.; SESMA SÁNCHEZ, B.: «Rendimientos íntegros del...», *op. cit.*, pág. 574; GARCÍA-OVIES SARANDESES, I.; SESMA SÁNCHEZ, B.: *Fiscalidad de las rentas...*, *op. cit.*, págs. 44-45.

(23) SÁNCHEZ PIÑOL, D.: «Los bonos convertibles ante el gravamen de las plusvalías», *Crónica Tributaria*, núm. 9, 1974, pág. 100.

(24) Que SÁNCHEZ PIÑOL no apoye la calificación de rendimiento de capital es lógico puesto que cuando publicó su artículo, en 1974, no se había publicado la Ley de Activos Financieros. Esta norma ha sido, según los autores, la que ha provocado el cambio de calificación (por todos *vid.*: RAMÍREZ MEDINA, E.: «La fiscalidad de las obligaciones...», *op. cit.*, pág. 2).

(25) GARCÍA-OVIES SARANDESES, I.; SESMA SÁNCHEZ, B.: *Fiscalidad de las rentas...*, *op. cit.*, págs. 46-47.

(26) *Ibid.*, pág. 47.

Más adelante veremos cómo la calificación propuesta por ambas autoras es también, en nuestra opinión, más adecuada.

En el ámbito del derogado Impuesto sobre Sociedades la solución parece no ser la de calificar dichas rentas entre los rendimientos del capital, ya que el artículo 138 de su reglamento concedía la calificación de incremento y disminución de patrimonio a las operaciones de conversión. El enunciado de este precepto era como sigue: «en las operaciones de canje o conversión, se computará incremento o disminución patrimonial...». Sin embargo, RAMÍREZ MEDINA defendió que el artículo 138 del Reglamento del Impuesto sobre Sociedades había sido derogado por la Ley de Activos Financieros y apostaba por la aplicación de un único régimen fiscal para las obligaciones convertibles, sin tomar en consideración la circunstancia de la naturaleza personal del obligacionista (27).

Una vez conocidas las posiciones doctrinales al respecto, creemos necesario, con carácter previo a la exposición de la postura que entendemos más adecuada, plantear una revisión de conceptos porque es imposible determinar la naturaleza de una cosa si no se tiene claro qué es esa cosa. Me explico, en toda conversión se pueden encontrar los siguientes elementos:

- Ratio de conversión. El ratio de conversión es el número de acciones en las que la obligación se va a convertir.
- Precio de la acción. Éste es el precio al que se acuerda adquirir las acciones.
- Precio de conversión. Precio al que se encuentran las acciones en el momento de la conversión.
- Valor de conversión. El valor de conversión se calcula multiplicando el ratio de conversión por el precio de conversión.
- Valor de partida. Es el resultado de multiplicar el precio de la acción por el ratio de conversión.
- Saldo de conversión. Se calcula por la diferencia entre el valor de conversión y el valor de partida.

(27) RAMÍREZ MEDINA afirma que «la naturaleza fiscal de las obligaciones convertibles no es otra que la de títulos que documentan la captación o utilización de capitales ajenos y cuya retribución está fijada total o parcialmente de forma implícita...». Como esta postura supone derogar el artículo 138 del RIS, apoya su argumentación en dos razones:

- «1. Por un lado, no parece correcto admitir la opción de tributar al tiempo de la conversión o en el futuro dependiendo de las condiciones de emisión de los títulos y sólo en el ámbito de la imposición sobre personas jurídicas. Lo contrario supone una nueva diferencia en los dos impuestos personales que sólo ha de redundar en artificios con finalidad elusiva.
2. Por otro lado, la normativa sobre activos financieros pretende aplicarse de forma uniforme en los dos impuestos personales, por lo que cualquier diferenciación significativa parece contraria a la intención del legislador.»

(RAMÍREZ MEDINA, E.: «La fiscalidad de las obligaciones...», *op. cit.*, págs. 6-7).

- Prima de conversión. La prima de conversión es un elemento de gran trascendencia tributaria ya que en virtud del artículo 43.Dos del Reglamento de Renta: «No existirá obligación de practicar retención o ingreso a cuenta sobre:... h) Las primas de conversión de obligaciones en acciones, cuando tengan la consideración de rendimiento de capital mobiliario».

No existe acuerdo acerca de qué debe considerarse como prima de conversión. En algunos ordenamientos se utiliza este término equiparándolo a la prima que el particular tiene que pagar para reservarse el derecho de conversión (28). Obviamente, no puede ser éste el significado que le otorga la norma reglamentaria española anteriormente citada puesto que un desembolso dinerario no debe suponer, *a priori*, un rendimiento para el propio pagador. Consecuentemente, debemos entender que la norma tributaria considera «prima de conversión» al descuento que tiene lugar en determinadas obligaciones convertibles (29).

Un *ejemplo* ayudará a aclarar estos conceptos. Imaginemos una obligación convertible a tipo fijo (30), en la que se den los siguientes datos: el nominal de la obligación es 1.000, y proporcionará un interés del 10 por 100 pagadero semestralmente. Cada obligación da derecho a dos acciones

