



*Documentos de Trabajo del Departamento de
Derecho Mercantil*

2016/103

Junio 2016

**LA REFORMA DEL REGIMEN LEGAL DE OBLIGACIONES
INTRODUCIDA EN LA LEY 5/2015, DE 27 DE ABRIL, DE
FOMENTO A LA FINANCIACION EMPRESARIAL**

Alejandra Martínez Pérez-Espinosa

Departamento de Derecho Mercantil. Facultad de Derecho.
Universidad Complutense.
Ciudad Universitaria s/n.
28040 Madrid
00 34 -913 94 54 93
E-mail: ammart01@ucm.es
<http://www.ucm.es/dep-derecho-mercantil>

Documento depositado en el archivo institucional EPrints Complutense
<http://www.ucm.es/eprints>

Copyright © 2016 por el autor

**LA REFORMA DEL REGIMEN LEGAL DE OBLIGACIONES
INTRODUCIDA EN LA LEY 5/2015, DE 27 DE ABRIL, DE FOMENTO
A LA FINANCIACION EMPRESARIAL***

ALEJANDRA MARTINEZ PEREZ-ESPINOSA
ABOGADA Y PROFESORA DE DERECHO MERCANTIL

Departamento de Derecho Mercantil. Facultad de Derecho UCM

Resumen: Principales novedades del régimen legal de obligaciones tras la publicación de la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento a la financiación empresarial.

Palabras clave: Obligaciones, emisión, deuda, garantías, acciones, sindicato de obligacionistas, comisario, asamblea general de obligacionistas.

Abstract: Main legislative modifications concerning to the bonds as a result of the Spanish Act “Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento a la financiación empresarial”.

Keywords: Bonds, issuance, debt, guarantees, capital shares, syndicate of bondholders, trustee, general assembly of bondholders.

* Documento de trabajo resultante de la participación de la autora en la mesa redonda “*Financing in the capital market and the new rules on bond issuance*” con motivo de la Ponencia impartida por la Profesora Juana Pulgar Ezquerro en el XIII Congreso Harvard-Complutense (“*Financial crisis: a transatlantic perspective*”), celebrado los días 21 a 23 de septiembre de 2015 en la Harvard Law School y organizado por el Departamento de Derecho Mercantil de la Universidad Complutense de Madrid, el Real Colegio Complutense de Harvard y el Institute for Global Law and Policy de Harvard Law School, con el patrocinio de Banco Santander, el Ilustre Colegio Notarial de Madrid, CUNEF, Bolsas y Mercados Españoles, KPMG y DLA Piper.

**LA REFORMA DEL REGIMEN LEGAL DE OBLIGACIONES INTRODUCIDA EN LA
LEY 5/2015, DE 27 DE ABRIL, DE FOMENTO A LA FINANCIACION
EMPRESARIAL**

Alejandra Martínez Pérez-Espinosa

Abogada y Profesora de Derecho Mercantil
Departamento de Derecho Mercantil
Universidad Complutense de Madrid

SUMARIO:

I. Introducción	4
II. Principales novedades legislativas en el régimen de obligaciones	5
A. Flexibilización de los requisitos materiales	5
B. Requisitos formales para la emisión de obligaciones	8
C. El comisario y el sindicato de obligacionistas	10
D. La emisión de obligaciones en el extranjero	12
III. Conclusiones	13

I. Introducción

El nuevo régimen legal de obligaciones, introducido por la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial (en adelante, LFFE), ha supuesto la reforma parcial del Título XI de Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital (en adelante, TRLSC) así como de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (en adelante, LMV).¹

Como destaca la Exposición de Motivos de la LFFE, la coyuntura económica que ha atravesado España en los últimos años ha puesto de manifiesto las consecuencias de la enorme dependencia de las pymes de la financiación bancaria. En particular, la reducción de la demanda de crédito solvente ha generado un impacto económico muy perjudicial en las pequeñas y medianas empresas que son, precisamente, las que componen mayoritariamente el tejido empresarial español.

Entre las medidas paliativas adoptadas para la pretendida “desbancarización” de la financiación, el Título IV de la LFFE aborda medidas liberalizadoras para favorecer el acceso de las pymes al mercado de capitales y, en particular, mediante la reforma del régimen legal de obligaciones.

El objetivo del presente Documento de Trabajo es exponer las principales novedades legislativas introducidas en materia de obligaciones así como realizar una aproximación crítica sobre la reforma, como punto de partida para posteriores análisis de mayor profundidad del que aquí se pretende.²

¹ A la fecha de publicación del presente Documento de Trabajo, la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores ha sido derogada en virtud de la Disposición derogatoria única del Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores (en adelante, TRLMV).

