

REVISTA DE DERECHO CONCURSAL Y PARACONCURSAL

2010

*Anales de Doctrina, Praxis,
Jurisprudencia y Legislación*



LA LEY

grupo Wolters Kluwer

RP
C

LOS OBLIGACIONISTAS COMO ACREEDORES CONCURSALES

FRANCISCO JOSÉ ALONSO ESPINOSA

Catedrático de Derecho Mercantil
Universidad Murcia

RESUMEN

El estudio de la posición jurídica de los obligacionistas en el concurso de acreedores exige considerar que éstos, en la mayor parte de los casos, se hallan integrados en un sindicato de obligacionistas, así como atender a su condición típica de *inversores*. Ello plantea los siguientes problemas: el régimen de la legitimación de los obligacionistas para solicitar la declaración en concurso de la entidad deudora y la titularidad de la legitimación activa para el ejercicio de la acción colectiva a tal efecto; la documentación a presentar al interponer la acción declarativa del concurso; el sistema de representación de los obligacionistas ante su integración en la masa pasiva y en la lista de acreedores, así como ante la propuesta de convenio y su incidencia en la mayoría de pasivo necesaria para su aprobación; el tratamiento de los gastos de funcionamiento del sindicato durante el concurso de acreedores y las reglas especiales de protección de ciertas clases de obligaciones ante el concurso de acreedores.

Palabras clave: sindicato de obligacionistas, valores-obligaciones, declaración del concurso, comisario.

ABSTRACT

The study of the bondholders' legal position in bankruptcy requires taking into account that these, in most cases, are integrated into a syndicate of bondholders, as well as their typical condition of investors. Both circumstances raise the following issues: the regime of the bondholders' legitimacy in order to apply for the declaration of insolvency of the debtor, as well as the ownership of such legitimation for the exercise of collective action for that purpose; the required documentation when initiating the action; the system of representation of the bondholders in order to be included into the passive mass and into the list of creditors, for the purpose of the agreement proposal and its impact on the number of votes necessary for approval; the treatment of the operating cost of the union during the bankruptcy procedure and the special rules on protection on certain kinds of obligations in bankruptcy.

Keywords: bondsholders, bonds, bankruptcy application, trustee.

SUMARIO

I. ASPECTOS PRELIMINARES

1. Principales especialidades de la posición jurídica de los obligacionistas como acreedores concursales
2. El problema de la identificación del obligacionista
3. Carácter general y supletorio del régimen de la emisión de obligaciones presente en la LSA respecto de los valores *credendi causa* o «de deuda» e incidencia del art. 30 ter LMV

4. La flexibilidad funcional como característica del régimen español de la emisión de obligaciones
- II. LOS OBLIGACIONISTAS COMO ACREEDORES CONCURSALES
1. Referencia a los antecedentes históricos
 2. Diferencia de regímenes legales de integración de los obligacionistas en sindicatos de obligacionistas
 3. Posición como acreedores concursales de los obligacionistas organizados en sindicato de obligacionistas
 4. Régimen de la legitimación de los obligacionistas, como acreedores, para solicitar la declaración en concurso de acreedores de la entidad deudora de las obligaciones
 5. Criterios de delimitación entre los ámbitos de ejercicio de las acciones colectiva e individual
 6. Titularidad de la legitimación activa para el ejercicio de la acción colectiva
 7. Documentación a presentar por el actor al interponer la acción declarativa del concurso de acreedores
 8. Sistema de representación de los obligacionistas para que sus derechos de crédito queden integrados en la masa pasiva del concurso y en la correspondiente lista de acreedores
 9. Representación de los obligacionistas ante las propuestas de convenio del deudor, sea anticipada u ordinaria, o bien ante propuesta de refinanciación preconcursal. Cómputo de los créditos de los obligacionistas ante la votación de propuestas de convenio
 10. Competencia de la asamblea de obligacionistas ante las propuestas de convenio de la entidad deudora
 11. Cálculo de la mayoría de pasivo necesaria para la aprobación de la propuesta de convenio del deudor declarado en concurso y cómputo de los créditos de los obligacionistas ante la votación de las propuestas de convenio del deudor
 12. Gastos de funcionamiento del sindicato de obligacionistas durante el concurso de acreedores
 13. Obligacionistas especialmente protegidos ante el concurso de acreedores del deudor

I. ASPECTOS PRELIMINARES

1. Principales especialidades de la posición jurídica de los obligacionistas como acreedores concursales

La especialidad de la posición de los inversores en valores-obligaciones como acreedores concursales deriva, fundamentalmente, de dos tipos de factores que inciden en esta clase de acreedores. (i) El primero consiste en que, normalmente, los obligacionistas se hallarán *integrados en un sindicato de obligacionistas*, el cual es un organismo legal y obligatoriamente instituido en el caso de las emisiones de obligaciones realizadas por sociedades anónimas y comanditarias por acciones y «semifacultativo» en el resto de las personas jurídicas legalmente autorizadas para emitir obligaciones por efecto del ambiguo régimen de constitución del mismo presente en la Ley 211/1964 (cf. art. 310.3 RRM). (ii) El segundo factor es relativo a que, con carácter típico, el acreedor-obligacionista tiene la condición de *inversor*, es decir, se trata de un sujeto que es parte en un contrato por cuya virtud viene obligado a la entrega de recursos financieros (*tradens*) procedentes de su ahorro personal, familiar o empresarial a favor de otro sujeto que los solicita (*accipiens*) para aplicarlos, a su vez, a la financiación de su actividad empresarial o económica a cambio de quedar obligado al pago de una contraprestación también financiera fija o estable (normalmente en forma de intereses) y a la devolución de los recursos financieros recibidos al vencimiento del plazo o condiciones convenidas. El carácter de inversor, además de tales aspectos básicos del contrato de financiación que tiene lugar entre emisor y obligacionistas, se caracteriza porque, típicamente, el obligacionista-inversor es portador de tres clases de intereses legítimos a los que el Derecho atiende en diferentes sectores y, muy particularmente, en los ámbitos de los contratos de inversión que tienen lugar en los mercados financieros, esto es, principalmente, en los ámbitos de la contratación bancaria y de los mercados de valores negociables y otros instrumentos financieros. Tales son los intereses de seguridad de la inversión, dotación de liquidez a la misma y de obtención de una rentabilidad económica adecuada según las condiciones de la inversión practicada⁽¹⁾. El Derecho económico (no sólo el Derecho mercantil o el privado en general), propio del teórico modelo

⁽¹⁾ Sobre el contenido y significado de los contratos de inversión en valores negociables, *vid.* ALONSO ESPINOSA, F. J., *Mercado primario de valores negociables*, Barcelona, 1994, págs. 104 y ss., y autores ahí citados.

de Estado social, democrático y de Derecho que se plasmó en la CE de 1978 (art. 1.º), parece seguir obligando a los poderes públicos a aplicar políticas protectoras de este tipo de intereses desde diferentes facetas, bastantes de ellas verificadas en el orden de la regulación legal de los diferentes mercados financieros y de los instrumentos de inversión que circulan en los mismos. Es evidente que la protección legal de tal clase de intereses no puede decaer cuando los mismos pueden hallarse más precisados de aquélla, lo cual se da con seguridad cuando el deudor de las prestaciones incorporadas a los valores o instrumentos de inversión es declarado en concurso de acreedores. Sin embargo, conviene observar que la condición típica de inversor propia de los obligacionistas no viene considerada por la Ley 22/2003, Concursal (LC). Solamente existe una disposición que considera, *in genere*, este aspecto y es la relativa a la composición del órgano de Administración concursal según art. 27.2.1.º, el cual tiene que estar compuesto necesariamente por un técnico propuesto por la CNMV en la posición del economista, auditor o titulado mercantil y por otra persona (que parece que habrá de ser Abogado) propuesta por el fondo de garantía al que esté adherida la entidad o quien haya asumido la cobertura propia del sistema de indemnización de inversores, cuando se trate del concurso de una *entidad emisora de valores o instrumentos derivados que se negocien en un mercado secundario oficial, de una entidad encargada de regir la negociación, compensación o liquidación de esos valores o instrumentos, o de una empresa de servicios de inversión*. De este modo, parece que la Administración concursal queda configurada legalmente en función de dotar de protección a los inversores en el seno del concurso de la entidad emisora o deudora de los mismos. Nótese al respecto que esta especial composición de la Administración concursal para los supuestos legalmente establecidos no impide al Juez del concurso el nombramiento de tal tipo de personal especializado cuando en el concurso de acreedores existan obligacionistas u otra clase de inversores, aunque no se den en el deudor en concurso los presupuestos establecidos a tal efecto por el citado art. 27.2.1.º LC.

2. El problema de la identificación del obligacionista

Conviene, como premisa, centrar el ámbito subjetivo del concepto «obligacionista» dadas, entre otros factores, las múltiples denominaciones, tipos y clases, tanto de orden legal como fruto de la *praxis*, que en el Derecho español pueden tener las obligaciones como valores negociables. El régimen legal español de la emisión de obligaciones está fraccionado en dos grupos de normas. Por un lado, tenemos la LSA, en su Capítulo X (arts. 282 a 310), que sigue siendo el núcleo del régimen legal de las obligaciones, si bien bastante matizado, y en ocasiones con escasa coordinación, por el art. 30 ter de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (LMV), precepto que fue introducido por virtud de la reforma de ésta que tuvo lugar por efecto de la Ley 25/2005, de 24 de noviembre, *reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras* (Disposición Adicional 3.ª). El art. 30 ter LMV tiene como objetivo, en síntesis, y salvedad hecha de su poco certera redacción, eliminar los requisitos de escritura pública de emisión y de publicidad registral mercantil para aquellas emisiones de obligaciones que son objeto de oferta pública de suscripción o de venta y para las que sea obligatoria la aprobación y registro por la CNMV de folleto de emisión de las mismas. Por otra parte, junto a tales normas provenientes del orden societario, hay que considerar el régimen del mercado primario de valores representado, principalmente, por el art. 2.º LMV (fruto de la reforma de ésta por virtud de la Ley 47/2007, de 19 de diciembre), los arts. 26 y ss. LMV y el RD 1310/2005, de 4 de noviembre, sobre ofertas públicas de suscripción y venta de valores negociables (entre otros aspectos que esta última norma regula).

¿Quién es, pues, obligacionista? Es obligacionista quien resulte titular de un valor negociable que derive de una operación financiero-inversora que responda a los siguientes caracteres: formulación de una *oferta de contratación* dirigida a formar o perfeccionar: una potencial pluralidad de contratos de inversión de contenido *sustancialmente homogéneo*, con función típica de inversión y financiación *credendi causa*, incorporados de forma inmanente a *valores negociables* (que son las obligaciones). De esta forma, las obligaciones son *valores negociables* que

reconocen o crean (incorporan) una deuda en la expresión tradicional del art. 282 LSA⁽²⁾. La regulación legal más reciente califica, en efecto, a las obligaciones como valores de deuda [cfr. así los arts. 30 ter LMV y 8.3, 9.6.b), 9.8, 41.1.i) y j) RD 1310/2005], categoría legal que se contraponen a los denominados, también legalmente, valores de participación (art. 26.2 LMV), entre los que se incluyen las acciones, las cuotas participativas de cajas de ahorro y, con discutible técnica, los valores que otorguen a sus titulares derecho a la adquisición o que sean convertibles en valores de participación.