-
- (28) En algunos países se le da gran importancia al elemento optativo de la obligación convertible, y como para tener derecho a optar hay que pagar una prima, la prima de conversión se convierte en una cantidad dineraria ofrecida por el adquirente de la obligación. Como botón de muestra citaremos los ordenamientos siguientes. En Estados Unidos, se considera prima de conversión al «valor de mercado del bono menos su valor de conversión, es decir, la prima que un inversor debe pagar para tener el privilegio de poder convertir en un momento determinado» (AUSTER, R.: *Tax planning for securities and options transactions*, Commerce Clearing House, Chicago, 1988, pág. 82). En Alemania se prevén dos tipos de obligaciones convertibles (art. 221 AktG): las típicas (*echte wandelschuldverschreibungen/wandelanleihen*) y las atípicas (*unechte wandelschuldverschreibungen*). Las obligaciones típicas representan un crédito unido al derecho de renuncia de retribución al que va unido, en su lugar, la atribución de acciones. El ejercicio de la opción pone fin a las relaciones contractuales establecidas entre las partes bajo la forma de crédito y hace nacer una participación en la sociedad emisora de la obligación convertible. Las obligaciones convertibles consideradas atípicas se conocen también como empréstitos con opción (*optionsanleihen*). Al crédito representado por esta obligación negociable se le une un bono de suscripción de acciones del emisor de esa obligación o de otra sociedad) (KANDLER, G.: «Allemagne», *Fiscalité des instruments financiers des entreprises dans la Communauté Européenne*, Nouvelles Editions Fiduciaires, Paris, 1991, pág. 61 y ss.; asimismo puede consultarse: RENÉ THEISEN, M.; WENZ, M.: «Federal Republic of Germany», *Tax treatment of financial instruments*, Kluwer Law International, 1996, pág. 186). En el Reino Unido ocurre algo similar puesto que el *Inland Revenue Consultative Document Convertible and Indexed Securities* de 27 de octubre de 1989, en su párrafo 1.2, establece que en aquellos supuestos en que existe una opción, normalmente se pagará una prima (TILEY, J.: «Royaume-Uni», *Fiscalité des instruments financiers des entreprises dans la Communauté Européenne*, Nouvelles Editions Fiduciaires, Paris, 1991, pág. 427, del mismo autor: «United Kingdom», *Tax treatment of financial instruments*, Kluwer Law International, 1996, pág. 307 y ss.).
- (29) Señala TAPIA HERMIDA que: «en la práctica financiera española, las obligaciones convertibles se caracterizan, entre otras peculiaridades, por establecer generalmente relaciones de conversión variable que refieren la conversión a la cotización de las acciones durante un cierto período inmediatamente antecedente al momento de la conversión y aplican un descuento respecto al mismo» (TAPIA HERMIDA, A. J.: «Las obligaciones convertibles en...», *op. cit.*, pág. 1.176).
- (30) «Son obligaciones de conversión a relación fija aquellas en las que se determina en las condiciones de emisión el precio de las acciones para el momento o momentos de conversión... A veces, no se fija el precio de las acciones sino la proporción, por ejemplo, 4 acciones por cada obligación, pero en términos financieros es lo mismo, dado que las obligaciones normalmente se valoran a un precio fijo que es su valor nominal o bien su valor nominal más los intereses corridos hasta la fecha de la conversión» (CACHÓN BLANCO, J. E.: *Derecho del Mercado...*, *op. cit.*, pág. 254).

cuyo precio de cotización en la fecha de emitir las obligaciones convertibles es de 500 pesetas. Si llegada la fecha de conversión el precio de la acción es de 600, el titular de las obligaciones obtendrá los siguientes beneficios: podrá adquirir dos acciones por 1.000 cuando su valor es 1.200. En este ejemplo el ratio de conversión es 2, el precio de la acción 500, el precio de conversión 600, el valor de conversión 1.200, el valor de partida 1.000 y el saldo de conversión 200 (31).

Pero, lo característico del mercado español es el recurso a las relaciones variables (32), así que conviene ofrecer un *ejemplo* con esta clase de obligaciones convertibles. Supongamos que una obligación convertible tiene un valor nominal de 1.000. En ese momento el precio de una acción es de 1.000. La acción o acciones se adquirirán con un 10 por 100 de descuento. Con estos datos, si llegado el momento de la conversión las acciones pasan a valer 1.111, el titular de la obligación adquirirá 1'11 acciones (33). Como no hay ratio de conversión, porque en las obligaciones convertibles a tipo variable no se establece un número de acciones a entregar, tampoco hay valor de conversión ni valor de partida. Al carecer de ambos valores tampoco existe saldo de conversión. En las obligaciones convertibles a relación variable sólo hay precio de la acción, precio de conversión y prima de conversión. El ratio de conversión, así como los valores de conversión y de partida sólo se podrán calcular una vez se haya convertido la obligación. En estas operaciones no cabe la existencia de un saldo de conversión.

Una vez aclarados estos conceptos, se puede concluir que los titulares de obligaciones convertibles obtienen, o pueden obtener, los siguientes rendimientos (34): en primer lugar, rendimientos derivados de la obligación. En segundo término, rendimientos resultantes de la prima de conversión. En tercer lugar, los rendimientos derivados del saldo de conversión. En cuarto lugar, los rendimientos derivados de la participación en fondos propios. Y, por último, los rendimientos resultantes de la enajenación de las acciones.

(31) Puede pensarse algún supuesto de conversión fija en el que se establezca una prima de conversión (descuento), por ejemplo, si la prima se retribuye mediante la devolución al inversor del importe de dicha prima. Pero al no ser éste un supuesto habitual, centraremos la exposición con las obligaciones convertibles a tipo variable.

(32) «En nuestro país, afirma GARCÍA DE ENTERRÍA, la fórmula típica consiste en atribuir una determinada valoración a las obligaciones a efectos de su conversión (normalmente su valor nominal, al que en ocasiones se agregan los intereses devengados hasta la fecha de ejercicio de la conversión), mientras que las acciones a obtener a cambio se valoran según su cotización media en una época o en determinadas sesiones bursátiles inmediatamente anteriores a la apertura del período de conversión. Y al precio de las acciones resultante se aplica un descuento, que suele oscilar entre el 10 y 20 por 100, para favorecer la conversión en relación a la adquisición directa de las acciones. Por lo tanto, el suscriptor de obligaciones convertibles no conoce la entidad de la participación accionaria que puede obtener a través de la conversión de sus títulos más que al abrirse los períodos de conversión. De la misma forma, no obtiene beneficios sustanciales de una posible elevación de la cotización de las acciones de referencia, pues el número de éstas disminuiría como consecuencia de dicha subida. En cambio, se reserva desde el inicio la posibilidad de adquirir títulos de participación social de la sociedad emisora con una cierta rebaja respecto al precio de mercado, cualquiera que sea éste, por el descuento que se le reconoce a efectos de conversión» (GARCÍA DE ENTERRÍA, J.: «El significado de la...», *op. cit.*, pág. 12 y ss.).

(33) Suponemos que no se ha establecido una cláusula antidilución (sobre este particular puede consultarse entre otros: CACHÓN BLANCO, J. E.: *Derecho del Mercado...*, *op. cit.*, pág. 265 y ss.).

(34) En esta ocasión utilizamos el término rendimiento en sentido económico, equiparándolo a ingresos.

Carece de problemas de calificación los beneficios mencionados en primer, cuarto y quinto lugar, siendo objeto de la polémica los otros dos.