² Al respecto, ver la próxima publicación de PULGAR EZQUERRA, J. en *Revista de Derecho de Sociedades*, Ed. Aranzadi.

II. Principales novedades legislativas en el régimen de obligaciones

A. Flexibilización de los requisitos materiales

A diferencia del régimen legal precedente a la reforma, la LFFE legitima a todas las sociedades de capital tanto para emitir obligaciones como para garantizar la emisión de obligaciones (ex art. 401.1 TRLSC).

En este sentido, conforme al art. 401.2 TRLSC, se elimina el límite cuantitativo preexistente para la emisión de obligaciones en las sociedades anónimas y se permite a las sociedades de responsabilidad limitada la emisión de obligaciones simples hasta el doble de sus recursos propios (salvo que la emisión esté garantizada con garantías reales o aval solidario).³

La ley no concreta la definición de recursos propios, aunque teniendo en cuenta la terminología habitualmente utilizada en la normativa societaria, entendemos que debería equipararse al concepto contable de patrimonio neto.⁴

A estos efectos, de acuerdo con lo dispuesto en el art. 401.2 TRLSC, las sociedades de responsabilidad limitada que *“tengan obligaciones”* deberán cumplir con los mismos requisitos aplicables a la valoración de las

³ Vid. GARCIA-OCHOA MAYOR, D., “La nueva Ley de Fomento de la Financiación Empresarial” en *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, número 41, 2015, págs. 64 y 65 y GRUPO DE GESTION DE CONOCIMIENTO MERCANTIL DE CUATRECASAS, GONÇALVES, PEREIRA, “Principales novedades de la Ley de Fomento de la Financiación Empresarial” en *Diario La Ley*, número 8529, 2015, pág. 7.

⁴ A favor, GARCIA-OCHOA MAYOR, D., ob. cit., pág. 64.

aportaciones no dinerarias en las ampliaciones de capital de las sociedades anónimas.

A la vista del citado precepto legal, surge la duda de si la aplicación de los requisitos previstos en los arts. 67 a 72 TRLSA, para las aportaciones no dinerarias realizadas a una sociedad anónima, se deben extender a todas las sociedades de responsabilidad limitada que hayan emitido o garantizado una emisión de obligaciones o, por el contrario, únicamente a aquellas que hayan realizado una emisión de obligaciones.

En nuestra opinión, del tenor literal del art. 401.2 TRLSC, lo más plausible es considerar que el ámbito de aplicación de la norma se circunscribe exclusivamente a aquellas sociedades que hayan emitido obligaciones y sin que, por tanto, sea extensible a las sociedades de responsabilidad limitada que únicamente garanticen las obligaciones emitidas por otra sociedad de capital.⁵

A pesar de la flexibilización normativa introducida en el régimen de obligaciones para las sociedades de responsabilidad limitada, la ley excluye expresamente la posibilidad de que estas sociedades emitan o garanticen obligaciones convertibles en participaciones sociales (art. 401.2 TRLSC).

A nuestro entender, esta exclusión resulta coherente con la imposibilidad de considerar a las participaciones como títulos valores (ex art. 92.2 TRLSC). Sin embargo, el legislador no parece haber vetado a las

⁵ En este sentido, GARCIA-OCHOA MAYOR, D., ob. cit., pág. 65.

sociedades de responsabilidad limitada la posibilidad de garantizar la emisión de obligaciones convertibles en acciones realizada por una sociedad anónima.⁶

En este mismo sentido, planteamos para un estudio más profundo del pretendido en el presente Documento de Trabajo, si sería posible la emisión de obligaciones por una sociedad de responsabilidad limitada convertibles en acciones emitidas por una sociedad anónima.

Por otra parte y en aras de la flexibilidad para la emisión de obligaciones, la LFFE modifica el art. 406 TRLSC y atribuye al órgano de administración la facultad de emitir obligaciones simples y de garantizar la emisión de obligaciones (salvo disposición contraria en los Estatutos Sociales). Sin embargo, se reserva a la Junta General la competencia para emitir obligaciones convertibles en acciones o que conlleven una participación en los beneficios sociales.

Asimismo, la LFFE deroga el art. 410 TRLSC y clarifica la discutida cuestión de la prelación concursal de las emisiones de obligaciones a las que, desde la publicación de la LFFE, se aplica el régimen general de prelación de créditos previsto en la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal.

⁶ A favor de esta tesis, GARCIA-OCHOA MAYOR, D., ob. cit., pág. 65.