Así, la Disposición Final 3.^a de la Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras, introdujo en la LMV un nuevo artículo, el ya citado 30 ter, sin el cual ya no puede ser entendido en su plenitud el régimen de la emisión de obligaciones⁽³⁾. De tal precepto se deriva que el régimen de las emisiones de obligaciones y demás valores de deuda («otros valores que reconozcan o creen una deuda») ha quedado escindido o diversificado, por su virtud, en dos sectores: de un lado, el de las emisiones de obligaciones constitutivas de mercado primario de valores siempre que respecto de ellas sea obligada la aprobación y registro por la CNMV de un folleto de emisión, las cuales quedan sujetas, por ello, al Título III LMV y al RD 1310/2005, de 4 de noviembre, que desarrolla parcialmente la LMV en materia de admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales, de ofertas públicas de venta o suscripción y del folleto exigible a tales efectos, además de al Capítulo X LSA y, en su caso, a la Ley 211/1964, las cuales sólo se aplican en los aspectos cuyo contenido no haya sido excluido expresamente por el art. 30 ter LMV. De otro lado, el de las emisiones de obligaciones cerradas, no públicas o no constitutivas de mercado primario de valores en el sentido de que para las mismas no sea precisa la aprobación y registro por la CNMV del folleto de emisión, cuyo régimen se ciñe al establecido en el Capítulo X LSA y, en su caso, en la Ley 211/1964, cada una en su respectivo ámbito de aplicación según la forma de persona jurídica del emisor de los valores, además de los preceptos del Reglamento del Registro Mercantil (RD 1784/1996, de 19 de julio) que resulten aplicables (arts. 310 y ss. RRM). Tales serían, en particular, los supuestos previstos por el art. 3.º de la Directiva 2003/71/CE, de 4 de noviembre de

(2) Esta descripción legal proviene del art. 111 LSA de 1951. La deuda incorporada por las obligaciones puede ser de dinero o de otro tipo de bien como, por ejemplo, de entrega de otros valores o instrumentos financieros, si bien téngase en cuenta a este respecto que ahora el art. 30 ter LMV excluye del concepto de valor-obligación a los que denomina valores de participación cuya caracterización legal se encuentra en el art. 26.2 LMV.

(3) El art. 30 ter LMV (introducido por la Disposición Final 3.^a de la Ley 25/2005, de 24 de noviembre) dispone lo siguiente: 1. Lo dispuesto en este capítulo será de aplicación a todas las emisiones de obligaciones o de otros valores que reconozcan o creen una deuda siempre que vayan a ser objeto de una oferta pública de venta o de admisión a negociación en un mercado secundario oficial y respecto de las cuales se exija la elaboración de un folleto que esté sujeto a aprobación y registro por la Comisión Nacional del Mercado de Valores en los términos dispuestos en el capítulo anterior.

Asimismo, se entenderán incluidas en el párrafo anterior y siempre que cumplan lo dispuesto en el mismo, las emisiones de obligaciones o de otros valores que reconozcan o creen una deuda previstas en el Capítulo X del Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, por el que se aprueba el Texto Refundido LSA. Igualmente, el presente capítulo será de aplicación a la emisión de obligaciones previstas en la Ley 211/1964, de 24 de diciembre, por la que se regula la emisión de obligaciones por sociedades que no hayan adoptado la forma de anónimas o por asociaciones u otras personas jurídicas, y la constitución del sindicato de obligacionistas.

No tendrán la consideración de obligaciones o de otros valores que reconocen o crean deuda los valores participativos a que se refiere el párrafo segundo del art. 26.2 de esta Ley, tales como las obligaciones convertibles en acciones a condición de que sean emitidas por el emisor de las acciones subyacentes o por una entidad que pertenezca al grupo del emisor.

2. No será necesario el requisito de escritura pública para la emisión de los valores a los que se refiere este capítulo.

La publicidad de todos los actos relativos a las emisiones de valores a que se refiere este capítulo se regirá por lo dispuesto en esta Ley y en sus disposiciones de desarrollo, y no será necesaria la inscripción de la emisión ni de los demás actos relativos a ella en el Registro Mercantil ni su publicación en el Boletín Oficial del Registro Mercantil.

3. Las condiciones de cada emisión, así como la capacidad del emisor para formalizarlas, cuando no hayan sido reguladas por la Ley, se someterán a las cláusulas contenidas en los estatutos sociales del emisor y se regirán por lo previsto en el acuerdo de emisión y en el folleto informativo.

Sobre este precepto, vid. MADRID PARRA, A., «Obligaciones y mercado de valores. Algunos cambios legales introducidos en 2005», en AA.VV., *Estudios de Derecho de Sociedades y Derecho Concursal. Libro homenaje al profesor Rafael García Villaverde*, tomo II, Madrid, 2007, págs. 885 y ss.

2003, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores, que se corresponden con lo establecido por los arts. 38.1 y 41.1.i) y j) RD 1310/2005, de 4 de noviembre.

El carácter financiero-inversor *credendi causa* de los contratos cuya formación se pretende mediante la formulación de una oferta de suscripción de obligaciones, se manifiesta especialmente ante la determinación de los derechos esenciales o básicos definitorios de la posición jurídica del obligacionista. La aceptación por esta clase de inversores de la oferta de contratación formulada por el emisor de obligaciones perfecciona con cada uno de aquéllos un contrato autónomo de suscripción de obligaciones que se caracteriza por tener el siguiente contenido esencial de derechos esenciales y típicos a favor del suscriptor-inversor:

- derecho a la restitución o pago del *tantumdem* («otro tanto de la misma especie y calidad») entregado al emisor (cfr., así, art. 308.1 LSA) vencido el plazo pactado dentro del que éste ha podido disponer a su arbitrio de los recursos financieros recibidos;
- derecho al pago de una contraprestación (*rentabilidad*) basada en el desplazamiento temporal del poder de disposición sobre los medios financieros a favor del emisor, derecho también esencial del obligacionista en cuanto deriva de forma directa de la causa típica de inversión que informa el negocio de suscripción de obligaciones [cfr. así, los arts. 285.1.c), 291.e) y 303.3 LSA];
- derecho a la entrega, incorporación o documentación de sus derechos en los *valores mobiliarios/negociables* que correspondan según la cuantía total suscrita, como sistema de documentación del contrato y de dotación de liquidez a la inversión realizada (cfr. arts. 282, 290 y 291 LSA).

Junto a los derechos citados, asisten al obligacionista las facultades y acciones propias de cualquier acreedor al pago de sumas de dinero (o de otra clase de prestación debida, en su caso). Conviene observar desde ahora que el sindicato de obligacionistas en el que, de forma necesaria, puede quedar integrado el obligacionista, no suplanta ni desplaza la posición autónoma de cada obligacionista como acreedor fundada en la relación obligatoria que le vincula individualmente con el emisor; el sindicato de obligacionistas sólo incide, bajo determinadas condiciones, en el ejercicio y posible modulación de esos derechos en función de optimizar la defensa de la posición de todos y cada uno de los obligacionistas integrados en la misma emisión⁽⁴⁾.

Conviene observar que la nota característica más esencial del contrato de suscripción de obligaciones, que lo distingue esencialmente del resto de los contratos de crédito, viene representada por la inmanencia causal existente entre la financiación/inversión *credendi causa* que constituye su objeto con los valores mobiliarios que documentan y representan las posiciones jurídicas de inversor-obligacionista derivadas del mismo. Esto es, financiación/inversión a crédito y representación en valores mobiliarios de las posiciones jurídicas de los inversores forman entre sí una unidad causal inescindible sin que ello acarree la mutación sustancial de la naturaleza jurídica del negocio concluido. Los valores mobiliarios/obligaciones se insertan como elemento estructural, inmanente y necesario, en el contrato de suscripción de los medios financieros, no ya sólo por sus connotaciones funcionales mínimas (documentación del contrato y transmisión de créditos), sino sobre todo porque los valores actúan como presupuesto de satisfacción del interés liquidez (o fácil desinversión o reconversión en dinero del instrumento de inversión) inherente a todo acto de inversión, aspecto que va más allá de la mera transmisibilidad de la relación jurídica nacida⁽⁵⁾. Por ello, el derecho a la entrega al suscriptor de los valores/obligaciones que le correspondan según las condiciones de emisión, es un derecho equiparable en importancia a los

⁽⁴⁾ Vid. GARCÍA-PITA Y LASTRES, J. L., *Derecho de los Títulos-Valores. Parte general*, Santiago de Compostela, 2006, págs. 434 y ss.

⁽⁵⁾ ALONSO ESPINOSA, F. J., «Intereses del inversor y Derecho del Mercado de Valores», en *Estudios en homenaje al profesor D. Manuel Broseta Pont*, vol. I, Tirant lo Blanch, Valencia, 1995, págs. 52 y ss.

de restitución por el emisor de los medios financieros contratados o al derecho al pago por éste de la rentabilidad pactada ⁽⁶⁾.

3. Carácter general y supletorio del régimen de la emisión de obligaciones presente en la LSA respecto de los valores *credendi causa* o «de deuda» e incidencia del art. 30 ter LMV

Del art. 282.2 LSA se deriva que el contenido del Capítulo X LSA representa el régimen general y supletorio de la emisión de obligaciones. Ello significa, en principio, que tal régimen extiende su ámbito de aplicación a toda operación dirigida a la obtención de recursos financieros *credendi causa* mediante expresión de una oferta de suscripción de valores mobiliarios siempre que la misma no sea objeto de otra regulación legal especial, sea total o parcialmente. La *vis atractiva* —que ahora es sólo relativa tras el art. 30 ter LMV— del régimen presente en el Capítulo X LSA en las condiciones expuestas, aparece formulada en el art. 282.2 LSA al disponer que «los valores emitidos por la sociedad a que se refiere el apartado anterior quedarán sometidos al régimen que para las obligaciones se establece en el presente capítulo». Tales valores son todos aquellos que «reconozcan o creen una deuda», o «valores de deuda» (cfr. RD 1310/2005), expresión de amplios contornos que permite entender comprendida en la misma a todo valor expresivo de una relación obligatoria *credendi causa* entre entidad emisora y los titulares de tales valores, incluso con independencia de que el objeto del pago sea dinero u otros bienes o derechos ⁽⁷⁾.

No obstante, tal significado del art. 282.2 LSA ha dejado de ser así, en términos absolutos, a partir del art. 30 ter LMV introducido por la Ley 25/2005, de 24 de noviembre (ver nota 3). El Capítulo X LSA comprende en su ámbito a las emisiones de obligaciones y de otros valores que reconozcan o creen una deuda, pero sólo en los aspectos no excluidos de tal ámbito por virtud del art. 30 ter LMV, que se refiere, en esencia, a las emisiones de obligaciones u otros valores de deuda no participativos cuya suscripción o venta se oferte en régimen de «oferta pública», esto es, según el texto del precepto, siempre que vayan a ser objeto de una oferta pública de venta o de admisión a negociación en un mercado secundario oficial y respecto de las cuales se exija la elaboración de un folleto que esté sujeto a aprobación y registro por la Comisión Nacional del Mercado de Valores en los términos dispuestos en el capítulo anterior. Nótese que

⁽⁶⁾ De la citada inmanencia o unidad causal inescindible entre el contrato de crédito y los valores mobiliarios/obligaciones inherentes al mismo, como elemento distintivo esencial entre el contrato de suscripción de obligaciones y los restantes contratos de crédito y, en especial, respecto del contrato de préstamo, se derivan las siguientes consecuencias de orden fundamental: (i) En el contrato de suscripción de obligaciones no cabe distinguir, como sí sucede, por ejemplo, en materia de letra de cambio, pagaré y cheque, entre un negocio causal o subyacente y una obligación cambiaria, la primera de las cuales queda «en suspenso» mientras la segunda se encuentre activada (cfr. art. 1.170 CC). Al contrario, en el contrato de suscripción de obligaciones, la creación y entrega del valor mobiliario es un elemento esencial del mismo, integrado en la propia estructura de la relación contractual. La fuente de esta obligación es legal e imperativa y no convencional; no cabe, pues, una emisión de obligaciones con exclusión o renuncia del derecho a la entrega de las obligaciones como valores como elemento esencial de tal contrato. (ii) Por ello, el incumplimiento por el emisor de su obligación de entrega al suscriptor de los valores/obligaciones que correspondan a éste, cuya fuente, se repite, es la Ley (y no el contrato como el caso de los efectos de comercio), fundamenta el ejercicio por el suscriptor de la acción resolutoria ex art. 1.124 CC para pretender la devolución de las cantidades entregadas al emisor y la indemnización por éste de los daños y perjuicios causados por su incumplimiento. En cambio, como es sabido, en el orden de los títulos cambiarios, la falta de emisión del título o, en su caso, de la asunción de las obligaciones cambiarias por parte del deudor en la relación causal, no puede, en condiciones normales, constituir, por sí misma, causa de resolución de esa relación causal o subyacente.

