

VIDA JURIDICA

Notas críticas

«La financiación de empresas mediante tipos especiales de obligaciones», por Luis de Angulo Rodríguez. Publicaciones del Real Colegio de España en Bolonia. 1968, 211 págs.

Estamos ante un libro fundamental en la bibliografía mercantil española. Fundamental por la importancia económica del fenómeno de la emisión de obligaciones en nuestra patria; basta —en efecto— consultar las estadísticas más recientes. Y fundamental —también—, por la ausencia de estudios monográficos en esta materia. A las clásicas páginas de GARRIGUES y URÍA, sólo podía añadirse el libro de ARRILLAGA (1952) y algunos trabajos de VELASCO ALONSO (R. D.º M., 1949, R. D. P., 1950, R. D.º M., 1953); VERDERA («Anuario di Diritto Comparato», 1954) y VILASECA (R. J. Cat., 1965).

El libro del profesor ANGULO consta de tres partes: a) Una «Introducción» en la que se estudian una serie de conceptos generales para la comprensión de la materia y en la que se trazan las líneas delimitativas de la misma. b) Una «primera parte» en la que se estudian las obligaciones con rendimiento variable, distinguiendo obligaciones con cláusula de revalorización y obligaciones con cláusula de participación. c) Una «segunda parte» en la que se estudian las obligaciones convertibles en acciones.

Examinemos, siguiendo el orden de exposición del autor, los principales puntos abordados en su estudio.

La financiación de la empresa puede ser interna o propia (autofinanciación o ampliación de capital), o externa o ajena (crédito oficial o privado y emisión de obligaciones). La emisión de obligaciones aporta fondos con vínculo de crédito (no de capital), tiene un público especial y determinado, orientándose a inversionistas que no quieren arriesgar capital ni rendimientos y que están al margen de la especulación.

La operación de emisión tiene dos fases: la emisión propiamente dicha y la suscripción de las obligaciones. Son dos voluntades, una oferta y una aceptación. Esta afirmación hace que el autor se enfrente con valentía y con originalidad a el problema de la función que representa el Comisario en la escritura pública de la emisión de obligaciones. Para él, la escritura es una mera condición de formalidad, impuesta por la ley a la oferta hecha por la sociedad emisora y la intervención del comisario es con «función fiscalizadora» y no como parte de un contrato. El autor basa sus afirmaciones en el 113 de la L. A. S. que habla de que el comisario «concorre» al «otorgamiento del contrato de emisión». Concorre —dice ANGULO—, no a la celebración de un contrato, sino al otorgamiento de una escritura en la que se formaliza un acuerdo social, que el comisario viene a fiscalizar. Por eso, la ratificación del 117 hay que entenderla en el sentido de «adhesión». Nos

parece muy acertada la postura del autor, que supera la tesis —que nos parece equivocada—, de que el comisario es un representante de los obligacionistas. La representación voluntaria no cabe y la legal no la ostenta (cfr. p. 3, art. 117 LSA). Igualmente nos adherimos al autor en lo referente a la significación de la escritura. Estimamos que la escritura no formaliza el contrato de emisión (tesis de URÍA), sino el acuerdo de la Junta General; este acuerdo —como muchos otros que afectan al interés de terceros—, debe instrumentarse en escritura para ser inscrito en el Registro Mercantil. Y como la escritura no formaliza el contrato de emisión, el Comisario en el otorgamiento no concurre como parte (tesis de URÍA), sino con una «función fiscalizadora».

Respecto de la naturaleza jurídica de la operación de emisión, se estudian las numerosas tesis existentes, deteniéndose en la alemana de la compraventa y en la latina del mutuo. De nuevo surge aquí la finura jurídica del autor. Para ANGULO, la alternativa mutuo-compraventa contiene dos términos que parten de presupuestos distintos. Hablando de mutuo se hace referencia a un momento cronológica y lógicamente anterior a la entrega de las obligaciones. En el caso de la compraventa se piensa sólo en la existencia de una convención sobre el título, dirigida a cambiarlo por una suma de dinero. Además, la emisión de obligaciones no siempre responde a la causa constante del mutuo. En suma: la emisión ni es mutuo ni compraventa. De «contrato de emisión» habla el artículo 113 y esta terminología es correcta porque estamos ante un contrato *sui generis*, independiente y con peculiaridades propias; además es de carácter abstracto.