1. Prima de conversión.

La prima de conversión, entendida como descuento, es un beneficio que se concede al obligacionista con el fin de incentivarlo a que convierta su obligación. Por tanto, a nuestro parecer, no se puede confundir esta prima con la de amortización (35). En la propia Ley de Renta se utiliza la expresión conversión de modo distinto al de amortización. Así, el artículo 48.Uno.f) establece una norma específica para cuando la alteración en el valor del patrimonio proceda: «de la transmisión, amortización, canje o conversión de...». De donde se deduce que si amortización y conversión son operaciones distintas, la prima de amortización y la de conversión serán, también, conceptos diferentes. Y no puede ser de otra forma puesto que, aunque económicamente, se llegue al mismo fin, extinción de la obligación, jurídicamente son dos operaciones distintas por cuanto el conjunto de derechos y obligaciones existentes entre las partes son diversos (36). Además, la finalidad de ambas primas tampoco coincide. En un caso, el de las obligaciones no convertibles, la prima de amortización tiene como fin el de proporcionar un mayor rendimiento al obligacionista. En el supuesto de las obligaciones convertibles, la prima de conversión se implanta con el fin de incentivar al obligacionista a convertir su derecho para que pase a formar parte del capital social de la empresa. Esta diferencia que tratamos de defender puede entenderse mejor si se plantea en los siguientes términos: la prima de amortización es la contraprestación por la cesión de capitales, mientras que la prima de conversión es el beneficio que el titular tiene por convertirse en accionista. Esta prima se recibirá como una contraprestación por la conversión.

Ahora bien, aun siendo conceptos distintos parece que el Reglamento del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas permite la calificación de algunas, que no todas, de estas primas entre los rendimientos de capital mobiliario al señalar en su artículo 43.Dos.h) que no existirá obligación de practicar retención o ingreso a cuenta sobre «las primas de conversión de obligaciones en acciones cuando tengan la consideración de rendimientos del capital mobiliario». Si hay posibilidad de practicar retención es, de momento, porque a estas primas no se les considera como incremento de patrimonio (37).

(35) VELASCO ALONSO distingue entre prima de emisión, de amortización, mixta y prima de conversión, con lo que parece que no identifica la prima de amortización con la de conversión (VELASCO ALONSO, A.: «La emisión de obligaciones con prima», *Revista de Derecho Mercantil*, 1949/1, pág. 382).

(36) En contra de esta tesis se pronuncia RAMÍREZ MEDINA para quien «la consideración como rendimiento de capital mobiliario de "las primas de emisión o amortización" supone un argumento complementario del anterior, ya que la realidad económica que subyace en una conversión de obligaciones en acciones es, ciertamente, una amortización de los títulos inicialmente emitidos (normalmente con una prima de amortización indeterminada hasta el momento mismo del ejercicio del derecho a la conversión, al depender frecuentemente de la cotización bursátil en ese momento) que se manifiesta en un reembolso en especie» (RAMÍREZ MEDINA, E.: «La fiscalidad de las obligaciones...», *op. cit.*, pág. 2).

(37) Es de sobra conocido que los incrementos de patrimonio no están sometidos a retención ni a ingreso a cuenta.

La pregunta surge inmediatamente ¿qué primas de conversión son las que se consideran rendimientos de capital?, o quizás una cuestión previa ¿realmente existe alguna prima que pueda calificarse como rendimiento de capital?

El artículo 31 de la Ley de Renta ofrece una flexible y amplia definición de rendimiento de capital, fruto de las reformas acaecidas en 1985. De acuerdo con este precepto, tienen esa consideración «la totalidad de las utilidades o contraprestaciones, cualquiera que sea su denominación o naturaleza, que provengan directa o indirectamente de elementos patrimoniales, bienes o derechos, cuya titularidad corresponda al sujeto pasivo y no se hallen afectos a actividades empresariales o profesionales realizadas por el mismo».

Sin demasiados problemas se puede defender que la prima de conversión es una contraprestación proveniente de elementos patrimoniales cuya titularidad corresponde al sujeto pasivo, sin que estén afectos a una actividad empresarial o profesional. Por lo tanto, los rendimientos derivados de las primas de conversión pertenecen a la categoría de los del capital. Si llegar a esta conclusión, al parecer pacífica en la doctrina (38), es sencillo, no nos parece tanto incardinarlo entre los diversos rendimientos integrados en esa amplia definición. Parece que se podría descartar su inclusión entre los rendimientos del capital inmobiliario, aunque no es tarea simple pronunciarse acerca de si son rendimientos obtenidos por la «cesión a terceros de capitales propios» (39) o por la «participación en fondos propios de una entidad».

En favor de la primera tesis se posicionan todos los autores consultados. La razón de que éstos defiendan tal postura radica en que ponen en relación la prima de conversión con la obligación (40). Sin embargo, nosotros entendemos que la obligación, ya goce de rendimiento explícito como implícito, tiene su propia retribución, no formando parte de la misma la adquisición de acciones a precio inferior al de mercado en el momento de la adquisición del valor convertible. A nuestro juicio, en toda obligación convertible deben distinguirse tres diferentes rendimientos: en primer término, los derivados de la retribución del título obligacional; en segundo lugar, los procedentes de la conversión y, por último, los resultantes de la enajenación o retribución de las acciones.

No ofrece excesivos problemas la calificación fiscal del primer y último tipo de rendimiento. El que está siendo objeto de debate es el segundo. Bajo nuestro punto de vista, el rendimiento derivado de la conversión deriva de la misma naturaleza de esa operación. Es decir, si nos preguntamos en qué consiste el beneficio de la conversión de obligaciones, tendremos que concluir que en la adqui-

(38) Como hemos expuesto anteriormente todos los autores que se han pronunciado acerca de la naturaleza tributaria de las obligaciones convertibles con posterioridad a la publicación de la Ley de Activos Financieros, optan por calificar estos rendimientos entre los del capital mobiliario.

(39) La desafortunada expresión «rendimientos obtenidos por la cesión a terceros de capitales propios», bajo nuestro punto de vista, no es más que un nuevo continente para englobar los rendimientos procedentes de préstamos y empréstitos (VILARROIG MOYA, R.: *La tributación de las rentas derivadas de opciones financieras*, tesis doctoral inédita, pág. 432).