⁽⁷⁾ Conviene puntualizar que la expresión «series numeradas» presente en el art. 282.1 LSA, interpretada a veces como especie de «excusa absolutoria» de esta *vis atractiva*, además de ser equívoca, resulta superflua y carente de significado y fuerza normativa. Ello es manifiesto si se considera: (i) la posibilidad de que las obligaciones se representen mediante anotaciones en cuenta (art. 290 LSA), modalidad que, por definición, excluye toda referencia que identifique los valores (art. 17.1 RD 116/1992) y, por tanto, su posible clasificación en «series numeradas», no obstante lo cual no pierden por ello la naturaleza de obligaciones y siguen quedando sujetas al Capítulo X LSA; (ii) que la agrupación en series de las obligaciones y su numeración o no en el caso de su representación mediante títulos depende de la decisión que adopte el emisor en cada caso, de lo que se seguiría la absurda conclusión de que éste podría entonces convertir en dispositivo, de hecho, el régimen del Capítulo X LSA (vid. ALONSO ESPINOSA, F. J., *Mercado primario*, cit., págs. 156-169).

aunque la norma transcrita no hace referencia expresa a la oferta pública de suscripción (sólo se refiere a la oferta pública de venta), la misma se encuentra inmersa en la exigencia relativa a la «elaboración de un folleto que esté sujeto a aprobación y registro por la Comisión Nacional del Mercado de Valores».

Cabe afirmar que, por virtud de su *vis atractiva*, el régimen legal de la emisión de obligaciones extiende su ámbito de aplicación a los títulos cambiarios o efectos de comercio *transfuncionalizados*, (tales como los certificados de depósito de valores y los pagarés financieros a los que el art. 2.º.1.g) LMV denomina «instrumentos del mercado monetario»), así como a los valores *atípicos*, tales como, por ejemplo, los denominados *warrants* financieros. Por tanto, el régimen establecido por el Capítulo X LSA se aplica o no en su totalidad según la emisión sea constitutiva o no de mercado primario público de valores, esto es, tenga lugar o no bajo régimen de oferta pública de suscripción (cfr. art. 30 bis LMV) que obligue a la «elaboración de un folleto que esté sujeto a aprobación y registro por la Comisión Nacional del Mercado de Valores». En caso de que la emisión sea «pública» en el citado sentido, el régimen del art. 30 ter LMV excluye, en lo regulado por él, ciertas partes no exentas de importancia del régimen del Capítulo X LSA. En esencia, tales emisiones sin necesidad de folleto de emisión aprobado y registrado por la CNMV no precisan la obligatoria documentación de sus condiciones y características (cfr. art. 285 LSA) en escritura pública de emisión⁽⁸⁾ ni su control de legalidad y régimen de publicidad legal puede no tener lugar por medio de la actuación calificadora del Registrador Mercantil y de la inscripción en tal Registro Mercantil, sino que ambos aspectos se han de cumplir a través de la actuación supervisora de la Comisión Nacional del Mercado de Valores en los términos establecidos por el Título III LMV y el RD 1310/2005⁽⁹⁾. Asimismo, es importante señalar que en materia de emisiones de obligaciones sometidas al régimen del mercado primario de valores, no se consideran tales obligaciones ni tampoco «valores que reconocen o crean deuda» a los *valores participativos* a los que se refiere el art. 26.2, párrafo 2.º, LMV, tales como las obligaciones convertibles en acciones a condición de que sean emitidas por el emisor de las acciones subyacentes o por una entidad que pertenezca al grupo del emisor (art. 30 ter.1, párrafo 3.º, LMV; ver comentario al art. 292)⁽¹⁰⁾. Por consiguiente, y en conclusión, de lo expuesto parece derivarse lo siguiente en materia de emisión de obligaciones u otros valores de deuda bajo régimen de oferta pública de suscripción o de venta con obligación de aprobación y registro de folleto de emisión por la CNMV: que la *vis atractiva* del Capítulo X LSA respecto de tales emisiones es sólo *relativa*, en cuanto no se aplicarán las normas del mismo excluidas expresamente por el art. 30 ter LMV por cuya virtud la escritura pública de emisión de obligaciones ex art. 285 LSA ha pasado a tener carácter *potestativo* para el emisor (posiblemente en función de buscar cierta coherencia con el art. 6.º, párrafo 1.º, LMV que ha dejado de exigir obligatoria escritura pública para la emisión de valores representados mediante anotaciones en cuenta), así como también es potestativa la publicidad registral de la emisión y sus demás vicisitudes inscribibles; que los *valores participativos* ex art. 26.2, párrafo 2.º, LMV (salvedad hecha de las acciones) no se consideran obligaciones u otros valores que reconocen o crean deuda por lo que su régimen se halla totalmente liberalizado, en el sentido de que para su emisión solamente parece que hayan

⁽⁸⁾ El art. 6.º LMV, según su actual redacción por virtud del RD-Ley 5/2005, de 11 de marzo, ya había excluido la escritura pública en general respecto de la emisión de valores representados mediante anotaciones en cuenta, si bien ha de observarse que ello era y es inaplicable a las acciones por exigencia de los arts. 8, 144.2 y 152.1 LSA. Ello no significa que el emisor carezca de la facultad de otorgar escritura pública de emisión, así como la publicidad registral mercantil, de modo que las mismas, en este ámbito, pasan de tener carácter obligatorio a tener carácter facultativo.

⁽⁹⁾ Si bien parece forzoso que haya de quedar a salvo lo establecido por los arts. 292 a 294 LSA, relativos al régimen de las obligaciones convertibles en acciones.

⁽¹⁰⁾ Según el art. 26.2, párrafo 2.º, LMV, son valores participativos «las acciones y los valores negociables equivalentes a las acciones, así como cualquier otro tipo de valores negociables que den derecho a adquirir acciones o valores equivalentes a las acciones, por su conversión o por el ejercicio de los derechos que confieren, a condición de que esos valores sean emitidos por el emisor de las acciones subyacentes o por una entidad que pertenezca al grupo del emisor» [cfr. art. 2.1.b) Directiva 2003/71/CE].

de ser respetadas las normas en materia de mercado primario de valores cuando las mismas sean de obligatoria aplicación (Título III LMV y RD 1310/2005)⁽¹¹⁾.

No obstante lo expuesto, cabe afirmar que ello no excluye que las obligaciones sigan constituyendo el valor mobiliario privado arquetípico de obtención de recursos financieros *credendi causa* cuyo régimen tiene un significado general y supletorio que, por tanto, extiende su ámbito objetivo de aplicación a toda emisión de valores *credendi causa* (o «de deuda» según la expresión que aparece a lo largo del RD 1310/2005) u operaciones financieras dirigidas a la obtención de recursos ajenos que reúnan los requisitos de orden estructural antes expuestos. Por ello, excepciones a la aplicación de la totalidad o parte de ese régimen deben venir amparadas por una norma expresa con rango formal de Ley como, por ejemplo, sucede con el citado art. 30 ter LMV. Ello es así en función de que tal régimen contiene instrumentos imperativos en protección de los diferentes sectores de intereses en presencia cuyo cumplimiento no puede ser obviado sin cobertura legal expresa. Tales son⁽¹²⁾:

- la necesaria autorización por la Junta General de Accionistas del recurso a este sistema de financiación (art. 283.1 LSA);
- el control de solvencia del emisor mediante aplicación de la regla según la cual el límite de la deuda total representada en valores no amortizados será como máximo equivalente a su nivel de fondos propios, salvo que el emisor constituya garantías especiales e idóneas en función de los derechos de los inversores (arts. 282.1 y 284.2 LSA);
- el otorgamiento de las condiciones operativas de la emisión y de las de contratación de los recursos financieros en escritura pública unida a la publicidad registral de la misma, lo que presupone su control registral de legalidad (arts. 22.2 Ccom, 285 LSA, 310 y ss. RRM);
- la necesaria organización de los inversores en una asociación de defensa o sindicato de obligacionistas representada por un Comisario cuyas actuación y funciones se vocacionan hacia la optimización de los medios ordinarios de protección de los intereses comunes de los obligacionistas (arts. 283.2, 295 y ss. LSA; si bien de este expediente puede prescindirse si el emisor no es una sociedad por acciones, en los confusos términos establecidos por la Ley 211/1964).

4. La flexibilidad funcional como característica del régimen español de la emisión de obligaciones

El régimen legal de la emisión de obligaciones⁽¹³⁾ tiene, entre otras características, la de su *flexibilidad funcional*. LSA y LMV regulan el valor-obligación como un modelo de valor negociable *credendi causa* o «de deuda» de perfiles dúctiles o flexibles en función de permitir a sus usuarios/financiados la emisión de tal clase de valores según diseños competitivos y, por ello, adaptables a las circunstancias del mercado financiero o a otras más particulares, tales como, entre otros aspectos, el perfil de los potenciales o, en su caso, predispuestos suscriptores (así, por ejemplo, el caso de los inversores cualificados *ex* art. 39 RD 1310/2005), sus condiciones contractuales de suscripción, la situación económica del emisor, los fines perseguidos con la operación financiera, la forma de ofertar su suscripción y colocación en el mercado, etc. Por ello, el modelo español de regulación de los valores/obligaciones en este aspecto se caracteriza por reconocer amplios límites a la autonomía privada del emisor ante el diseño de las condicio-

⁽¹¹⁾ Dentro de esta última exclusión del régimen del Capítulo X LSA se encuentran las obligaciones convertibles en acciones y los *warrants* que den derecho a la adquisición o suscripción de valores a condición de que las obligaciones convertibles o los *warrants* hayan sido emitidos por el emisor de las acciones subyacentes o por una entidad que pertenezca al grupo del emisor (cfr. art. 26.2 LMV).

⁽¹²⁾ Vid. GARCÍA-PITA Y LASTRES, J. L., *Derecho de los Títulos-Valores*, cit., págs. 429 y ss.

⁽¹³⁾ Y el de la emisión de valores *credendi causa* en general (o valores «de deuda» en la expresión del RD 1310/2005) dispuesto, tanto por el Capítulo X de la Ley de Sociedades Anónimas como por las normas en materia de mercado primario de valores (art. 30 ter LMV y RD 1310/2005).

nes y el contenido obligacional de los valores cuya suscripción éste proyecta ofertar⁽¹⁴⁾. Cabe así constatar que las escasas normas de orden imperativo contenidas por la LSA y la LMV (art. 30 ter) son normas de *minimis* dirigidas a procurar una tutela legal básica a los sectores de interés inmersos en la consideración global de la emisión de obligaciones como operación financiero-inversora, esto es: los propios del emisor y de sus socios, los de los eventuales inversores (suscriptores y ulteriores titulares de los valores) y los del mercado financiero en general⁽¹⁵⁾.

La *vis atractiva* del régimen de la emisión de obligaciones presente en el Capítulo X LSA viene confirmada por la flexibilidad o carácter dúctil o abierto del modelo de valor mobiliario ahí regulado. La LSA, así como el art. 30 ter LMV, se ocupan, básicamente, de atravesar el régimen de estos valores de unas normas imperativas protectoras de los diferentes intereses en presencia⁽¹⁶⁾, pero deja a la sociedad emisora amplias facultades para establecer el diseño o contenido obligacional de los valores/obligaciones en atención a las circunstancias internas y externas y según los objetivos financieros perseguidos mediante su emisión. Así, la LSA no establece limitaciones ni normas imperativas en aspectos no exentos de importancia como, por ejemplo:

- los relativos a la denominación de los valores, pues la denominación «obligaciones» no es de uso imperativo (se usan otras como bonos, bonos de tesorería, pagarés de empresa o financieros, letra bursátil, cédula, etc.);

- la duración de su plazo de vencimiento o amortización;

- las modalidades de las contraprestaciones ofrecidas a los obligacionistas en concepto de rentabilidad por su inversión y su forma de determinación y percepción (primas, sorteos, intereses fijos, variables, cupón cero, al descuento, etc.);

- la moneda de emisión (cabén obligaciones denominadas en moneda extranjera);

- las técnicas de colocación de los valores en el mercado (técnica tradicional o de oferta directa, o recurso a programas de emisión abiertos o de colocación continua, reserva de tramos a favor de determinadas clases de inversores, diseño «a la carta», etc.);

- el diseño del plan de amortización y de las garantías que se constituyan a favor de los inversores;

- la posibilidad de que los valores, aun integrados en una misma emisión, tengan condiciones circunstanciales o accidentales diferentes (fecha de puesta en circulación, fecha y/o modalidad de amortización, valor nominal o unitario, etc.);

- régimen de la prelación de créditos aplicable a las obligaciones (cfr. art. 92.2.º Ley 22/2003, Concursal).