La obligación emitida es un título-valor incompleto (ya que su contenido se determina por elementos exteriores al título mismo, como es el contrato de emisión). Tercia ANGULO en la polémica de si la obligación es título causal o abstracto. Esta distinción se encuentra en crisis y la prueba es el hecho de la aparición de categorías intermedias.

La remuneración de la obligación no puede restringirse, como hizo ARRILLAGA, al interés que la obligación produce. En muchos casos existen primas y premios que vienen a unirse a dicho interés. La misma ley habla de «intereses, primas, lotes y ventajas» (cfr. arts. 112, 116, 130). ANGULO matiza todos estos conceptos con gran precisión, perfilando tanto lo económico como lo jurídico y haciendo constar que los rendimientos de las obligaciones pueden ser fijos o variables, en dinero o en especie (bienes, servicios o derechos). Cita numerosos ejemplos (Fiat, Olivetti, Eni, SNCF), que son muestra del realismo jurídico que inspira la exposición del autor.

Estudia las diferencias de la obligación y la acción, distinguiendo las que se deben a la distinta posición del accionista y obligacionista (el primero es socio; el segundo acreedor), y las debidas a que la acción es parte de capital y la obligación porción de crédito. Pero junto a estas diferencias existen rasgos comunes (documentación, emisión en masa, función económica), y la evolución actual nos ofrece una doble vertiente: obligaciones con rasgos de acciones y acciones con caracteres de obligaciones; así, ambas especies de títulos se aproximan. Por ello, puede concluir ANGULO que la distinción clásica ha perdido valor y utilidad práctica.

Veamos ahora cada uno de los tipos especiales de obligaciones a que se refiere el libro de ANGULO:

- a) Obligaciones con cláusula de revalorización.
- b) Obligaciones con cláusula de participación.
- c) Obligaciones convertibles en acciones.

1. OBLIGACIONES CON CLÁUSULA DE REVALORIZACIÓN

Finalidad de este tipo de obligaciones

La depreciación monetaria es el peor enemigo de las emisiones de obligaciones. Para combatir este defecto surgen las obligaciones con cláusula de revalorización, que son aquellas cuyos rendimientos, suma a reembolsar o ambas cosas al mismo tiempo, varían conforme a las fluctuaciones de un índice preestablecido, multiplicándose en cada vencimiento por un coeficiente variable en función del índice adoptado. La admisibilidad jurídica de este tipo de obligaciones tiene como presupuesto la validez jurídica de las cláusulas de escala móvil que ANGULO fundamenta en un meticoloso estudio de la legislación actual y de la jurisprudencia, y sobre todo, en el artículo 1.255 del Código civil. Las limitaciones establecidas en el artículo 219-3.º del Reglamento Hipotecario rigen únicamente en el ámbito de dicho reglamento. No escapa a la perspicacia del autor la pregunta que surge de esta afirmación: *¿Quid iuris* en el caso de que las obligaciones tengan garantía hipotecaria? Entonces se aplicará el Reglamento Hipotecario y sus limitaciones hacen poco útil la cláusula de revalorización.

Los índices de variabilidad

El índice —número abstracto—, es un procedimiento de seguridad con mecanismo automático; su selección dependerá de la finalidad a que se encamine. Existe tanta variedad de índices, que su número no conoce otros límites que los del ingenio humano. Son diversos los modos de clasificarlos que ha empleado la doctrina; además, son posibles los índices complejos, de naturaleza mixta. En líneas generales hay que suscribir la afirmación de ANGULO de que son preferibles los índices internos (que hacen referencia a la actividad propia de la empresa emisora), a los externos. La razón es esta: los índices externos pueden aumentar las cargas de la empresa en proporción imprevisible y sin necesaria correspondencia con un aumento de rentabilidad en la empresa.

Uno de los posibles índices internos está constituido por los propios beneficios y genera las obligaciones con participación de beneficios.