(40) Como botón de muestra basta con citar la posición de RAMÍREZ MEDINA para quien la prima de conversión supone «un aliciente para acudir a la operación y que se cifra al tiempo de la conversión. La naturaleza económica de esta fórmula de retribución a la captación o utilización de capitales ajenos no es otra que la de una prima de reembolso satisfecha en especie» (RAMÍREZ MEDINA, E.: «La fiscalidad de las obligaciones...», *op. cit.*, pág. 3).

sición a precio inferior de mercado de las acciones, o, lo que es similar, la adquisición de más acciones por el mismo precio (41). Esta emisión de acciones a precio inferior al de mercado bien se podría denominar, en sentido no técnico (42), una «prima de emisión de acciones». Para evitar confusiones terminológicas es preferible acudir a un término conocido en el ámbito del Derecho Tributario, a saber, la calificación de las compras de acciones nuevas a precio inferior de mercado como compra de acciones parcialmente liberadas. Así pues, descubrimos cuál es nuestra concepción de la naturaleza fiscal de las primas de conversión. En efecto, entendemos que las primas de conversión no son sino adquisiciones de acciones que son emitidas con una liberación parcial, por lo que, no obstante su consideración como rendimiento de capital mobiliario, se encuentran expresamente excluidas de la regulación de los mismos (43). Aunque el artículo 37.1 de la Ley de Renta se refiere a las «acciones liberadas» (44), sin especificar si han de estarlo totalmente o basta una emisión parcialmente liberada, el artículo 48.Uno, en sus apartados a) y b), aclara esta cuestión: «cuando se trate de acciones total o parcialmente liberadas...», de donde se puede concluir que las acciones parcialmente liberadas, aunque pueden integrarse en el amplio concepto de rendimiento de capital mobiliario, quedan excluidas del mismo por expresa voluntad legislativa.

Como la conversión de obligaciones supone la adquisición de acciones a precio inferior al de emisión, o, lo que es lo mismo, acciones parcialmente liberadas, el régimen fiscal de éstas es aplicable a la conversión. Esta solución es válida para las obligaciones convertibles, en sentido estricto, puesto que se suscriben acciones nuevas cuya emisión está parcialmente liberada. Pero, ¿es aplicable también a las obligaciones canjeables? Obviamente, desde el punto de vista del emisor, no es

(41) CACHÓN BLANCO, al exponer las rentabilidades de la emisión de obligaciones convertibles, manifiesta claramente la ventaja que apuntamos: «el accionista puede adquirir acciones a precio inferior al de mercado...» (CACHÓN BLANCO, J. E.: *Derecho del Mercado...*, op. cit., pág. 160).

(42) LARRIBA DÍAZ-ZORITA define las primas de emisión de acciones como «un desembolso que se exige al suscriptor de las mismas por un *quantum* que rebasa su valor de la par y consistente, por lo tanto, en la diferencia entre el precio o tipo de emisión y el valor nominal. Esta prima de emisión es considerada, según el citado autor, por la doctrina y jurisprudencia mercantil, como una aportación suplementaria del socio hacia la sociedad. No es, como a veces se dice, que la prima de emisión sea un incremento de valor sobre el precio nominal de la acción, sino que constituye un suplemento de aportación; el valor de la acción poco tiene que ver con la prima exigida, ya que la prima interviene en la formación del precio de emisión y no directamente en el valor de la acción» (LARRIBA DÍAZ-ZORITA, A.: *Acciones y derechos de suscripción*, Ministerio de Hacienda, Madrid, 1982, pág. 247). El fundamento de esta operación es, en palabras del mismo autor, mantener la proporción que existía antes del aumento de capital, entre el capital social y las reservas acumuladas que, tras una ampliación de capital a la par, puede verse afectada... La emisión de acciones con prima evita, o al menos limita, la dilución o «aguamiento» de éstas... Por otro lado, la prima tiende a robustecer el patrimonio, equilibrando el mismo, al tiempo que evita la excesiva dilución del valor de la acción viniendo, en cierto modo, a desempeñar una función semejante a la del derecho de suscripción preferente... (*Ibid.*, pág. 247 y ss.).

(43) PARRONDO AYMERICH contempla el apartado a) del artículo 48, en su último párrafo como un «mecanismo de diferimiento, pues, sin duda, las acciones liberadas son una "utilidad percibida de una entidad en virtud de la condición de socio, accionista o asociado"», como señala el artículo 37.Uno.1 de la ley, que, sin embargo, quedan expresamente excluidas de dicha categoría (rendimientos del capital mobiliario) por el propio precepto (PARRONDO AYMERICH, J.: «Incrementos y disminuciones de patrimonio», *Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas. Impuesto sobre el Patrimonio*, Tomo II, Instituto de Estudios Fiscales, Madrid, 1995, pág. 476).

(44) El texto del precepto es el siguiente: «Quedan incluidos dentro de esta categoría los dividendos, primas de asistencia a juntas y participaciones en los beneficios de sociedades o asociaciones, así como cualquier otra utilidad percibida de una entidad en virtud de la condición de socio, accionista o asociado. Asimismo se incluyen los rendimientos procedentes de cualquier clase de activos, *excepto la entrega de acciones liberadas, que...*» (la cursiva es nuestra) (art. 37.1 LIRPF).

lo mismo emitir acciones nuevas que entregar acciones ya emitidas; sin embargo, desde la perspectiva del suscriptor, que es la analizada en estos momentos, la operación es idéntica, puesto que se adquieren acciones a precio inferior al de mercado, por lo que entendemos que debe aplicarse la misma solución.

Estudiando la regulación positiva de las obligaciones convertibles bajo este prisma se llega a soluciones fiscales más homogéneas y coherentes, que si se defiende su calificación como rendimiento de capital. En el trabajo de RAMÍREZ MEDINA (45) se pone de manifiesto que la conceptualización de las primas de conversión entre los rendimientos de capital supone otorgar un trato fiscal diferente al suscriptor en función de dos factores: su sometimiento al Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas o al de Sociedades; y el tipo de emisión (46). Esta disparidad de tratos, provocada -en parte- por la Ley 14/1985, se puede salvar interpretando la operación del modo anteriormente expuesto.

Con la solución que proponemos, el beneficio que supone adquirir acciones a precio inferior al de mercado, o un mayor número de acciones por el mismo precio, quedaría gravado en el momento de enajenar la acción y se regiría por las normas reguladoras de los incrementos y disminuciones de patrimonio (47). Ciertamente se produciría un diferimiento en el gravamen de ese beneficio, pero el retraso tan sólo es imputable a la voluntad del legislador (48).

Esta tesis supone reinterpretar el artículo 43.Dos.h) (49) donde se contempla la posibilidad de incluir algunas primas de conversión entre los rendimientos de capital (50). ¿Es esto posible? De acuerdo con lo referido, las primas de conversión no estarían sujetas a retención o ingreso a cuenta puesto que no se someten a gravamen hasta la enajenación de las acciones, y en ese momento tributan como incremento o disminución de patrimonio.

(45) RAMÍREZ MEDINA, E.: «La fiscalidad de las obligaciones...», *op. cit.*, pág. 1 y ss.

(46) La naturaleza de la operación varía dependiendo de si las obligaciones se emiten al descuento (rendimiento implícito) o no (rendimiento explícito).