⁽¹⁴⁾ En este sentido, sucede lo propio con el modelo comunitario de caracterización de las obligaciones que se vislumbra, especialmente, en el Anexo XVIII —«Cuadro de combinaciones»— del Reglamento (CE) n.º 809/2004 de la Comisión, de 29 de abril de 2004, relativo a la aplicación de la Directiva 2003/71/CE, aplicable por ser tal Reglamento CE y, además, por estar dispuesto así expresamente por la Orden EHA/3537/2005, de 10 de noviembre.

⁽¹⁵⁾ Algunas técnicas de protección presentes en el Capítulo X LSA (como el límite de máximo de endeudamiento por emisión de obligaciones *ex art.* 282.1 LSA —dentro de sus importantes excepciones, *cfr.* art. 112 LMV— y la institucionalización del Comisario y la asamblea de obligacionistas, principalmente), si bien supusieron en su día (LSA de 1951) un avance sustancial respecto a la situación legal anterior a la misma, pueden ser tachadas, al presente y con carácter general, de falta de eficiencia. Por ello, han debido ser completadas, superadas y, en parte, excluida su aplicación de forma directa o indirecta, por las normas concurrentes en materia de mercado primario de valores cuando la suscripción de las obligaciones tiene lugar bajo el régimen de oferta pública de suscripción o de venta de los valores (*cfr.* Título III LMV y arts. 30 bis, 30 ter LMV y 38 RD 1310/2005).

⁽¹⁶⁾ «Garantizar la protección del inversor y la eficiencia del mercado» en la expresión del considerando n.º 10 de la Directiva 2003/71/CE.

Por ello, los aspectos citados ante el diseño de los valores carecen de relevancia para fundar sobre ellos pretendidas exclusiones del régimen legal de la emisión de obligaciones. No constituyen elementos esenciales o estructurales de la emisión de obligaciones y, por ello, no son definitorios de la misma ni, en especial, sirven para fundar la pérdida del carácter de obligaciones de los valores mobiliarios inherentes a ella⁽¹⁷⁾.

Consecuencia directa de lo que se acaba de exponer es la necesaria aplicación del régimen de la emisión de obligaciones a los títulos cambiarios o efectos de comercio *transfuncionalizados* (especialmente los denominados pagarés de empresas o pagarés financieros emitidos en serie), así como a los *warrants* financieros, salvo cuando estos últimos tengan el carácter de valores participativos emitidos en régimen de mercado primario de valores (cfr. arts. 26.2, párrafo 2.º, y 30 ter.1, párrafo 2.º, LMV). Por tanto, el régimen de la emisión de obligaciones representa el régimen general y supletorio de emisión valores mobiliarios *credendi causa* y, en sus pautas esenciales, extiende su ámbito de aplicación a los denominados «instrumentos del mercado monetario» privados, tales como los títulos cambiarios o efectos de comercio *transfuncionalizados*, lícitos en el marco de los arts. 2.º.1.g) LMV y 3.º RD 1310/2005 (pagarés «de empresa» o pagarés financieros)⁽¹⁸⁾. Ello en lo no excluido por el citado art. 30 ter LMV.

No se consideran obligaciones los valores participativos (salvedad hecha de las acciones) aun cuando algunos se parezcan a las obligaciones como el caso de las denominadas participaciones preferentes emitidas por entidades de crédito con arreglo a la Ley 19/2003, de 4 de julio⁽¹⁹⁾, en cuanto las mismas pueden ser concebidas como obligaciones subordinadas con vocación de perpetuidad. Así como tampoco se consideran tales desde el prisma legal los valores que incorporen una deuda cuya prestación debida por el deudor sea la entrega de otros valores de participación. Es evidente que desde el concepto legal presente en el art. 282 LSA tales valores son de deuda y, por consiguiente, deberían ser considerados como tales y cumplir el régimen legal establecido para la emisión de obligaciones.

II. LOS OBLIGACIONISTAS COMO ACREEDORES CONCURSALES

1. Referencia a los antecedentes históricos

La principal especialidad de los obligacionistas como acreedores concursales se halla representada por el hecho de que los mismos resultan agrupados necesariamente en la organización de defensa colectiva de sus derechos e intereses a la que la LSA (y la Ley 211/1964) denomina sindicato de obligacionistas. Este modelo legal vigente de representación, tutela y protección de los derechos de los obligacionistas representado por el sindicato de obligacionistas fue introducido en nuestro Derecho por la derogada LSA de 1951 y tuvo su origen y antecedentes, precisamente, en las situaciones concursales o paraconcursoales de las entidades deudoras de obligaciones verificadas durante el último tercio del siglo XIX y hasta la primera mitad del siglo XX. Las situaciones de crisis económica de tales entidades originaron el primer Derecho paraconcursal español aplicable al modelo de «gran empresa» de entonces (la Ley de 12 de noviembre de 1869 sobre quiebra de las compañías de ferrocarriles, concesionarias de canales y demás obras públicas análogas), por el que se trataba de excluir a éstas

⁽¹⁷⁾ Nótese que el carácter general del régimen de la emisión de obligaciones, en función, sobre todo, de la aludida ductilidad o flexibilidad del modelo de valor mobiliario regulado como tal, se hallaba expresamente contemplado en el número VI de la Exposición de Motivos LSA de 1951, de la cual deriva la regulación presente en el Capítulo X LSA de 1989. Según tal Exposición de Motivos, la regulación de la emisión de obligaciones «se limita a exigir sólidas garantías para la protección de los derechos de los obligacionistas y al propio tiempo para la defensa de los intereses generales de la economía nacional, respetando, no obstante, la autonomía de las sociedades anónimas para que éstas establezcan, sin graves trabas ni limitaciones, las condiciones de cada emisión».

⁽¹⁸⁾ ALONSO ESPINOSA, F. J., *Mercado primario de valores negociables*, Barcelona, 1994, págs. 206 y ss.; GARCÍA-PITA Y LASTRES, J. L., *Derecho de los Títulos-Valores*, cit., págs. 399, 408 y ss.

⁽¹⁹⁾ FERNÁNDEZ DEL POZO, L., *Las participaciones preferentes. Un híbrido financiero supletorio del capital social*, Madrid, 2005, págs. 47 y ss.

de la aplicación del entonces poco conveniente para los intereses estatales del más severo régimen vigente de la quiebra representado por el C. Com. de 1829. La política legislativa subyacente a esta Ley —y a otras que le siguieron y que han estado en vigor hasta la actual Ley 22/2003, Concursal (cfr. Disposición Derogatoria n.º 2)— se fundaba sobre dos premisas político-legislativas: de un lado, salvar de la liquidación concursal a las grandes empresas en crisis de entonces (ferrocarriles, canales, minas, puertos, etc.) y, por tanto, se optaba por el mantenimiento o conservación de la entonces gran empresa privada de interés público o general⁽²⁰⁾; de otro lado, propiciar dicha finalidad, mediante la promoción legal directa y el casi forzamiento de la conclusión de convenios con sus acreedores, acreedores que, en su práctica totalidad, eran los inversores en las obligaciones hipotecarias emitidas por tales compañías como medio de financiación y de refinanciación sucesiva de sus empresas aquejadas de déficit o insolvencia crónica hasta que, finalmente, fueron nacionalizadas mediante la creación de la entidad estatal autónoma Renfe en 1940, entidad que asumió la deuda de tales compañías pero renegociando y posponiendo su pago hasta por períodos de cien o más años y, por tanto, convirtiendo tales obligaciones prácticamente en deuda perpetua⁽²¹⁾. Por tanto, el Derecho concursal y paraconcursal especial representado por las llamadas leyes de quiebra y suspensión de pagos de las compañías de ferrocarriles y demás obras públicas que se sucedió en España entre 1869 y hasta 1949⁽²²⁾ tenía como objeto primordial salvar de la quiebra y, sobre todo, de la liquidación derivada de la misma, a estas empresas de interés general en cuanto prestadoras de servicios públicos primero bajo titularidad privada y luego bajo titularidad pública a partir de 1940. Las técnicas legales principales aplicadas a tales efectos fueron dos: devaluar, hasta hacerlas prácticamente ineficaces, la eficacia propia de las hipotecas que gravaban las obras e instalaciones construidas en garantía del pago de las obligaciones mediante la declaración legal del carácter inembargable de tales obras e instalaciones y descargar el saneamiento financiero de tales compañías sobre sus principales acreedores, esto es, sobre quienes habían invertido en ellas su ahorro, los obligacionistas, forzando prácticamente la adopción sistemática de convenios con éstos cuyo contenido era de orden dilatorio y remisivo del pago de sus derechos de crédito, tanto de capital como de intereses.

De este modo, tuvo lugar una auténtica política expropiatoria del ahorro privado invertido en obligaciones a favor de la empresas deudoras de las mismas en las que, al tiempo, el Estado tenía interés directo dado el carácter de obras o empresas de interés público o general de las así financiadas.

De este patético estado de cosas surgió en gran medida, como reacción a favor de los obligacionistas, la institucionalización del sindicato de obligacionistas por virtud de la LSA de 1951, el cual permanece vigente hoy en la actual LSA de 1989 con simples retoques de orden sistemático respecto de su regulación primigenia según la LSA de 1951. El instituto es originario del Derecho alemán —que ya lo reguló, antes de finalizar el siglo XIX, en 1899—, fue desarrollado, sobre todo, por el Derecho francés (que con antecedentes desde el siglo XIX, lo reguló por Decreto de 30 de octubre de 1935 y que aparece ahora en el art. L-228 del Code de Commerce de 2000) y, desde éste, fue importado al Derecho italiano (arts. 2415 y ss. Codice Civile), siendo este último el más influyente en nuestro Derecho en este aspecto.

⁽²⁰⁾ ROJO, A., «El estado de crisis económica», en *La reforma del Derecho de quiebra* (Coord. J. L. IGLESIAS PRADA), Madrid, 1982, págs. 125 y ss.; DUQUE, J. F., «La modernización del Derecho concursal en el siglo XIX: el significado histórico de la Ley de 12 de noviembre de 1869 sobre la quiebra de las compañías de ferrocarriles», en *Estudios en homenaje al profesor Antonio Polo*, Madrid, 1981, págs. 128 y ss.; ALONSO ESPINOSA, F. J., *Asociación y derechos de los obligacionistas*, Barcelona, 1988, págs. 17 y ss.

⁽²¹⁾ Ley de 5 de diciembre de 1941 sobre regularización de cargas financieras de sociedades en crisis y Ley de 21 de abril de 1949 sobre saneamiento financiero de las compañías de ferrocarriles. Algunas de estas obligaciones de valor nominal de 10 pesetas al 3% de interés anual todavía vencerán en el año 2040, incluso algunas en el 2050.

⁽²²⁾ Vid. ALONSO ESPINOSA, F. J., *Asociación y derechos*, cit., págs. 17-26.

2. Diferencia de regímenes legales de integración de los obligacionistas en sindicatos de obligacionistas

La existencia en nuestro Derecho de hasta tres modalidades de regulación del sindicato de obligacionistas obliga a plantear esta cuestión. Tenemos, por una parte, la LSA de 1989, que declara obligatoria la formación e integración de los obligacionistas en el sindicato de obligacionistas según las normas establecidas en los arts. 282 a 310 LSA. La LSA es aplicable solamente a las emisiones de obligaciones realizadas por sociedades anónimas y por sociedades comanditarias por acciones.

Por otra parte, tenemos la Ley 211/1964, de 24 de diciembre, aplicable a las demás formas de persona jurídica habilitadas en nuestro Derecho para emitir obligaciones (cfr. art. 9.º y Disposición Adicional Tercera LSRL) entre las que se incluyen formas de persona jurídica como las sociedades cooperativas, las cajas de ahorro, las fundaciones, las asociaciones y las agrupaciones de interés económico y ciertas formas de sociedad como, por ejemplo, las UTE. La Ley 211/1964 se caracteriza por disponer un régimen legal ambiguo de formación del sindicato de obligacionistas por parte del emisor imprimiendo al mismo un cierto carácter «semifacultativo» (cfr. art. 310.3 RRM). Se trata, por ello, de una regulación defectuosa desde el punto de vista técnico dada su falta de claridad y, por tanto, de la seguridad jurídica necesaria que se debería procurar en este orden. La norma establece, en principio, la obligación del emisor de organizar el sindicato de obligacionistas entre las condiciones de emisión de las obligaciones. Mas la falta de organización del mismo no se establece como condición necesaria de la emisión al modo como sucede en la LSA (art. 283), sino que en tal caso, como parece derivarse de la Disposición Transitoria de la Ley 211/1964, lo único que se dispone es la prohibición de admisión y de continuidad de las obligaciones como valores cotizados en cualquier mercado secundario organizado en el caso de que lo estuvieran⁽²³⁾. En otro caso, el sindicato puede ser organizado a instancia de los propios obligacionistas siempre que éstos representen, al menos —y «nada menos»—, el 30% del valor nominal de las obligaciones en circulación no amortizadas y a través de un procedimiento de jurisdicción voluntaria. En el caso de que el sindicato se organice en efecto, sus normas son, en principio, las establecidas en las condiciones de emisión o bien en el acto de creación del mismo a iniciativa de los obligacionistas, siendo de aplicación supletoria el régimen de la LSA.