Límites cuantitativos de la emisión

Se hace un examen de las normas limitativas en el Derecho comparado y se estudia con detenimiento el sistema italiano (art. 2410), y español (art. 111 L.S.A. y 1 de la Ley de 24 de diciembre de 1964), además de la

cuestión de si las sociedades «holding» pueden y en qué límites, emitir obligaciones. ANGULO distingue el *iure condendo* y el *iure condito*, estudiando la solución española contenida en la Ley de 28 de diciembre de 1963. Refiriéndose concretamente a las emisiones con cláusula de revalorización estudia el problema de si el cómputo de la emisión hay que referirlo a las sumas desembolsadas o a las cantidades que han de reembolsarse a los obligacionistas.

Termina ANGULO la parte dedicada a las obligaciones con cláusula de revalorización, haciendo un estudio del examen económico de la operación, del elemento revalorizable, del índice revalorizador y de las modalidades de aplicación. El autor demuestra en estas páginas el íntimo contacto que mantiene con el mundo de las finanzas, su conocimiento del empresario y del inversor; huye todo formalismo y estas páginas se leen con verdadero deleite.

2. OBLIGACIONES CON CLÁUSULA DE PARTICIPACIÓN

Noción y finalidad

Una categoría de las obligaciones con cláusula de revalorización son las obligaciones con cláusula de participación en los beneficios (cfr. supra). En la emisión de estas obligaciones se establece, junto a un interés fijo y un precio de reembolso mínimo predeterminado, el derecho a un interés suplementario y una prima de reembolso variables en relación con los beneficios de la empresa. Esta definición, que es la usual en la doctrina, la perfila el autor no sólo en base a consideraciones teóricas sino legales. De nuevo aflora la extraordinaria soltura y el conocimiento profundo que de los textos legales tiene ANGULO, que no olvida el fundamental Decreto-ley de 3 de octubre de 1966.

Determina con gran perfección la línea de separación entre las obligaciones con cláusula de participación y con cláusula de revalorización. Puede atenderse a la finalidad, al índice utilizado y al efecto de la cláusula sobre los rendimientos de la obligación.

Fórmulas de participación

La participación puede ser, desde el momento de la emisión o con posterioridad a ella; puede establecerse sobre los resultados de la empresa emisora o de una empresa diferente; la participación puede ser rendimiento único o adicional; ilimitada en su cuantía o con tope máximo. Para determinar el importe de la participación habrá que recurrir a alguno de los elementos representativos de la prosperidad de la empresa y la participación debe hacerse con referencia a cada obligación (no al total de la emisión).

Naturaleza jurídica de esta cláusula

Estudia el camino asociativo, en el que hay una gama de situaciones que pueden comprender la sociedad, la aparcería, las cuentas en participa-

ción o la participación en un negocio ajeno a virtud de una cláusula parciaria, vía esta por la que el autor muestra su simpatía. Pero como en todas las cuestiones que toca en el libro no se trata de una adhesión pura a opiniones ajenas. Su postura se contiene en estas palabras: «Y esta participación del obligacionista tiene igual naturaleza jurídica que la de los obreros, es fruto de una cláusula accesoria, cláusula parciaria, incluida en la emisión de obligaciones, que, sin alterar la naturaleza de ésta, establece una remuneración a los obligacionistas, sea suplementaria o única, cuya cuantía habrá de determinarse en función de los resultados económicos de la empresa».

Pero esta preocupación jurídica del autor, se acompaña de otros matices incluso contables y fiscales. La participación puede tener el concepto de gasto a estos efectos.

Admisibilidad

Este tipo de obligaciones hay que admitirlo en el Derecho español, pese a la falta absoluta de normativa especial. El tipo, sin embargo, encuentra un límite en la Ley de Usura. La falta de tipo fijo no desnaturaliza el préstamo obligacionista; esta afirmación la fundamenta con mucho acierto ANGULO en el artículo 315 del Código de Comercio y en los artículos 112, 116 y 130 de la Ley de Anónimas. Finalmente, se hace constar que el Decreto-ley de 3 de octubre de 1966 admite explícitamente este tipo de obligaciones.

Restricciones que impone a la empresa una emisión de este tipo

a) Poder de control por parte de los obligacionistas: lo exige la buena fe del artículo 57 del Código de comercio. La tendencia existe ya en los Estados Unidos, y un cierto poder de control —de modo muy genérico—, aparece en los artículos 118 y 119 de la L. A. S.

b) Operaciones financieras que repercuten sobre el contenido económico de la participación de los obligacionistas: estudia el aumento de capital, la distribución de reservas, la reducción de capital, la fusión y la disolución de la sociedad.