(47) Esta calificación, la de incremento de patrimonio, para las ganancias obtenidas en la conversión de obligaciones es la que se sigue en la mayoría de los países. Como botón de muestra citaremos el régimen de Estados Unidos donde el menor precio de las acciones supone que cambia la base de las mismas que será gravada cuando se enajene la acción (AUSTER, R.: *Tax planning for securities and options transactions*, Commerce Clearing House, Chicago, 1988, págs. 85 y 86). En el Reino Unido, la sección 133 del TCGA, 1992, considera que las primas de conversión se consideran como parte de la enajenación del activo, con lo que las someten a gravamen como ganancias de capital (sobre este particular puede consultarse: TILEY, J.: *Butterworths UK Tax Guide 1994-1995*, Butterworths, 13.ª edic., Londres, pág. 1.087).

(48) Emitir en estos momentos un juicio de valor acerca de si las acciones total o parcialmente liberadas deben gravarse en un momento o en otro es una tarea ajena al objeto del presente trabajo, con lo que no se va a entrar en valoraciones.

(49) El precepto declara la no obligación de retener o ingresar a cuenta sobre: «las primas de conversión de obligaciones en acciones, cuando tengan la consideración de rendimientos del capital mobiliario» [art. 43.Dos.h) RIRPF].

(50) Quizá pudiera proponerse una exégesis del precepto. Forzando la literalidad del precepto cabría interpretarlo como la innecesidad de practicar retención sobre determinados rendimientos cuando, aun integrándose en la amplia definición de los rendimientos de capital mobiliario, son excluidos de la misma por expresa voluntad legislativa.

Ahora bien, ello no implica que en todo caso la prima de conversión se considere como una participación en fondos propios. Esta postura depende de cómo se formalice la emisión de obligaciones. Ya hemos visto que, como regla general, la naturaleza de la operación escapa del concepto de cesión a terceros de capitales propios, pero ello no quiere decir que en algún caso la prima de conversión merezca dicho calificativo.

Los supuestos en los que la prima de conversión se calificaría como rendimiento de capital en su modalidad de cesión a terceros de capitales propios podrían ser los tres siguientes: en primer lugar, las obligaciones donde la conversión es forzosa y el rendimiento lo compone la prima de conversión; en segundo término, las obligaciones convertibles en las que se renuncia al tipo de interés a cambio de beneficiarse de la prima de conversión; y, por último, en los supuestos en los que la prima compensa un tipo de interés inferior al de mercado.

En dichos supuestos, la prima de conversión conforma la contraprestación de una cesión de capitales. Para ellos será de aplicación el artículo 43.Dos.h) del reglamento, con lo que, aun considerándose rendimiento de capital, no estaría sometido a retención o ingreso a cuenta.

Veamos cada uno de ellos con un poco más de detalle.

A) Conversión forzosa.

La operación que estamos describiendo no responde a la típica obligación convertible. En efecto, para poder obtener el rendimiento el particular debe convertir; por lo tanto, la conversión deviene forzosa. Para este tipo específico de activo financiero la prima de conversión no supone un incentivo a adquirir las acciones sino una auténtica retribución del capital, puesto que se encuentra obligado a la conversión.

En Francia este tipo de producto financiero recibe una denominación específica: «*obligations remboursables en actions*», conocido por su acrónimo ORA. Este producto se diferencia de las OCA («*obligations convertibles en actions*»). Las obligaciones reembolsables pueden adquirir diversos perfiles (51), aunque a los efectos del presente apartado nos interesan las obligaciones cuyo reembolso en acciones es obligatorio. Se han planteado dudas acerca de la naturaleza jurídica de estas obligaciones forzosamente convertibles y, aunque parte de la doctrina parece negarles la calificación

(51) Las obligaciones reembolsables típicas son aquellas en las que la conversión deviene forzosa, aunque también existen créditos convertibles donde el tenedor tiene la posibilidad de escoger entre la conversión o el pago de intereses (éste será el supuesto que analizaremos más adelante), o aquellos denominados ORCI (*obligations remboursables en certificats d'investissement or bonds redeemable in investments certificates*), o sea, obligaciones convertibles en certificados de inversión; o los TSDIRA (*titres subordonnés à durée indéterminée remboursables en actions*), etc. Para un estudio más detallado de todas estas modalidades de obligaciones nos remitimos a: DAVID, C.: «France», *Tax treatment of financial instruments*, Kluwer Law International, 1996, pág. 57 y ss.; DAVID, C.: «France», *Fiscalité des instruments financiers des entreprises dans la Communauté Européenne*, Nouvelles Editions Fiduciaires, Paris, 1991, pág. 182 y ss.; PELTIER, F.: «La nature juridique des ORA», *Jurisque Périodique édition Enterprise*, 1992.II, pág. 155.

de título obligacional, la Administración francesa equipara el reembolso forzoso en acciones con el tipo de interés (52), o sea, que el rendimiento obtenido con este tipo de operaciones es el de un rendimiento de capital.

En nuestro ordenamiento la calificación de este tipo de obligaciones no ofrece dudas, puesto que la entrega de acciones constituiría el reembolso del principal y la prima de emisión, conformaría la retribución en especie del crédito. Ahora bien, es indiferente el tipo de emisión, es decir, que la obligación se emita con un rendimiento implícito o explícito, ya que, en ambos casos, estaríamos ante una contraprestación por la cesión a terceros de capitales propios retribuida *in natura* (53).

B) Renuncia al tipo de interés ofrecido por la obligación a cambio de entrega de acciones.

En este tipo de obligaciones, el tenedor del título o valor tiene la opción de, o bien ejercer su derecho y adquirir las acciones, renunciando al tipo de interés establecido para el crédito, o bien, renunciar a la conversión y cobrar dicho tipo de interés.

Aunque de forma un tanto más velada que en el supuesto anterior, nos encontramos, nuevamente, ante un producto donde no se retribuye la conversión sino la obligación, de tal forma que con la entrega de acciones se compensa el principal del crédito, mientras que la prima de conversión remunera la obligación. También en este supuesto, con independencia del tipo de emisión del empréstito, la prima de conversión debería reputarse, a nuestro juicio, como rendimiento de capital mobiliario no sometido a retención.

No obstante, debe hacerse una salvedad para los casos en que exista una verdadera prima de conversión. Imaginemos la siguiente situación: un inversor adquiere obligaciones convertibles, de nominal 1.000, que le confieren la facultad de elegir entre un tipo de interés del 10 por 100 más la devolución del principal, o bien, la posibilidad de adquirir acciones que actualmente cuestan 1.000, más una prima de conversión del 10 por 100. En mi opinión, con la prima no se retribuye la conversión sino que se disfraza la remuneración del crédito. De donde se desprende que la prima de conversión supone la contraprestación de los capitales cedidos.