B. Requisitos formales para la emisión de obligaciones

En cuanto a los requisitos formales para la emisión de obligaciones, sigue siendo preceptivo el otorgamiento de escritura pública e inscripción en el Registro Mercantil, conforme a los arts. 407 TRLSC y 310 del Reglamento del Registro Mercantil.

Sin embargo, el nuevo régimen legal ahonda en la flexibilización del procedimiento de emisión de obligaciones al derogar el art. 408 TRLSC relativo a la obligación de publicar el anuncio de emisión en el BORME y al eliminar la exigencia de inscripción de la escritura de emisión antes de la puesta en circulación de los títulos (art. 407 TRLSC).

Por su parte, el art. 41 del Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores (TRLMV), exime del otorgamiento de la escritura de emisión y su posterior inscripción en el Registro Mercantil en cualquiera de los siguientes supuestos:

1. Las obligaciones van a ser admitidas a negociación en un mercado secundario oficial o en un sistema multilateral de negociación.
2. Las obligaciones van a ser objeto de una oferta pública de venta que requiere la elaboración de un folleto sujeto a aprobación y registro por la Comisión del Mercado de Valores.

No obstante, sigue siendo preceptivo el cumplimiento de los requisitos formales de escritura pública e inscripción en el Registro Mercantil si, a pesar de que concurran alguno de dichos requisitos, son emisiones de obligaciones convertibles emitidas por el mismo emisor de las acciones subyacentes o por una entidad perteneciente a su grupo de sociedades (ex art. 41.2 TRLMV).

Respecto del régimen de garantías, la LFFE modifica el art. 407 TRLSC relativo a los requisitos formales que debe contemplar la escritura de emisión. En este sentido, si las garantías son personales, el fiador debe comparecer en el otorgamiento de la escritura de emisión mientras que, si las garantías son reales, dicha escritura debe identificar el bien objeto de la garantía, indicando el registro público en el que se haya inscrito y la fecha de inscripción o, en su caso, la entidad depositaria de los bienes o derechos pignorados y la fecha de la prenda.

La obligación de especificar en la escritura de emisión los datos de inscripción de la garantía real suscita, en la praxis, un problema de coordinación ya que la inscripción de la garantía será siempre posterior a la presentación de la escritura de emisión de obligaciones en el Registro Mercantil. A nuestro entender, dicha descoordinación podría solventarse mediante la exhibición en el Registro Mercantil del cajetín de entrada de las escrituras de constitución de las garantías para su inscripción en el registro público que corresponda⁷.

⁷ Así, GARCIA-OCHOA MAYOR, D., ob. cit., pág. 66.

C. El comisario y el sindicato de obligacionistas

La LFFE introduce varias novedades sobre la figura del comisario y el órgano colegiado del sindicato de obligacionistas, mediante la modificación parcial del Capítulo IV del Título XI del TRLSC y del Capítulo II del Título III de la LMV⁸.

Como resultado de la reforma legislativa, el nombramiento del comisario por la sociedad y la constitución del sindicato de obligacionistas, son preceptivos únicamente para las emisiones de obligaciones, con oferta pública de suscripción, cuyas condiciones se rijan por la legislación española (o por un ordenamiento jurídico que no sea miembro de la Unión Europea o de la OCDE) y que se realicen en territorio español o se admitan a cotización en un mercado secundario oficial o sistema multilateral de negociación españoles (art. 403 TRLSC y art. 42 TRLMV).

Por lo tanto, no es obligatorio el nombramiento del comisario ni la constitución del sindicato de obligacionistas para las emisiones de obligaciones realizadas en España, o admitidas a negociación en un mercado secundario oficial o sistema multilateral de negociación españoles, que carezcan de la condición de oferta pública de suscripción.

En este ámbito, una novedad destacable de la reforma legislativa es la profesionalización y régimen de responsabilidad del Comisario. Así, conforme a lo previsto en el art. 421 TRLSC, el comisario debe ser una

⁸ Conforme a la legislación actualmente vigente, Capítulo II del Título III del TRLMV.

persona física o jurídica con reconocida experiencia en materia jurídica y económica sujeto a responsabilidad, frente a los obligacionistas y la sociedad, por los daños causados como consecuencia de los actos realizados en el desempeño de su cargo sin la debida diligencia profesional.

En cuanto a la asamblea general de obligacionistas, la reforma legislativa contempla expresamente el derecho de representación del obligacionista por medio de otro obligacionista sin que, en ningún caso, pueda otorgarse dicha representación a los administradores, aunque ostenten la condición de obligacionistas (art. 424 bis TRLSC).