Examen de la operación

Termina ANGULO el estudio de estas obligaciones con un detenido análisis de los matices económicos de la operación. Para ello estudia la finalidad del suscriptor, las razones de la *vis attrattiva* de estas obligaciones, la incidencia en el mercado de capitales, los presuntos inconvenientes de difícil comprensión por el mercado de estas obligaciones y el de parquedad de garantía frente a la inestabilidad monetaria; el posible conflicto de intereses entre los obligacionistas y los accionistas; las distintas posibilidades de la participación y sus posibles riesgos; las varias fórmulas de participación (volumen de producción, de ventas, cifra de negocios, cuenta de explotación o de pérdidas y ganancias, cuantía de beneficios, etc.). Finalmente,

destaca aquellas condiciones de la emisión que más pueden interesar a los obligacionistas y las condiciones del contrato de emisión en esta materia. de nuevo cabalga ANGULO entre lo jurídico y lo económico. Sus reflexiones están llenas de tino y acierto e interesan tanto al jurista como al economista, al empresario como al obligacionista.

3. OBLIGACIONES CONVERTIBLES EN ACCIONES

A.—El fenómeno de la convertibilidad

1. Noción de la convertibilidad

Destaca ANGULO dos puntos: la amplitud del fenómeno de la conversión y la *ratio unitatis* que liga a todos sus aspectos, lo cual le lleva a definir con gran precisión la conversión diciendo que son obligaciones convertibles las 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. Es un gran acierto esta construcción unitaria, que sirve para superar las construcciones parciales de la convertibilidad, a la que se consideraba como suscripción de nuevas acciones (VISENTINI), como procedimiento interno de aumento de capital (GARRIGUES, VERDERA), como un modo de amortización de las obligaciones (URÍA) o incluso como una novación objetiva del contrato de préstamo. ANGULO ha llegado a la médula de la conversión: su esencia radica en dejar de ser obligacionista para convertirse en socio. Hay, pues, un cambio de posición jurídica.

2. Fórmulas de convertibilidad

ANGULO, para mantener esa línea de claridad que es una constante de su libro, clasifica las fórmulas en torno a tres ejes:

a) Por el origen de la convertibilidad: nacida en el contrato de emisión o posterior al mismo. b) Por las acciones en que las obligaciones son convertibles: en acciones de la sociedad emisora o de sociedad distinta; en acciones ordinarias o privilegiadas. c) Por las condiciones en que haya de realizarse la conversión: convertibilidad forzosa y facultativa (para los obligacionistas, o para la empresa emisora); a la par y con prima (a favor de las acciones o de las obligaciones).

3. Examen económico de la convertibilidad

La convertibilidad acordada después de la emisión suele convenir a empresas de escasa rentabilidad, en que el pago regular de intereses y el reembolso puede ser carga insostenible. La conversión aligera así las cargas financieras y puede suponer el comienzo de una etapa próspera para la Sociedad, que es la más beneficiada por la conversión.

Estudia ANGULO las obligaciones convertibles como instrumento de financiación y de inversión. Como instrumentos de financiación permiten la

obtención de fondos y facilitan un aumento de capital, aunque no deja de haber ciertos inconvenientes, que son estudiados por el autor (a veces no beneficia a la sociedad, impide una política financiera concebida a largo plazo y puede permitir la conquista de la mayoría por grupos económicos extraños a la sociedad). También al estudiar las obligaciones convertibles como instrumento de inversión, se nos ofrece un ponderado balance de los pros (seguridad, ganancias), y los contras (manipulaciones de los Consejos de Administración, dispersión de las obligaciones en numerosas manos). De todos modos, de la popularidad del procedimiento hablan elocuentemente las estadísticas: el INI en los diez últimos años ha emitido 69.090 millones de obligaciones convertibles y 23.500 las empresas privadas.

B.—Fórmulas de emisión de obligaciones convertibles en acciones

Hay que distinguir dos supuestos: a) Obligaciones convertibles en acciones de una sociedad *distinta* de la empresa que las emite. b) Obligaciones convertibles en acciones de la *misma* sociedad que las emite.