Ahora bien, qué ocurre si en lugar de una prima de conversión del 10 por 100 (equivalente al tipo de interés del mercado) se estipula una prima mayor, por ejemplo, del 15 por 100. En este supuesto sí puede hablarse, según nuestro criterio, de una verdadera prima de conversión (que ascendería al 5%) puesto que con ella se desea incentivar la conversión.

(52) DAVID, C.: «France», *Tax treatment of...*, *op. cit.*, pág. 57.

(53) Planteemos el siguiente *supuesto*: un particular adquiere una obligación convertible por un precio de 1.000. Esa obligación se retribuirá mediante la adquisición de un número indeterminado de acciones de la empresa «X» cuyo valor nominal en la fecha de emisión de la obligación es de 500 pesetas cada una. Al particular se le concede una prima de conversión del 10 por 100. En este caso carece de sentido premiar la conversión cuando ésta deviene forzosa así que la supuesta prima de conversión constituiría la retribución a la obligación y no la retribución a la conversión. Como puede observarse, que la obligación se emita «al descuento» o con un rendimiento explícito es indiferente para su calificación como rendimiento de capital.

C) Compensación del menor interés estipulado en la obligación.

También merece un estudio *ad casum* la consideración como rendimiento del capital mobiliario de la prima de conversión en aquellos supuestos en que dicha prima compensa la emisión de un empréstito a tipo inferior al de mercado.

Este supuesto supone la emisión de obligaciones convertibles a un tipo de interés que se sitúa por debajo del normal de mercado. Para compensar dicho defecto en el tipo de interés se concede al obligacionista la facultad de convertir su posición crediticia en una participativa y se incentiva dicha transformación concediendo una prima al obligacionista en caso de que convierta.

Nuevamente deberá observarse, en mi opinión, qué cantidad debe calificarse como rendimiento de la obligación y cuál forma parte del premio por convertir. Pese a que la norma española no atiende estos detalles, bajo nuestro punto de vista, existen razones suficientes para utilizar una regla de prorrata en este supuesto. Es decir, nos parece que la prima podría calificarse remuneratoria de la obligación hasta el límite de un tipo de interés normal de mercado, ya que podría entenderse que con dicha parte de la prima se contrapresta la cesión a terceros de capitales propios (54); mientras que el exceso de la prima, esto es, la parte de la prima de conversión que supera la diferencia entre el tipo de interés de mercado y el estipulado en la obligación, constituirá la retribución por la conversión.

En conclusión, para calificar fiscalmente una prima de conversión hay que atender a la estructura de la obligación convertible expuesta en las condiciones de emisión, o, lo que es lo mismo, debe tenerse en cuenta la finalidad de la prima. Si la finalidad de la prima de conversión es la de ofrecer, aparte de la propia retribución de la obligación, un incentivo para que el titular de la obligación la convierta y pase a formar parte de la estructura accionarial de la sociedad, la naturaleza tributaria de esta prima es equiparable a la de las acciones parcialmente liberadas. Por contra, cuando la finalidad de la prima es retribuir la cesión de capitales, estaremos ante una auténtica retribución de capitales, y, por tanto, ante un rendimiento de capital mobiliario no sujeto a retención o ingreso a cuenta.

2. Saldo de conversión.

Como ya anticipamos, llamamos saldo de conversión a la diferencia entre el valor de conversión y el valor de partida. Habrá saldo de conversión únicamente en las obligaciones convertibles a tipo fijo (55) donde se produzca una diferencia en la valoración de las acciones que conforman el ratio de conversión. Esta diferencia puede ser positiva o negativa, en función de la tendencia de precios de las acciones (56).

(54) Además, utilizando esta tesis se evitan posibles fraudes tendentes a eludir la calificación de rendimiento de capital mobiliario. La operación elusiva consistiría en establecer tipos de intereses muy bajos y primas de conversión irregularmente altas.

(55) En las obligaciones convertibles a tipo variable no existe ratio de conversión con lo que el titular de las obligaciones recibirá cuantas acciones representen el nominal de la obligación. Cabe una posibilidad de percibir rendimientos con este tipo de obligaciones y consiste en el acuerdo de conversión de las obligaciones por un importe superior de acciones. Esta operación es poco habitual y se pueden reconducir a ella las conclusiones que se expondrán respecto a las conversiones a tipo fijo, por lo que a ellas nos remitimos.

(56) Cuando el valor de las acciones aumente, el saldo de conversión tendrá signo positivo.

El régimen fiscal de los saldos de conversión era una cuestión que estaba bien y sencillamente regulada en el Real Decreto 2384/1981, de 3 de agosto, del Reglamento del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas. En la Ley 44/1978 no existía ninguna referencia expresa a la regulación de las obligaciones convertibles, pero, como afirma RAMÍREZ MEDINA, «no ofrecía duda la necesidad de incluir la tributación de estas operaciones en el ámbito de los incrementos y disminuciones de patrimonio» (57). Confirmando esta aseveración, el artículo 87 del Reglamento de Renta incluyó entre los incrementos y disminuciones de patrimonio al canje, conversión y estampillado de títulos (58).

Los problemas empezaron a surgir con la creación, por la Ley 14/1985, de los rendimientos implícitos. Estos polémicos rendimientos (59) fueron los causantes del cambio legislativo acaecido por la Ley 48/1985, de 27 de diciembre, de Reforma parcial del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas. En esta poco agraciada norma (60) se reformó el artículo 20.8 de la Ley 44/1978 que en su nueva letra f) dispone: «del canje, conversión o estampillado de títulos, no comprendidos en el artículo 17.2.c) de esta ley, el aumento o disminución patrimonial se determinará por la diferencia entre el valor de adquisición de los títulos que se ceden y el que corresponda a los títulos que se reciban, conviertan o estampillen...».

Son varios los puntos conflictivos que plantea el precepto citado, aunque vamos a detenernos únicamente en la exclusión de las conversiones mencionadas en el artículo 17.2.c). Este precepto regula las contraprestaciones satisfechas por la captación o utilización de capitales ajenos (61). Ahora

(57) RAMÍREZ MEDINA, E.: «La fiscalidad de las obligaciones...», *op. cit.*, pág. 3.

(58) El primer apartado del artículo 87 del Real Decreto 2384/1981 establecía que: «cuando se trate de canje, conversión o estampillado de títulos, el aumento o disminución patrimonial se determinará por la diferencia entre el valor de adquisición de los títulos que se ceden y el que corresponda a los títulos que se reciban o estampillen».