Otra de las modificaciones en esta materia es el régimen de mayorías para la adopción de los acuerdos de la asamblea de obligacionistas. A diferencia de la legislación vigente antes de la publicación de la LFFE que requería una mayoría de las dos terceras partes de las obligaciones en circulación (salvo pacto distinto en la escritura de emisión), el legislador ha reservado dicha mayoría para los acuerdos de modificación de plazo o de las condiciones de reembolso del valor nominal, requiriéndose para el resto de acuerdos simplemente la mayoría absoluta de los votos emitidos (ex art. 425.1 TRLSC).

A estos efectos, de acuerdo con el art. 424 bis TRLSC, cada obligación confiere al obligacionista un derecho de voto proporcional al valor nominal no amortizado de las obligaciones de las que aquel sea titular.

Asimismo, la asistencia del comisario a las asambleas de obligacionistas deja de ser potestativa y deviene imperativa, en virtud del art. 424 bis TRLSC introducido por la LFFE.

D. La emisión de obligaciones en el extranjero

Una de las novedades más relevantes de la reforma del régimen de obligaciones, introducida por la LFFE, es la previsión expresa del derecho de las sociedades españolas a emitir obligaciones, u otros títulos de deuda, fuera de España así como las normas aplicables a dichas emisiones.

En este sentido y conforme a lo dispuesto en el art. 405 TRLSC:

1. La capacidad, el órgano competente, las condiciones de adopción del acuerdo de emisión, el valor de emisión de las obligaciones, los límites a la conversión y la exclusión del derecho de suscripción preferente se rigen por la ley española.
2. La legislación aplicable a los derechos de los obligacionistas, sus formas de organización y el régimen de reembolso y amortización de las obligaciones es la ley pactada expresamente en el documento de emisión.
3. En su caso, el contenido del derecho de conversión se rige por la ley extranjera a la que se someta la emisión, pero dentro de los límites previstos en la legislación española.

El legislador no ha abordado, sin embargo, el régimen legal aplicable a los títulos valores en los que se representan las obligaciones, por lo que entendemos que la legislación aplicable debe ser la del lugar en el que se emitan, según lo dispuesto en el art. 10 del Código Civil. Esta cuestión puede ser relevante, en la praxis, si existen divergencias legislativas en las normas aplicables a la desmaterialización de los títulos entre la legislación española y la del lugar de emisión de las obligaciones.⁹

III. Conclusiones

La reforma introducida por la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento a la financiación empresarial ha supuesto la reducción de las limitaciones de las pequeñas y medianas empresas para optar a fuentes de financiación no bancaria y, en particular, flexibilizando los requisitos formales y materiales del régimen legal de obligaciones.

En este sentido, resulta loable la ampliación de la facultad para emitir y garantizar obligaciones a todas las sociedades de capital así como la profesionalización de la figura del comisario y la derogación del régimen de prelación concursal de las emisiones de obligaciones para su sometimiento al régimen general concursal.

Asimismo, es destacable la previsión legal explícita del derecho de las sociedades españolas a emitir obligaciones u otros títulos de deuda fuera de España, lo cual redundará a favor de la competitividad de las empresas españolas en un mercado globalizado como el actual.

⁹ Vid. GARCIA-OCHOA MAYOR, D., ob. cit., pág. 67.

No obstante, reconociendo las bienintencionadas razones del legislador al abordar la reforma del régimen de obligaciones, no deja de suscitar nos dudas respecto de su virtualidad económica y, en concreto, si realmente resolverá la pretendida “desbancarización” de las pequeñas y medianas empresas.

En nuestra opinión, una de las principales causas de la desaceleración de la financiación bancaria durante la crisis económica ha sido la escasez de crédito solvente y, precisamente, este puede ser el motivo que desincentive a los inversores a suscribir obligaciones emitidas o garantizadas por sociedades con dudosa solvencia financiera.

La proliferación de emisiones de deuda, favorecida por la flexibilización de su régimen legal, no asegura que las pequeñas y medianas empresas puedan optar, de facto, a fuentes de financiación alternativas a la bancaria ya que, como sucede en la concesión del crédito bancario, el incentivo de los inversores dependerá principalmente de la solvencia de la sociedad emisora.

Por lo tanto, compartiendo la finalidad pretendida por el legislador, consideramos que las dificultades que subyacen al acceso a la financiación bancaria, en un entorno de crisis económica, pueden ser las mismas que frustren las emisiones de obligaciones impidiendo que, en la práctica, supongan una verdadera alternativa de financiación.