Primer supuesto: Obligaciones convertibles en acciones de una sociedad distinta de la empresa que las emite.

El ejercicio de esta facultad puede realizarlo tanto la empresa que emite las obligaciones como la sociedad en cuyas acciones éstas son convertibles. Esta última posibilidad no era estudiada, ni siquiera citada, por la gran mayoría de la doctrina. El autor toma de nuevo en esta materia el pulso a la realidad económica sopesando los aspectos positivos y negativos de esta modalidad de obligaciones convertibles, refiriéndose tanto a las sociedades financieras o de cartera como a las de financiación.

Esta emisión de obligaciones convertibles en acciones de sociedad diferente le hace plantear a ANGULO dos interesantes problemas:

a) Que las acciones pertenezcan a la cartera de valores de la empresa que emite las obligaciones. En este caso, algunos ordenamientos (así, el italiano, arts. 2.359-60), imponen limitaciones de carácter general, sin que éstas existan en la legislación española, ajena en la realidad a hipótesis como la presente. Se estudian los riesgos y las ventajas de este supuesto.

b) Existencia de determinadas relaciones de tipo permanente entre la empresa emisora de obligaciones y la sociedad en cuyas acciones son convertibles: estas relaciones dan lugar a distintos supuestos de uniones de empresas, cuya extraordinaria importancia y difusión es notoria.

Segundo supuesto: Obligaciones convertibles en acciones de la misma sociedad que las emite. Esta modalidad plantea muchos más graves problemas que la anterior a juicio del autor, que estudia con gran detalle las cuestiones planteadas en torno a la admisibilidad de esta fórmula de emisión, combatiendo la tesis de BRUNETTI (*Trattato* II, págs. 435 y sigs.), que es contraria a la licitud de esta fórmula. También estudia el posible obstáculo del derecho de suscripción preferente de los accionistas, pasando a continuación a estudiar las *tres posibles procedencias de las acciones: acciones de la cartera de la sociedad* (la valoración de esta posibilidad es muy diversa en la doctrina y en el Derecho comparado), *acciones procedentes de un aumento de capital contemporáneo a la emisión de las obligaciones* (po-

sibilidad que cabe defender con el artículo 116 del Reglamento del Registro Mercantil), y *acciones procedentes de un aumento que la sociedad se obliga a realizar*. Con relación a esta última hipótesis, supera los obstáculos del derecho de suscripción preferente concedido a los accionistas y el derivado de su libertad de voto. En opinión de ANGULO —en contra de VISENTINI—, es posible en el ordenamiento español utilizar para este supuesto el procedimiento de capital autorizado. Finalmente, combate la afirmación de DE MARCHI consistente en que cuando la sociedad se obliga a aumentar el capital en el futuro mediante la conversión, el obligacionista queda indefenso, sin derecho a la indemnización en caso de incumplimiento.

C.—El derecho de conversión

1. Naturaleza jurídica de la conversión

Insiste el autor en que la cláusula de conversión no cambia la naturaleza jurídica del negocio inicial. La doctrina ha considerado, que en virtud de esta cláusula el contrato obligacional base se encuentra sometido a una condición suspensiva negativa (la no conversión); para otros (así, VISENTINI), se trata de una condición resolutoria (la conversión). Entre ambos, GARRIGUES estima que la conversión da lugar a una novación objetiva del contrato obligacional en contrato de sociedad; PONSÁ GIL dice que nos encontramos ante un contrato de permuta: —obligaciones por acciones—; y NÚÑEZ LAGOS (R.), en su *Reforma de la Sociedad Anónima* («Revista de Estudios Políticos», 1957, vol. XIX, págs. 161 y sigs.), afirmó que la conversión no es sino una *datio in solutum*. ANGULO oscila entre la teoría de la obligación alternativa y el *pactum de contrahendo*, según los casos.

2. Consentimiento

Pese a la dicción limitada del artículo 95 de la L.S.A., ha de exigirse en todo caso el consentimiento individual del obligacionista.

3. Procedimiento

Solicitud a la empresa emisora seguida del depósito de las obligaciones. La sociedad entrega un recibo del depósito, un resguardo de las acciones o incluso las mismas acciones.