(59) Prestigiosos autores propugnan su mejor colocación entre los incrementos de patrimonio. Así, SIMÓN ACOSTA denuncia que existe «algo de voluntarismo y arbitrariedad en la calificación de los rendimientos implícitos de los activos financieros, que técnicamente estarían mejor ubicados junto con los incrementos de patrimonio, dado que su estructura y las formas en que se manifiestan son similares: las reglas para la determinación del importe de la renta son sustancialmente iguales en ambos casos, pero sólo están suficientemente desarrolladas para los incrementos de patrimonio» (SIMÓN ACOSTA, E.: «Incrementos y disminuciones de...», *op. cit.*, pág. 728). En este mismo sentido se pronuncian GARCÍA-OVIES SARANDESES y SESMA SÁNCHEZ cuando asienten que los rendimientos implícitos son rentas derivadas del capital en su sentido más amplio, por lo que «no debería existir en principio inconveniente para su inclusión como rendimientos del capital. Sin embargo, tal razonamiento atendería únicamente a la fuente de producción del rendimiento y prescindiría del concepto de incremento o disminución que la Ley de 1978 introdujo incorporando una acepción patrimonialista del concepto de renta». Por esta razón, «las nociones de "rendimientos" e "incrementos y disminuciones de patrimonio" no se diferencian atendiendo al elemento generador de los mismos, que puede o no ser coincidente, sino a la forma de su producción...» (GARCÍA-OVIES SARANDESES, I.; SESMA SÁNCHEZ, B.: «Rendimientos íntegros del...», *op. cit.*, pág. 579 y ss.; también: *Fiscalidad de las rentas...*, *op. cit.*, pág. 85 y ss.).

(60) Entre otras muchas críticas que se han vertido sobre la Ley 48/1985 destacamos la efectuada por RAMÍREZ MEDINA respecto de las obligaciones convertibles: «el nuevo texto legal ha empeorado, a nuestro juicio, la redacción reglamentaria al introducir un nuevo elemento de confusión en esta materia que, como puede observar el lector, no es excesivamente pacífica» (RAMÍREZ MEDINA, E.: «La fiscalidad de las obligaciones...», *op. cit.*, pág. 4).

(61) El texto completo del artículo 17.Dos.c) es como sigue: «Las contraprestaciones de todo tipo, dinerarias o en especie satisfechas por la captación o utilización de capitales ajenos, incluidas las primas de emisión y amortización y las contraprestaciones obtenidas por los partícipes no gestores en las cuentas en participación, créditos participativos y operaciones análogas, así como la diferencia entre el importe satisfecho en la emisión, primera colocación o endoso y el com-

bien, como en el artículo 17 se incluyen todos los títulos en que puede documentarse la captación de capitales ajenos, independientemente de que se retribuyan implícita o explícitamente, el artículo 20.8.f) puede quedar, como afirma RAMÍREZ MEDINA, sin sentido, ya que «al ser las obligaciones en todo caso títulos que documentan la captación o utilización de capitales ajenos, sería siempre de aplicación el régimen definido en el artículo 17 (rendimientos de capital mobiliario) y nunca el contenido en el 20.8 (incrementos y disminuciones patrimoniales)» (62). Por tanto, debe entenderse que quedan amparados por el artículo 20.8 solamente los títulos cuyo rendimiento se fije de forma explícita (63); mientras que los que se retribuyen de forma implícita se regularán conforme las normas de los rendimientos de capital. Ésta parece haber sido la interpretación del legislador del 91 quien en el artículo 48.Uno.f) de la Ley 18/1991 dispone: «cuando la alteración proceda "de la transmisión, amortización, canje o conversión de valores calificados de *rendimiento explícito* (64), representativos de la cesión a terceros de capitales propios, se considerará incremento o disminución de patrimonio la diferencia entre el valor de transmisión, amortización, canje o conversión de los mismos y su valor de adquisición».

Parece que tras la reforma de 1985 el saldo de conversión recibe un trato fiscal diferente en función del tipo de emisión de las obligaciones convertibles, cambiando, pues, la naturaleza de la conversión, ya que en el origen recibía la calificación de incremento o disminución de patrimonio y posteriormente esa calificación se hace depender de la forma de emisión del título convertible.

Sin embargo, entendemos que esta solución requiere ser matizada, puesto que, a nuestro juicio, no siempre que se emita una obligación al descuento (con lo que el rendimiento será implícito) el saldo de conversión debe incluirse entre los rendimientos de capital. Es más, nada tiene que ver el tipo de emisión -al descuento o no- para calificar al saldo de conversión como rendimiento de capital.

Cuando se emiten obligaciones convertibles a tipo fijo donde el nominal de la obligación coincide, en el momento de la emisión, con el precio de las acciones en las que la obligación puede convertirse, no existe rendimiento alguno porque no supone un rendimiento que se ofrece como contraprestación a la cesión de un capital sino que se ha producido, simplemente, una variación del precio de la acción.

Veámoslo con un *ejemplo*, si el nominal de la obligación convertible es 1.000 y da derecho, llegada una fecha determinada, a convertir la obligación en dos acciones cuyo precio, en el momento de emisión, es de 500 cada una, las ulteriores variaciones en el precio de las acciones no pueden,

prometido a reembolsar al vencimiento, en aquellas operaciones cuyo rendimiento se fije total o parcialmente, de forma implícita a través de documentos tales como letras de cambio, pagarés, bonos, obligaciones, cédulas y cualquier otro título similar, utilizado para la captación de recursos ajenos. Cuando la permanencia del título en la cartera del prestamista o inversor sea inferior a la vigencia del título, se computará como rendimiento la diferencia entre el importe de la adquisición o suscripción y el de la enajenación o amortización».

(62) RAMÍREZ MEDINA, E.: «La fiscalidad de las obligaciones...», *op. cit.*, pág. 3.

(63) Pensamos que debido a una errata RAMÍREZ MEDINA entiende que «quedan incluidos en el artículo 20.8 aquellos títulos cuyo rendimiento se fije total o parcialmente de forma implícita...» (*Ibid.*, pág. 3).

(64) La cursiva es nuestra.

en nuestra opinión, ser calificadas como contraprestación a una cesión de capitales, puesto que no se establece ninguna retribución a los capitales y ni siquiera se sabe si la operación va a arrojar un saldo positivo (65). En efecto, cuando se emite una obligación convertible, la entidad emisora acuerda un beneficio para la obligación, que puede ser implícito o explícito. Este beneficio, que es la contraprestación de que habla el artículo 37 de la Ley de Renta, es distinto de la posible ganancia o pérdida que pueda obtener o sufrir el titular de la obligación debido a un aumento o disminución (66) en el precio de las acciones que conforman el objeto de la conversión (67).