En tercer lugar, nos encontramos con el caso del *sindicato de tenedores de bonos hipotecarios* previsto en la Ley 2/1981, de 25 de marzo, *de regulación del mercado hipotecario*. Esta norma (art. 13), así como el Real Decreto 716/2009, de 24 de abril, *por el que se desarrollan determinados aspectos de la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de regulación del mercado hipotecario y otras normas del sistema hipotecario y financiero*, establece con claridad que la organización del *sindicato de tenedores de bonos hipotecarios* es *facultativo* para la entidad emisora de los bonos hipotecarios y que su organización no está prevista para el caso de emisión de *cédulas hipotecarias* ni tampoco para el de las *participaciones hipotecarias*. No obstante, como se verá, estas clases especiales de valores-obligaciones (cédulas, bonos y participaciones hipotecarias) son destinatarias de un sistema especial de *blindaje* de sus garantías características y de sus derechos y rendimientos financieros ante el concurso de acreedores de la entidad deudora, si bien, como veremos, en el caso de los bonos hipotecarios se halla prevista legalmente la preocupante facultad del *sindicato de tenedores de bonos* de renunciar y de modificar sustancialmente este tipo de garantías a pesar de ser las propias, definitorias y características de los bonos hipotecarios como clase especial de valor-obligación.

3. Posición como acreedores concursales de los obligacionistas organizados en sindicato de obligacionistas

Como primera premisa, conviene observar que, al presente, ninguna norma jurídica establece expresamente el tratamiento legal a aplicar a los obligacionistas como acreedores concursales

⁽²³⁾ La Ley 211/1964 se refiere, ya anacrónicamente, a «Bolsa», cfr. art. 31.2 LMV.

cuando los mismos se hallen integrados en un sindicato de obligacionistas, sea su constitución obligatoria o facultativa. Ello contrasta, como segunda premisa, con las legislaciones de nuestro entorno, en las cuales se inspiró en su día la LSA de 1951 y cuyas normas en este aspecto perviven, como se ha visto, en la actual y vigente LSA de 1989.

Así, el Code de Commerce francés de 2000 dispone la siguiente regulación al respecto ⁽²⁴⁾:

«1.º) Article L228-84. Les représentants de la masse déclarent au passif du redressement ou de la liquidation judiciaires de la société, pour tous les obligataires de cette masse, le montant en principal des obligations restant en circulation augmenté pour mémoire des coupons d'intérêts échus et non payés, dont le décompte est établi par le mandataire judiciaire. Ils ne sont pas tenus de fournir les titres de leurs mandants, à l'appui de cette déclaration.

2.º) Article L228-85. A défaut de déclaration par les représentants de la masse, une décision de justice désigne à la demande du mandataire judiciaire, un mandataire chargé d'assurer la représentation de la masse dans les opérations de redressement ou de liquidation judiciaires et d'en déclarer la créance.

3.º) Article L228-86. Les représentants de la masse sont consultés par le mandataire judiciaire sur les modalités de règlement des obligations proposées en application de l'article L. 626-4. Ils donnent leur accord dans le sens défini par l'assemblée générale ordinaire des obligataires, convoquée à cet effet.

4.º) Article L228-87. Les frais entraînés par la représentation des obligataires au cours de la procédure de redressement judiciaire de la société incombent à celle-ci et sont considérés comme des frais d'administration judiciaire.

5.º) Article L228-88. Le redressement ou la liquidation judiciaires de la société ne met pas fin au fonctionnement et au rôle de l'assemblée générale des obligataires.

6.º) Article L228-89. En cas de clôture pour insuffisance d'actif, le représentant de la masse ou le mandataire de justice désigné, recouvre l'exercice des droits des obligataires.

7.º) Article L228-90. Sauf clause contraire du contrat d'émission, les dispositions des articles L. 228-46 à L. 228-69, L. 228-71, L. 228-72, L. 228-76 à L. 228-81 et L. 228-83 à L. 228-89 ne sont pas applicables aux sociétés dont les emprunts sont soumis à un régime légal spécial, ni aux emprunts garantis par l'Etat, les départements, les communes ou les établissements publics ni aux emprunts émis à l'étranger par des sociétés françaises».

Por su parte, el Codice Civile italiano de 1942 contiene asimismo la siguiente serie de disposiciones específicas sobre el tratamiento a aplicar a los obligacionistas organizados en asamblea ante la situación general y también concursal de la entidad deudora ⁽²⁵⁾:

«1.º) Art. 2415. Assemblea degli obbligazionisti. L'assemblea degli obbligazionisti delibera: 1) sulla nomina e sulla revoca del rappresentante comune; 2) sulle modificazioni delle condizioni del prestito; 3) sulla proposta di amministrazione controllata e di concordato; 4) sulla costituzione di un fondo per le spese necessarie alla tutela dei comuni interessi e sul rendiconto relativo; 5) sugli altri oggetti d'interesse comune degli obbligazionisti.

2.º) Art. 2417. Rappresentante comune. Il rappresentante comune può essere scelto al di fuori

⁽²⁴⁾ Sobre este régimen, *vid.*, últimamente, GRELON, B., «La consultation des créanciers obligataires dans le cadre d'une procédure collective d'insolvabilité», *Revue des sociétés*, n.º 1/2008, págs. 25 y ss.

⁽²⁵⁾ *Vid.* SACCHI, R., *Gli obbligazionisti nel concordato della società*, Milano, 1981.

degli obbligazionisti e possono essere nominate anche le persone giuridiche autorizzate all'esercizio dei servizi di investimento nonché le società fiduciarie. Non possono essere nominati rappresentanti comuni degli obbligazionisti e, se nominati, decadono dall'ufficio, gli amministratori, i sindaci, i dipendenti della società debitrice e coloro che si trovano nelle condizioni indicate nell'articolo 2399.

Se non è nominato dall'assemblea a norma dell'articolo 2415, il rappresentante comune è nominato con decreto dal tribunale su domanda di uno o più obbligazionisti o degli amministratori della società.

Il rappresentante comune dura in carica per un periodo non superiore a tre esercizi sociali e può essere rieletto. L'assemblea degli obbligazionisti ne fissa il compenso. Entro trenta giorni dalla notizia della sua nomina il rappresentante comune deve richiederne l'iscrizione nel registro delle imprese.

3.º) Art. 2418. Obblighi e poteri del rappresentante comune. Il rappresentante comune deve provvedere all'esecuzione delle deliberazioni dell'assemblea degli obbligazionisti, tutelare gli interessi comuni di questi nei rapporti con la società e assistere alle operazioni di sorteggio delle obbligazioni. Egli ha diritto di assistere all'assemblea dei soci.

Per la tutela degli interessi comuni ha la rappresentanza processuale degli obbligazionisti anche nell'amministrazione controllata, nel concordato preventivo, nel fallimento, nella liquidazione coatta amministrativa e nell'amministrazione straordinaria della società debitrice.

4.º) Art. 2419. Azione individuale degli obbligazionisti. Le disposizioni degli articoli precedenti non precludono le azioni individuali degli obbligazionisti, salvo che queste siano incompatibili con le deliberazioni dell'assemblea previste dall'articolo 2415».

Como se ve, las normas foráneas expuestas regulan expresamente las especialidades que surgen de la condición de acreedor-obligacionista organizado en el seno de un sindicato, masa o asamblea, ante una situación concursal de la entidad deudora de los valores. Tales especialidades objeto de regulación legal específica en tales ordenamientos son relativas a los siguientes aspectos:

— El régimen de la legitimación de los obligacionistas, como acreedores, para solicitar la declaración en concurso de acreedores de la entidad deudora de las obligaciones, la cual se reconoce a favor del representante común, legal o Comisario de los mismos.

— El sistema de representación de los obligacionistas para que el derecho de crédito de los mismos quede integrado en la masa pasiva del concurso y en la correspondiente lista de acreedores. Esto es, los actos de comunicación de los créditos (art. 85 LC, cfr. art. 92.1.º LC, sobre comunicación tardía) y de reconocimiento de los mismos (art. 86 LC) y la forma de su constancia en la lista de acreedores (art. 94 LC), representación que también se reconoce a favor del representante común o Comisario.

— El sistema de representación procesal de los obligacionistas en el concurso de acreedores ante la Administración concursal y ante el Juez de concurso en el ejercicio de los derechos, cargas y facultades de que son titulares o destinatarios (por ejemplo, para la oposición a la aprobación del convenio, art. 128 LC o por incumplimiento del convenio, o para solicitar la apertura de la liquidación, art. 142 LC, o ante el desarrollo de las operaciones de liquidación, arts. 148 y ss. LC). Así como el sistema de remoción e impulso de tal representación en caso de inexistencia o de inoperancia del mismo. Tal representación se reconoce a favor del representante común o Comisario con obligación de éste de obtener el acuerdo de la asamblea en algunos casos. En caso de inexistencia o de inactividad del mismo, se reconoce al Juez de concurso la facultad de nombrar un mandatario judicial que haga sus veces.

— El sistema de representación procesal de los obligacionistas ante las propuestas de convenio del deudor, sea ésta anticipada (art. 108 LC) u ordinaria (art. 103 LC) o bien se trate de una propuesta de refinanciación preconcursal (Disp. Ad. 4.^a LC).

— El sistema de cómputo de los créditos de los obligacionistas ante la votación de las propuestas de convenio del deudor (arts. 124 y 125 LC) y el tratamiento o régimen de los posibles tratos singulares de los que puedan ser objeto los obligacionistas en el seno del convenio (art. 125 LC). En esta sede, la legislación francesa indica expresamente que el crédito obligacionista es objeto de tratamiento unitario en el concurso y se computa por la totalidad del mismo pendiente de pago, además de los intereses vencidos e impagados.

— El régimen de los gastos de funcionamiento de la asamblea de obligacionistas durante el concurso, que la legislación francesa considera como deudas de la masa en concepto de gastos propios de la administración del concurso.

— El régimen de coordinación entre la acción colectiva en interés común de los obligacionistas y las acciones individuales que éstos puedan ejercitar.

Cabe anotar, como premisa, que no cabe sostener que el sindicato de obligacionistas se extinga o cese en el cumplimiento de sus funciones ante el concurso de acreedores de la sociedad deudora, como expresamente dispone la regulación francesa. El concurso de acreedores del deudor no es causa de extinción del sindicato, sino que, al contrario, éste debe continuar en funcionamiento con arreglo al régimen legal establecido por la LSA o, en su caso, por la Ley 211/1964. Ello por virtud de las siguientes razones:

El art. 283 LSA dispone la constitución del sindicato y el nombramiento del Comisario como condiciones necesarias de la emisión de obligaciones por parte de una SA o de una S. Com. p. A. en función de la defensa de los derechos e intereses comunes de los obligacionistas. Por tanto, el sindicato subsiste y continúa en pleno funcionamiento hasta tanto existan obligacionistas cuyos derechos sea preciso defender organizadamente⁽²⁶⁾. En tal dirección, se ha de sostener que el concurso de acreedores del deudor no sólo no está legalmente configurado como causa de extinción del sindicato, sino que se trata de una situación susceptible de afectar, en principio, a todos los obligacionistas y que recomienda y exige la aplicación del sistema legal de defensa organizada de los derechos de éstos que el mismo supone y en función del cual es legalmente instituido.

El propio objeto del sindicato de obligacionistas —consistente en procurar un sistema en función de la defensa organizada de los derechos de los obligacionistas que lo forman— impide que ante el concurso de acreedores del deudor, los obligacionistas hubieran de recurrir a sistemas o medios particulares de defensa, esto es; a la autotutela, ya que lo que el sindicato pretende es, precisamente, evitar tal situación de dispersión y debilidad cuando los derechos de aquéllos se encuentren amenazados⁽²⁷⁾.