4. Tiempo

Se estudian las distintas variantes, que dependen de la finalidad y de las características que la sociedad desee imprimir a su emisión de obligaciones convertibles. Lo más frecuente es que se establezcan períodos de conversión escalonados. La duración del intervalo puede ser ilimitada, salvo en los casos del artículo 96 de la L. S. A. y del 116 del Reglamento de Registro Mercantil.

5. Tipo de conversión

O proporción de acciones que corresponderán a cada obligación. Se estudia el Derecho comparado. Hay que rechazar la posibilidad de establecer un tipo de conversión, conforme al cual las obligaciones de un determinado valor nominal sean convertibles en acciones de valor nominal superior. El problema realmente difícil es la valoración de las obligaciones a la hora de la conversión. Tras un examen de las distintas opiniones se examina la cuestión en nuestro ordenamiento, analizándose el artículo 95-2.º de la L.S.A.

6. La conversión y los acreedores sociales

¿Supone la conversión colocar a los obligacionistas en situación ventajosa con relación a los demás acreedores de la sociedad? Tras examinar las distintas opiniones, nos demuestra ANGULO que quienes efectivamente pueden perjudicarse con la conversión, cuando la sociedad no estuviese *in bonis*, son los propios obligacionistas que convierten.

Las últimas páginas del libro se dedican a defender la irrevocabilidad de la oferta de conversión de las obligaciones en acciones, en contra de MINERVINI y PETTITI y a estudiar aquellos actos sociales que repercuten sobre el contenido económico del derecho de conversión (especialmente los acuerdos de aumento y de fusión).

Al libro lo acompañan varios índices cuidadosamente elaborados. En el primero, se recoge la bibliografía, ordenándola por autores, siendo más de 235 los consultados. Se indican las obras de cada uno, haciendo referencia detallada a la revista u obra general donde se encuentra la materia utilizada, indicando el año y el número de páginas. En otro índice se contienen las disposiciones españolas citadas, haciendo referencia a la página del libro donde se encuentran incluidas. Sigue un índice completo de materias, en el que se contienen casi ciento cincuenta epígrafes distintos, clasificados para su fácil manejo por orden alfabético. Finalmente, hay un índice de autores citados indicándose en qué página del libro se encuentra la correspondiente cita de cada uno de ellos. Cierra la obra un índice sistemático, con numerosos epígrafes que hacen sumamente fácil la lectura de la obra y la búsqueda de cualquier cuestión. Las citas a pie de página son numerosísimas y todas con el rigor propio de quien es un magnífico intelectual del Derecho.

Su jovencísimo autor, profesor en la Cátedra de Derecho Mercantil de Motos Guirao, hace honor con esta obra a su brillante expediente universitario y a los éxitos obtenidos en la Universidad de Bolonia, donde trabajó con el profesor WALTER BIGIAMI.

Estamos ante una obra plena de madurez pese a la juventud de su autor, que con este libro publica su primera obra. El libro interesa por igual a juristas y a economistas, a hombres de leyes y a directores de empresas, a inversionistas y a sociedades. Entre sus muchas virtudes hay que destacar la claridad de su estilo, el conocimiento que de la realidad económica que estudia tiene su autor y las numerosas referencias legales, totalmente al día.

ANGULO nos demuestra con su libro cómo la labor del jurista, en el campo de la financiación de empresas, habrá de ser la de proporcionar y estudiar procedimientos, instituciones y recursos jurídicos, con los que atender a las peculiaridades de la vida económica actual. El autor no se ha reducido a estudiar los aspectos meramente técnico-jurídicos de la cuestión, sino que se ha preocupado de proporcionarnos los instrumentos necesarios para atender a la realidad actual que se nos ofrece. Por encima de todos los méritos está el de la ductilidad con que Luis DE ANGULO ha sabido adaptar los esquemas clásicos a las exigencias de la economía de empresas. La lectura de este libro nos recuerda las palabras de ASCARELLI (1) cuando indica que la labor del jurista no es la mera distinción entre lo lícito y lo ilícito, sino también la fantasía, la creación de instrumentos que sirvan a determinadas finalidades y compatibilicen las exigencias más diversas.

LUIS ROJAS MONTES
Notario de Granada

(1) *Varietà di titoli di credito e investimento*, en «*Problemi Giuridici*», Milano, 1959, vol. II, pág. 702.