En conclusión, la conversión de obligaciones, cuando en el momento de emisión de las mismas el precio de las acciones a recibir sea igual al nominal de la obligación, debe ser considerada como una permuta (68), y por tanto, su calificación fiscal no puede ser otra que la de incremento o disminución de patrimonio. A esta tesis se llega también desde el artículo 48.Uno.j) de la Ley de Renta, puesto que en él se regulan las permutas de bienes o derechos, excepto las recogidas en la letra f). Al excluir expresamente de las permutas la recogida en la letra f) (conversión de valores con rendimiento explícito), la norma está afirmando que esa conversión es una permuta, y como tal recibe el tratamiento de los incrementos de patrimonio, pero se excluye de la letra j) para poder proponer una valoración específica.

(65) De considerarse rendimiento del capital mobiliario la variación de valor de las acciones deberíamos concluir que en los supuestos que el sujeto que convierte su obligación en acciones, cuando éstas han minorado de precio, estaría obteniendo rendimientos del capital mobiliario de signo negativo.

(66) Si disminuye el precio de la acción, lo más probable es que el titular de obligaciones convertibles no ejerza su facultad de conversión y si desea formar parte de la estructura accionarial o participativa de la empresa, puede adquirir las mismas en el mercado a precio inferior al de conversión. Únicamente se convertirá si se desea generar minusvalías.

(67) Ésta es la solución adoptada en muchos países donde además, se difiere el momento del gravamen de la conversión hasta la enajenación de las acciones. Como muestra puede consultarse: artículo 38.7 Code Générale des Impôts, así como DAVID, C.: «France», *Tax treatment of...*, op. cit., pág. 58 y ss.; DAVID, C.: «France», *Fiscalité des instruments...*, op. cit., pág. 184 y ss. En Estados Unidos se deja exenta la conversión cuando la obligación y las acciones que con el derecho de convertir se adquieren pertenecen a la misma empresa. En este supuesto se considera que el inversor mantiene una posición inversora con la misma empresa y se difiere el momento del gravamen de la obligación convertible hasta el momento de enajenación de las acciones adquiridas. Sin embargo, cuando la obligación concede la facultad de adquirir acciones de una empresa distinta a la emisora de las obligaciones, la conversión se somete a gravamen como ganancia o pérdida de capital (Rev. Ruls. 69-135, 1969-1 CB 198; 72-265, 1972-2 CB 222) (AUSTER, R.: *Tax planning for...*, op. cit., págs. 85-86). También en el Reino Unido se traslada el momento del gravamen hasta la enajenación de las acciones, tal y como indica la *Finance Act 1990* Sch. 8 para. 10 (3) (TILEY, J.: «Royaume-Uni», *Fiscalité des instruments...*, op. cit., pág. 429, del mismo autor: «United Kingdom», *Tax treatment of...*, op. cit., pág. 307). Este mismo régimen fiscal se aplica en Alemania donde el beneficio de la conversión se suma al valor de adquisición (*cost basis*) de las acciones y será sometido a gravamen en el momento en que se enajenen (KANDLER, G.: «Allemagne», op. cit., pág. 61 y ss.; asimismo puede consultarse: RENÉ THEISEN, M.; WENZ, M.: «Federal Republic of Germany», op. cit., pág. 193).

(68) Nos adherimos a los autores que opinan que la conversión es una permuta. Nos parece interesante citar un trabajo de SÁNCHEZ PIÑOL donde se defiende esta tesis «...bajo un punto de vista gramatical: "conversión o convertir es sinónimo de *permutar, canjear o cambiar*", palabras todas ellas que significan lo mismo; es decir, "tomar una cosa por otra". Por tanto, podemos considerar que la conversión es una "permuta"». El citado autor apoya esta tesis en las Sentencias del Tribunal Supremo de 22 de junio de 1970, 9 de junio de 1971, 15 de febrero de 1972, 7 de abril de 1972 y 4 de diciembre de 1972 que, referidas al Impuesto sobre Sociedades, equiparan el canje a la permuta (SÁNCHEZ PIÑOL, D.: «Los bonos convertibles...», op. cit., pág. 99 y ss.).

Por esta razón defendemos que la conversión de obligaciones emitidas con una retribución implícita merece el calificativo de permuta no recogida en el artículo 48.Uno.f) de la Ley de Renta, conformando el artículo 48.Uno.j) de la Ley 18/1991 un respaldo legal complementario para considerar esta operación como incremento o disminución de patrimonio (69).

Por último, conviene advertir que hay hechos, en la conversión de obligaciones, que pueden calificarse como rendimiento de capital. Pensemos en el caso ya citado de emisión de obligaciones forzosamente convertibles donde la retribución pactada de la obligación, bien de forma implícita o explícita, consista en la entrega de un número de acciones cuyo precio en el momento de la emisión supera el nominal de la obligación convertible. Sería el supuesto, por ejemplo, de una obligación de nominal 1.000 a la que se une la facultad de convertirse en tres acciones que, en el momento de la emisión de la obligación convertible, alcanzan un precio de 500 cada una. Es evidente que la entrega de tres acciones, en vez de dos, implica una voluntad de retribuir la obligación mediante un pago en especie.

Asimismo, podría calificarse como rendimiento de capital el derivado de una obligación convertible a tipo fijo donde el saldo de conversión esté desequilibrado, es decir, donde el precio de las acciones a adquirir, fijado en el momento de contratar la obligación, es superior al de la obligación.

A semejante conclusión se llegaría si al obligacionista se le otorgase la facultad de elegir entre un tipo de interés y un mayor ratio de conversión. En caso de optar por esta segunda facultad, el rendimiento derivado de la operación sería un rendimiento del capital.

En todos los supuestos citados, es indiferente el tipo de emisión de la obligación ya que en los tres casos el exceso de retribución sobre el nominal o precio de la obligación supone una retribución del capital cedido.

(69) Con esta tesis se elude, además, el problema del cómputo de rendimientos negativos que surge cuando se pretende calificar estos rendimientos como rendimientos de capital. Parece que puede secundar esta opinión RELEA SARABIA al afirmar que: «los supuestos de canje y conversión de acciones carecen de tratamiento específico en la Ley 18/1991, por lo que habrá que interpretar que deben regirse por la regla general, ya referenciada, aplicable a todo contrato de permuta» (RELEA SARABIA, A.: «Normas específicas», *Comentarios a la Ley del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y a la Ley del Impuesto sobre el Patrimonio*, Aranzadi, 1995, pág. 790).