4. Régimen de la legitimación de los obligacionistas, como acreedores, para solicitar la declaración en concurso de acreedores de la entidad deudora de las obligaciones

Ante la solicitud de concurso necesario (art. 22.1 LC)⁽²⁸⁾ por parte de los obligacionistas organizados en sindicato de obligacionistas, conviene referirse, en primer lugar y como cuestión primordial, al tratamiento y régimen de coordinación legal entre la acción individual reconocida a favor de cada obligacionista por la LSA (art. 302) y la acción colectiva reconocida al sindicato

⁽²⁶⁾ Vid. ALONSO ESPINOSA, F. J., *Asociación y derechos*, cit., págs. 97-98, 133-134.

⁽²⁷⁾ APARICIO GONZÁLEZ, M. L., «Reflexiones sobre la tutela de los obligacionistas en las situaciones de crisis económica de la entidad deudora», *Revista crítica de Derecho inmobiliario*, 1987, págs. 1075-1076.

⁽²⁸⁾ Sobre la declaración del concurso necesario, vid. PULGAR EZQUERRA, J., *El concurso de acreedores. La declaración*, Madrid, 2009, págs. 535 y ss.

de obligacionistas a través del Comisario (art. 303.1). Este aspecto, por lo demás, ha de considerarse extensible a las emisiones de obligaciones realizadas por las restantes formas de persona jurídica autorizadas en nuestro Derecho (Ley 211/1964), así como, en caso de estar constituido, al sindicato de tenedores de bonos hipotecarios (cfr. art. 13, pf. 4.º, Ley 2/1981).

El art. 3.º 1 LC dispone que la legitimación para solicitar la declaración de concurso corresponde al deudor y a *cualquiera de sus acreedores*. En principio, pues, habría que entender que cualquier obligacionista puede instar el concurso de su deudor si se dan los presupuestos establecidos por la LC (art. 2.º), ya que se trata de un derecho inherente a la posición de acreedor de cada uno de los obligacionistas, posición autónoma que el sindicato de obligacionistas no excluye ni suplanta o desplaza⁽²⁹⁾. Ahora bien, tras esta afirmación de orden general, se han de considerar las normas en materia de sindicato de obligacionistas contenidas, sobre todo, en el Capítulo X LSA; en especial, porque los obligacionistas se encuentran vinculados por un sistema de representación legal que corresponde y ejerce el Comisario y también se hallan agrupados en una asamblea facultada legalmente con competencias para adoptar acuerdos por mayoría vinculantes para la totalidad del grupo y que, más en particular, puede acordar la interposición de *acciones colectivas* contra la sociedad deudora. Tales acciones colectivas se declaran como preferentes y excluyentes de las acciones individuales también reconocidas a favor de cada obligacionista, y una de tales acciones colectivas es, sin duda, la dirigida a obtener la declaración en concurso del deudor insolvente de las obligaciones.

Así, se ha de considerar especialmente en este aspecto la incidencia sobre la acción declarativa del concurso de acreedores de los arts. 300, 301 y 302 LSA. El primero reconoce al sindicato competencia para ejercer, cuando proceda, las acciones judiciales correspondientes; el segundo dispone la vinculación de los acuerdos de la asamblea adoptados por mayoría respecto a todos los obligacionistas; el tercero establece que las acciones judiciales o extrajudiciales que correspondan a los obligacionistas podrán ser ejercitadas individual o separadamente cuando no contradigan los acuerdos del sindicato dentro de su competencia y sean compatibles con las facultades que al mismo se hubiesen conferido.

En principio, se ha de afirmar que cada obligacionista, como acreedor individual y autónomo, dispone de legitimación activa suficiente para ejercitar las acciones judiciales y demás actuaciones precisas para defender y conservar adecuadamente sus derechos. Así lo confirman los arts. 282 (cada uno de los valores-obligaciones reconoce o crea una deuda, luego cada obligacionista es el acreedor de la misma) y 302 LSA (del que se deriva que las acciones judiciales y extrajudiciales corresponden o se hallan bajo la titularidad y legitimación de cada obligacionista en particular). Sin embargo, el sindicato de obligacionistas, cuyo objeto, precisamente, es procurar protección organizada de los derechos nacidos de los contratos de suscripción de obligaciones e incorporados a éstas, incide de forma más o menos intensa sobre esa inicial legitimación activa reconocida por la Ley a favor de cada obligacionista. Así, los arts. 300, 302, 303.1 y 305 LSA reconocen legitimación activa al sindicato de obligacionistas para ejercitar las acciones colectivas precisas en función de la adecuada defensa de los derechos e intereses comunes de los obligacionistas. Del régimen legal se deriva claramente que esta acción colectiva bajo legitimación activa del sindicato tiene prioridad sobre las acciones individuales y puede excluir el ejercicio de éstas (así, art. 302 LSA). Resulta, de este modo, que la existencia legalmente reconocida de dos tipos de acciones —una colectiva y otra individual— que eventualmente pueden concurrir ante un mismo supuesto, impone la tarea de previa delimitación y coordinación de los supuestos en los que procede cada una (o, al menos, la fijación de los criterios a aplicar a tal fin) y, por consiguiente, delimitar cuándo o bajo qué circunstancias el ejercicio de la acción colectiva excluye, por incompatible, el ejercicio de acciones individuales por los obligacionistas aisladamente considerados.

⁽²⁹⁾ En general, *vid.* PULGAR EZQUERRA, J., *El concurso de acreedores. La declaración*, cit., págs. 536 y ss.; en particular respecto de los obligacionistas, POLO, A./BALLBÉ, M., *La quiebra de Barcelona Traction*, Barcelona, 1951, págs. 105 y ss.

El art. 302 LSA pretende dirimir esta cuestión con arreglo al siguiente criterio: la acción individual o aislada sólo es procedente o compatible con la colectiva, en su caso, si concurren dos circunstancias: de un lado, que su ejercicio no contradiga algún acuerdo del sindicato de obligacionistas adoptado dentro del marco de su competencia; de otro, que la acción colectiva sea compatible con las facultades conferidas al sindicato de obligacionistas. Ello es indicativo de que la *mens legis* concibe la acción individual como especie de acción *residual* sólo ejercitable válidamente a falta de actuación del sindicato de obligacionistas en interés común de sus miembros y siempre que tal actuación se halle dentro del marco de sus competencias. Sin embargo, la claridad legal en este aspecto es sólo aparente porque ante el caso concreto puede no resultar fácil delimitar con precisión los casos en los que el obligacionista puede accionar aislada o separadamente del sindicato. Ello es debido, principalmente, a dos circunstancias: de un lado, la generalidad de la regulación legal sobre el ámbito y alcance de las competencias del sindicato de obligacionistas, lo que no sin frecuencia dificulta precisar si un concreto acuerdo de la asamblea se ajusta a las mismas (ver art. 300 LSA); de otro lado, no es fácil comprender, asimismo, los casos en los que el ejercicio de una acción individual puede ser o no compatible con las facultades conferidas al sindicato de obligacionistas, ya que ésta parece ser una exigencia o circunstancia equivalente a la primera, pues ha de considerarse que si el acuerdo de la asamblea de obligacionistas se halla dentro del marco de sus competencias, entonces, necesariamente, éste ha de ser compatible con sus propias facultades; hay cierta tautología en este criterio legal.

5. Criterios de delimitación entre los ámbitos de ejercicio de las acciones colectiva e individual

Conviene recordar que entre los objetivos político-legislativos de la LSA de 1951 al regular el sindicato de obligacionistas —los cuales han de considerarse vigentes con la actual regulación según LSA de 1989 al ser ambas prácticamente coincidentes— se hallaba el de procurar unificar la actuación procesal de los obligacionistas en defensa de sus derechos ante la sociedad deudora. Según la Exposición de Motivos de la LSA de 1951, «el propósito fundamental que se persigue al crear este organismo (el sindicato de obligacionistas) consiste en agrupar en su seno a los obligacionistas para que la protección de sus derechos pueda ejercitarse con mayor energía sustituyendo la acción individual y aislada por la acción colectiva». Mas, junto a ello, como se ha adelantado, la LSA reconoce a cada obligacionista una autonomía de actuación procesal propia al margen del sindicato al que pertenece, plasmada en los imprecisos límites del art. 302 LSA antes aludidos. La *mens legislatoris* de la LSA de 1951 —que pervive en la actual LSA de 1989—, al reconocer la facultad de acción individual a favor de cada obligacionista, tenía como contenido, según la citada Exposición de Motivos, «evitar que la integración de los obligacionistas en el sindicato pueda anular totalmente los derechos que individualmente les corresponden como prestamistas de la entidad emisora. Una consecuencia semejante sería incompatible con la finalidad de tutela y protección que se atribuye al sindicato, y para obviar estos inconvenientes —se afirmaba— el anteproyecto ha optado por implantar un sistema mixto, que consiste en establecer una amplia competencia a favor del sindicato [...] admitiendo, sin embargo, que cada obligacionista pueda defender sus personales intereses mediante el ejercicio de las acciones que le corresponden legalmente como prestamista, siempre que esa actuación individual no contradiga las atribuciones propias del sindicato». Los textos transcritos permiten deducir que el sindicato de obligacionistas unifica-organiza la actuación judicial y extrajudicial de los obligacionistas, pero sin llegar a unificar o fusionar sus respectivas posiciones jurídicas, que siguen siendo autónomas de acreedor. El temario relativo a la discriminación entre el ejercicio de las acciones colectiva o individual se revela así, por tanto y principalmente, como un problema de límites, de precisión de las condiciones y circunstancias bajo las cuales y en cada caso, se haya de decidir sobre la preferencia de la acción colectiva sobre la individual u ordinaria; esto es, en otros términos, sobre las condiciones bajo las cuales obligacionistas tendrán libertad para defender individualmente sus derechos e intereses al margen del sindicato.

Pues bien, lo primero que se revela en este tema es la dificultad, quizá debido a su propia inexistencia, de criterios *generales* con arreglo a los cuales resolver la cuestión. Por tanto, es

obligado intentar determinar tales límites, generalmente, con arreglo a criterios de carácter *casuístico*, esto es, en atención a la situación concreta que aconseje el ejercicio de acciones judiciales o extrajudiciales en defensa de los derechos o intereses de los obligacionistas.

Los criterios ofrecidos por el art. 300 LSA —que, nótese, son de orden puramente literal— al efecto de resolver sobre los conflictos en materia de preferencia entre las acciones individual y colectiva son los siguientes:

— la acción colectiva se instituye en función de la «*mejor defensa*» de los derechos de cada obligacionista;

— el ejercicio de tal acción colectiva puede ser acordado por la asamblea de obligacionistas «*cuando proceda*».

El primer dato —relativo a la «*mejor defensa*» de los derechos de cada obligacionista— puede ser bastante significativo. La redacción del precepto no hubiera sufrido merma alguna de haberse prescindido en el mismo del término «*mejor*». Pero la inclusión de tal adverbio en el texto permite afirmar que, según la *mens legis*, cada obligacionista continúa como titular individual de los medios jurídicos ordinarios que el ordenamiento le ofrece en defensa de su posición jurídica; pero además, con el fin de mejorar (esto es, para reforzar) la eficacia de tales medios ordinarios de defensa, se instituye junto a ellos (y no en lugar de ellos) la acción colectiva o sindical, cuyo ejercicio, en principio, resulta preferente, con carácter general, sobre los medios de defensa ordinarios o individuales. El obligacionista no pierde en ningún caso la facultad ordinaria que tiene como acreedor de accionar en protección, defensa o reclamación del cumplimiento de sus derechos por vía judicial o extrajudicial. El sindicato de obligacionistas no excluye ni suplanta tal facultad o derecho propio y ordinario del obligacionista. La función del sindicato de obligacionistas en este aspecto se reduce a la de organización-unificación de las acciones individuales de cada obligacionista en una sola acción conjunta ejercitable en interés común de todos aquéllos. Por tanto, como principio, puede afirmarse que el sindicato de obligacionistas es titular, en realidad, no de unas acciones procesales en sentido propio, sino, más bien, de una legitimación preferente ante la ordinaria de cada obligacionista para ejercitar en conjunto las acciones de éstos siempre que, a su vez, convengan al conjunto de los mismos en función y consideración de las respectivas situaciones de igualdad jurídica sustancial y, acaso, también circunstancial y accidental, sobre las que el caso concreto aconseje la aplicación práctica del sistema de defensa conjunta y organizada procurado por el sindicato de obligacionistas. Si ello es así, resulta entonces que la obligación asumida por cada obligacionista como miembro del sindicato en esta sede tiene el carácter y contenido propio de una obligación de no hacer, esto es, de abstenerse de ejercitar su acción individual (u ordinaria) cuando, dadas las circunstancias, la misma pudiere entrar en conflicto y, por tanto, entorpecer la dinámica de la acción colectiva que, al menos en teoría, se presume más eficaz.

Y es aquí donde cobra sentido el segundo dato ofrecido por el art. 300 LSA al que nos referíamos: la acción colectiva es ejercitable *cuando proceda*. Esta expresión legal («*cuando proceda*») es indicativa de la necesidad de delimitar cuáles sean los respectivos ámbitos de una y otra clase de actuación. Son varios los criterios doctrinales apuntados al respecto⁽³⁰⁾, pero mantene-mos que la delimitación del ámbito de ejercicio válido de la acción colectiva como preferente y excluyente de la acción individual de cada obligacionista debe ajustarse al criterio general de la *afectación de la causa susceptible de activar la acción colectiva*. No se trata tanto de verificar si los derechos precisados de defensa son individuales o de interés común como de aclarar si el incumplimiento del deudor o la necesidad de defensa organizada que procura el sindicato afecta o puede afectar a todos los obligacionistas, o bien a un grupo de ellos de forma homogénea (como, por ejemplo, puede ser el caso que nos ocupa relativo al ejercicio de la acción declarativa del concurso de acreedores). El criterio para delimitar los ámbitos de actuación individual y

⁽³⁰⁾ Vid. en ALONSO ESPINOSA, F. J., *Asociación*, cit., págs. 333 y ss., los desarrollos de las posiciones doctrinales formuladas sobre el tema.

colectiva ha de ser, pues, en nuestra opinión, el relativo a la *susceptibilidad* de que determinada *situación* de hecho o de derecho que demanda protección jurídica *sea susceptible de afectar a cualquier obligacionista* y ante la que, por tanto, el ejercicio de la acción colectiva pudiera ser instado o precisado por cualquiera de ellos al tener, objetivamente, la misma necesidad de defensa organizada. No se trata, por tanto, de atender a si los derechos en cuestión son «comunes» o «individuales», pues tal distinción es equívoca —todos los derechos del obligacionista, especialmente los patrimoniales, son individuales—, sino de verificar si derechos iguales, pero de diferentes titulares, son o pueden ser afectados de la misma forma por los mismos determinados hechos o situaciones. Así, el ejercicio de la acción colectiva no sólo debe proceder cuando la totalidad de los obligacionistas se halle afectada por un mismo hecho⁽³¹⁾, sino también cuando no estando afectados todos los obligacionistas por la situación dada, y con independencia de que los afectados constituyan o no la mayoría de los obligacionistas, resulte que, según la aplicación de criterios objetivos, cualquiera de los obligacionistas hubiere podido quedar afectado por el hecho, acto, omisión o situación que demanda protección jurídica⁽³²⁾.

De lo expuesto, y a partir del principio que se acaba de formular, pueden ser extraídas ciertas conclusiones del art. 302 LSA en relación con los arts. 300 y 303.1 LSA, reguladores ambos de la acción colectiva: de un lado, la acción colectiva es de ejercicio procedente cuando la totalidad o parte de los obligacionistas se encuentren afectados por un hecho o situación susceptible de ser generalizada (aunque sea de forma hipotética) a la totalidad de ellos; de otro lado, el ejercicio de la acción colectiva debe excluir el ejercicio de acciones individuales sobre el mismo objeto en función de la mayor eficiencia de la primera. A ello debe añadirse que si el sindicato de obligacionistas acuerda no interponer la acción colectiva ante determinada situación o hecho, entonces debe quedar siempre expedita la acción individual a ejercitar por cada obligacionista. En efecto, la acción individual no puede oponerse ni obstaculizar el sentido y normal desarrollo de la acción colectiva ante un incumplimiento del deudor o ante la necesidad de proveer por la conservación de los derechos comunes —en el sentido de sustancialmente iguales— de los obligacionistas. La acción individual no puede ser obstáculo al ejercicio de acciones colectivas. Pero el sindicato de obligacionistas carece de competencia para, a su vez, bloquear la legitimación activa individual de cada obligacionista; esto es, el sindicato carece de competencia para prohibir el ejercicio de acciones individuales sin, al tiempo, acordar la interposición de la acción colectiva. Cada obligacionista mantiene intacta su legitimación activa para defender judicialmente sus derechos sin que la misma pueda ser válidamente excluida o bloqueada por el sindicato de obligacionistas; otra solución sería seguramente contraria al principio constitucional de derecho a una tutela judicial efectiva que asiste a todo ciudadano y persona jurídica (art. 24 CE).

6. Titularidad de la legitimación activa para el ejercicio de la acción colectiva

La legitimación activa para el ejercicio de las acciones colectivas corresponde, *ex lege*, al Comisario del sindicato (art. 303.1 LSA); esto no plantea ninguna cuestión relevante y se trata de un supuesto de los contemplados por el art. 6.º.1.5.º LEC. Ahora bien, cabe plantearse: ¿sólo el Comisario es titular de tal legitimación?; es decir, ante la pasividad del Comisario, o del propio sindicato de obligacionistas en general, ¿puede ser ejercitada válidamente la acción colectiva por cualquier obligacionista o grupo de ellos? Parece que ante este supuesto es obligado reconocer legitimación colectiva a favor de todo obligacionista individual, que actuaría como especie de gestor de negocios ajenos sin mandato; otra posición equivaldría a dejar en indefensión a cada obligacionista ante la inacción de su sistema de organización. Sin embargo, esta afirma-

⁽³¹⁾ Como, por ejemplo, el incumplimiento por el deudor del pago de intereses o del principal, la necesidad de ejercitar acciones para conservar o ejecutar las garantías, la interpretación de la escritura, documento privado o el folleto de emisión, etc.

⁽³²⁾ Por ejemplo, ante el impago de concretas obligaciones vencidas, o si la sociedad paga sólo parte de las obligaciones amortizadas, o si ciertos obligacionistas solicitan el reembolso anticipado de los valores ofrecido por el deudor y no lo reciben, o si una parte de los obligacionistas ha cobrado el cupón vencido —intereses— y otros no, etc.

ción parece sólo aceptable si los efectos de la actuación de tal o de tales obligacionistas benefician al conjunto del grupo, en tanto que los actos perjudiciales sólo serán tales para el actor o grupo de actores. En nuestra opinión debe proceder en este caso la aplicación analógica del art. 1141 Cc. Con arreglo a este precepto, pueden ser extendidas al conjunto de los obligacionistas aquellas actuaciones de uno o varios obligacionistas aislados, especialmente aquellas de índole *conservativa* de derechos. Y entre tales estaría comprendida la acción declarativa del concurso de acreedores, entre otras, sin perjuicio de que, tras la declaración del concurso el juez inste al Comisario nombrado para asumir a representación legal de los obligacionistas en el concurso o, en su defecto, inste la convocatoria de la asamblea de obligacionistas a los efectos de que la misma nombre un Comisario a tales efectos.

La legitimación activa del Comisario para ejercitar acciones colectivas y, entre ellas, la acción declarativa del deudor en concurso de acreedores, es reconocida en términos muy amplios. El Comisario puede instar tales acciones cuando lo considere necesario (art. 303.1 LSA), sin que para ello precise la autorización previa de la asamblea de obligacionistas, salvo en los casos expresamente dispuestos por la Ley (sólo existe el previsto por el art. 305 LSA) o, en su caso, si ello viene exigido por el Reglamento del sindicato de obligacionistas (pero aun en este caso, hay que admitir la validez de la autorización de éste a posteriori, ya que otra solución podría frustrar el fin de la acción colectiva ante situaciones de urgencia). No obstante, la naturaleza y contenido de sus funciones indica que el Comisario no sólo tiene la facultad, sino el *deber* de accionar cuando, por cualquier causa, se encuentren amenazados los derechos cuya tutela tiene encomendada; por consiguiente, el Comisario puede incurrir en responsabilidad civil si su inactividad culpable en este ámbito es causa de perjuicio para los obligacionistas.

Si aplicamos los anteriores desarrollos al caso de la acción para solicitar la declaración del deudor en concurso de acreedores, hemos de concluir lo siguiente:

— El sindicato de obligacionistas tiene competencia para acordar el ejercicio de la acción colectiva en función de instar la declaración del deudor en concurso de acreedores del deudor de las obligaciones (art. 300 LSA). Esta acción colectiva tiene carácter preferente y, al tiempo, excluyente de las acciones individuales que podrían ser ejercitadas por cada obligacionista como acreedor autónomo (art. 302 LSA). Por tanto, en el caso de que algún o algunos obligacionistas pretendan la declaración del deudor en concurso de acreedores, éstos deberán antes solicitar al Comisario que interponga la acción colectiva en nombre del sindicato de obligacionistas. Ante ello, éste puede, a la vista de la situación económica de la entidad emisora que debe conocer en función del derecho de información de que es titular (art. 303.2 LSA), ejercitar directamente la acción o bien convocar la asamblea de obligacionistas a fin de que ésta adopte (o no) algún acuerdo sobre tal solicitud de ejercicio de la acción colectiva en tal sentido. Si la asamblea adopta el acuerdo de ejercitarla en efecto, ésta habrá de ser interpuesta por el Comisario. En el caso de que la asamblea adopte un acuerdo contrario al ejercicio de tal acción o no adopte acuerdo alguno por la circunstancia que sea, queda entonces activada la acción individual de cada obligacionista para que quienes lo consideren interpongan la acción. El sindicato carece de competencia, según hemos expuesto, para prohibir el ejercicio de las acciones individuales de que disponen los obligacionistas sin, al tiempo, ejercitar la acción colectiva o bien adoptar aquellos acuerdos u otras medidas que resulten adecuadas para la defensa de los derechos de sus miembros (*v. gr.*, art. 305 LSA).

— La institución legal de un sistema de representación común de los obligacionistas con capacidad y legitimación para ejercitar la acción colectiva (art. 303.1 LSA) en interés del grupo de éstos, añade la posibilidad de que el Comisario, motu proprio y sin necesidad de previo acuerdo de la asamblea de obligacionistas, ejercite ésta en función de solicitar la declaración del deudor en concurso de acreedores⁽³³⁾. Nótese al respecto que el Comisario, tiene el deber legal de vigilar el pago del principal e intereses por parte del deudor (art. 303.3 LSA) y, en base a ello, puede darse un indicio de insolvencia del deudor que justifique el ejercicio de la acción colectiva sin el previo

⁽³³⁾ APARICIO GONZÁLEZ, M. L., *Reflexiones*, cit., pág. 1079.

acuerdo de la asamblea en función de obtener los privilegios del acreedor instante del concurso⁽³⁴⁾, que en este caso serían extensibles a favor de todos los obligacionistas integrados en la misma emisión. No obstante, conviene observar que este es un orden ambivalente para la posición del Comisario. Piénsese que, por una parte, puede darse el caso de que la acción declarativa del concurso sea desestimada o bien que el concurso declarado sea después revocado tras tener éxito la oposición del deudor (art. 18 LC). Por ello, parece que el Comisario haya de valorar su actuación de acuerdo con las circunstancias del caso concreto y seguir un criterio de prudencia que, salvo casos claros de insolvencia, recomienda la convocatoria de la asamblea a fin de que sea ésta la que adopte la última decisión sobre el ejercicio de la acción declarativa del concurso o que, en su caso, acuerde desistir de la misma si es que ya hubiera sido ejercitada por el Comisario.

Cabe señalar, por último, que el sindicato de obligacionistas puede incidir en este derecho de forma indirecta impidiendo que se den los presupuestos exigidos por el art. 2.º LC como indicativos de una situación de insolvencia del deudor. De este modo, si dentro del marco de sus competencias, la asamblea de obligacionistas acuerda válidamente conceder al deudor un aplazamiento para el pago de sus deudas con éstos, dejará de cumplirse, por lo que a los obligacionistas respecta, uno de los presupuestos precisos para que prospere la acción declarativa del concurso de acreedores. Este acuerdo de aplazamiento de pago aceptado por la asamblea de obligacionistas puede ser opuesto eficazmente por el deudor ante acciones declarativas del concurso ejercitadas por obligacionistas integrados en el sindicato cuya asamblea aceptó el citado acuerdo.

7. Documentación a presentar por el actor al interponer la acción declarativa del concurso de acreedores

El art. 7.º.1 LC establece que «*el acreedor que inste la declaración del concurso deberá expresar en la solicitud el origen, naturaleza, importe, fechas de adquisición y vencimiento y situación actual del crédito, del que acompañará documento acreditativo*». A tal efecto ha de considerarse suficiente la aportación de copia autorizada de la escritura pública de emisión de las obligaciones, la cual ha de contener, como es preceptivo, el plan de amortización o de pagos de las mismas (art. 287.1.b), c), d), LSA). También puede acompañarse certificación registral del estado de cumplimiento del plan de amortización o de pagos de las obligaciones el cual ha de constar en el Registro Mercantil (arts. 315-317 RRM). En los casos en los que la escritura pública de emisión y la publicidad registral de la misma no es obligatoria y no haya sido practicada (casos de los arts. 6.º y 30.ter LMV) entonces ha de considerarse válida una copia del documento privado de emisión o, en su caso, certificación emitida por la CNMV como encargada de la publicidad de la emisión⁽³⁵⁾. En este sentido, parece que ha de afirmarse que la CNMV realiza las funciones propias del Registro Mercantil en los casos establecidos por el art. 30.ter LMV y que, al menos, ha de dar publicidad legal respecto a los contenidos establecidos por los arts. 310 a 318 RRM. Si las obligaciones están representadas mediante anotaciones en cuenta, ha de mantenerse que el Comisario es titular de la facultad de solicitar certificación de todos estos extremos a la entidad gestora del registro contable en base a su condición de representante legal de los obligacionistas (art. 303.1 LSA). Piénsese, por otra parte, que no sería adecuado ni funcional a tal fin, sino más bien contraproducente, pretender la reunión al efecto de la totalidad o la mayoría de los valores/obligaciones representadas por títulos o bien sus certificados individuales emitidos por la entidad gestora del registro contable en el caso de que las mismas se hallen representadas mediante anotaciones en cuenta. Aparte de que ello serviría para que los disidentes obstaculizaran la interposición de la acción colectiva, la escritura pública (si existe) o bien el documento privado *ex art. 6.º LMV* junto con la certificación expedida por el Registrador

⁽³⁴⁾ Vid. ALONSO ESPINOSA, F. J., «La declaración del concurso de acreedores», en *Estudios en homenaje al profesor D. Manuel Olivencia Ruiz*, tomo I, Madrid, 2005, págs. 917 y ss.; PULGAR EZQUERRA, J., *El concurso de acreedores. La declaración*, cit. págs. 565 y ss.

⁽³⁵⁾ Según el art. 30.ter.2, pf. 2.º, LMV, «la publicidad de todos los actos relativos a las emisiones de valores a que se refiere este capítulo se registrará por lo dispuesto en esta Ley y en sus disposiciones de desarrollo [...]».

mercantil o por la CNMV, según el caso, debe ser título suficiente para que el Comisario pueda interponer válidamente las acciones que convengan al conjunto de los obligacionistas. A esta documentación puede acompañarse, pero sin que sea necesaria, la certificación emitida por el Comisario de que el acuerdo de accionar colectivamente fue adoptado o, en su caso, ratificado, por la mayoría necesaria de obligacionistas reunidos en asamblea.

El Comisario acreditará su legitimación activa para instar el concurso del deudor (art. 7.º 1, pf. 2.º, LC) por virtud de la propia escritura pública de emisión (art. 283.2 LSA) y de certificación registral en la que conste la vigencia de su nombramiento (cfr. arts. 310.1.7.ª, 310.3 y 312 RRM) o, en el caso de las emisiones bajo el ámbito del art. 30.ter LMV, mediante aportación de la correspondiente certificación expedida por la CNMV como encargada de la publicidad legal de esta clase de emisiones de obligaciones.

En el caso en el que, de acuerdo con lo expuesto supra, la acción declarativa del concurso sea interpuesta por uno o varios de los obligacionistas en el ejercicio de sus acciones individuales, parece suficiente con la aportación por éstos de los títulos o la certificación de sus anotaciones en cuenta expedidas por la entidad gestora del registro contable de las anotaciones en cuenta y acompañados de los documentos que prueben el incumplimiento del deudor en los términos presuntivos de la insolvencia *ex* art. 2.4 LC (documento probatorio del embargo infructuoso, certificación registral de la escritura de emisión de la que se derive el incumplimiento del plan de amortización o, en el caso del art. 30.ter LMV, certificación expedida por la CNMV sobre tales aspectos).

8. Sistema de representación de los obligacionistas para que sus derechos de crédito queden integrados en la masa pasiva del concurso y en la correspondiente lista de acreedores

Se trata ahora de estudiar el régimen aplicable a los obligacionistas integrados en un sindicato ante un concurso de acreedores ya declarado y en proceso para constar como acreedores integrados en la masa pasiva del concurso y poder tener derecho a participar efectivamente en las diversas fases del mismo; esto es, de los actos de comunicación de los créditos (art. 85, cfr. art. 92.1.º, sobre comunicación tardía), de reconocimiento de los mismos (art. 86) y de la forma de su constancia en la lista de acreedores (art. 94).

Todos los obligacionistas, como acreedores, tienen derecho a quedar integrados en la masa pasiva del concurso (art. 49 LC). Lo más propio es que el crédito de los obligacionistas figure en la documentación contable y empresarial del deudor declarado en concurso. No obstante ello, dada la necesidad de efectuar la comunicación del crédito en los términos establecidos por los arts. 21.1.5.º y 85 LC, es preciso determinar la incidencia del sindicato de obligacionistas en este aspecto esencial del concurso, ya que la falta de comunicación o incluso la comunicación tardía (art. 92.1.º LC) puede tener consecuencias nefastas para los obligacionistas (art. 118 LC), especialmente si el crédito obligacionista no figurase en la documentación del deudor (cfr. art. 92.1.º LC), lo cual, ciertamente, es un caso de difícil producción, o bien el crédito no figurase de forma correcta de acuerdo con la realidad de la marcha o estado de los pagos establecidos en el plan de amortización de las obligaciones⁽³⁶⁾. Cabe observar que tanto el Juez del concurso como la Administración concursal deben velar especialmente por la protección de los inversores en esta fase del concurso y, más especialmente, si se trata de un concurso de acreedores en el que la Administración concursal debe estar compuesta según lo establecido por el art. 27.2.1.º LC referido supra, la cual debe ocuparse especialmente de instar al Comisario de cada sindicato al cumplimiento de sus obligaciones como tal en el seno del concurso. Pero, más en concreto, se ha de dilucidar en este aspecto si la comunicación del crédito ha de realizarse de forma individual por cada obligacionista o si resulta lícita y eficaz la comunicación realizada por el Comisario en

⁽³⁶⁾ Ello determinaría la probable calificación culpable del concurso y la consiguiente responsabilidad concursal de los administradores de la entidad deudora con arreglo a los arts. 164.2.1.º-2.º y 172 LC.

nombre de la totalidad de los créditos de los obligacionistas a los que éste representa. Ni la LSA ni la LC contienen norma específica sobre este temario y, en especial, se echa en falta una norma que regule y organice la representación de los obligacionistas en el desarrollo del concurso de acreedores⁽³⁷⁾. Sin embargo, tal omisión legal específica no se ha de interpretar en el sentido de que el sistema de representación legal de los obligacionistas establecido por la LSA con carácter general deje de surtir sus efectos o quede paralizado o extinguido ante el concurso de acreedores del deudor. En tal situación, el Comisario, como representante legal de los obligacionistas al que la Ley encomienda la defensa de los intereses comunes de éstos (art. 303 LSA), tiene el deber legal de proveer por la conservación y defensa de los derechos de aquéllos, más intensamente, si cabe, ante una situación como la del concurso que per se reclama la aplicación del sistema legal de representación y defensa colectiva de sus derechos e intereses.

Por tanto, parece incuestionable que la comunicación del total de los créditos de los obligacionistas por parte del Comisario en nombre e interés de todos ellos es un acto jurídico en defensa de los derechos de éstos que se integra perfectamente en el marco de las obligaciones y facultades de éste en ejercicio de la representación legal de los mismos. Al efecto, el Comisario no precisa renovación o mandato o acuerdo expreso por parte de la asamblea de su poder general de representación *ex lege*. Ha de estimarse, pues, que el Comisario no sólo está plenamente legitimado para comunicar los créditos de los obligacionistas en el concurso ya declarado, sino que está obligado a ello, incurriendo en responsabilidad si faltase a este deber de diligencia.

En cuanto a la documentación a presentar por el Comisario para realizar la comunicación de los créditos de los obligacionistas a los que representa, se ha de estar a varios factores: a) la forma de representación de las obligaciones (títulos o anotaciones en cuenta); b) la constancia o no de la emisión en el Registro Mercantil, dado lo dispuesto por el art. 30.ter LMV; c) la existencia de divergencias entre la comunicación realizada por el Comisario a la Administración concursal y la situación real del pago del principal e intereses de las obligaciones.

Si las obligaciones están representadas mediante títulos, no parece que quepa exigir la presentación por el Comisario de todos y cada uno de ellos. Debe bastar la presentación de copia autorizada de la escritura pública de emisión *ex art.* 285 LSA acompañada del detalle del estado del plan de amortización de las obligaciones, el cual, por otra parte, debe poder deducirse del Registro Mercantil (cf. arts. 311, 315-317 RRM), de forma que el Comisario puede optar asimismo por aportar la certificación registral correspondiente relativa al completo estado registral de la emisión; ello, además de que el conocimiento de tal estado es exigible y es responsabilidad del Comisario por virtud de su deber de vigilancia del pago de los intereses y del principal de las obligaciones que le impone el art. 303.3 LSA.

Si las obligaciones están representadas mediante anotaciones en cuenta, el Comisario podrá aportar copia autorizada de la escritura pública de emisión o, en su caso, el documento privado de emisión de las obligaciones (cfr. art. 6.º LMV) acompañada del estado del plan de amortización cuyo conocimiento, al igual que en el caso anterior, le es exigible por virtud de su deber de vigilancia del pago de los intereses y del principal de las obligaciones que le impone el art. 303.3 LSA. En este caso, puede acompañar documentación registral sólo si existe escritura pública de emisión (ya que el documento privado *ex art.* 6.º LMV no puede acceder al Registro Mercantil), así como tampoco las inscripciones ulteriores relativas a la misma, las cuales parece que han de constar en la CNMV si se atiende al art. 30.ter LMV que exige a ésta la llevanza de la publicidad de los actos de tales emisiones de obligaciones. En ambos casos, el Comisario sí podrá incorporar el estado de cumplimiento del plan de amortización según información expedida por la CNMV como encargada de la publicidad legal de la emisión así como mediante certificado expedido por la entidad gestora del registro contable de las obligaciones representadas mediante anotaciones en cuenta, a cuya entrega por ésta tiene derecho en virtud de su condición de repre-

⁽³⁷⁾ A diferencia de lo que sucede en otros ordenamientos como los citados francés, alemán e italiano, así como el suizo (arts. 1183-1184 Código de las Obligaciones).

sentante legal de los obligacionistas. Si, con arreglo a lo establecido por el art. 30.ter LMV, la emisión de obligaciones ni sus actos inscribibles posteriores constan en el Registro mercantil, entonces parece que tales informaciones deben obrar en poder de la CNMV. El Comisario, en ejercicio de su poder legal de representación, tiene derecho a obtener tal información de la CNMV y aportarla ante la Administración concursal.

Ante la existencia de divergencias entre la información proporcionada por el RM o, en su caso, por la CNMV, o la expedida, en su caso, por las entidades gestoras de registros contables de obligaciones representadas mediante anotaciones en cuenta, y aquella que obre en poder del Comisario debido, por ejemplo, a las reclamaciones que pueda haber recibido de los obligacionistas en función de que los tales aleguen no haber recibido en efecto los pagos que aparezcan como realizados, el Comisario deberá comunicar tales reclamaciones ante la Administración concursal la cual habrá de resolver sobre la inclusión de los tales en la lista de acreedores.

La cuantía del crédito de los obligacionistas a comunicar por el Comisario ante la Administración concursal debe ser la que se corresponda con el valor nominal o unitario de las obligaciones en circulación más el importe total de los intereses vencidos e impagados (a pesar del carácter subordinado de estos últimos, cfr. art. 92.3.º LC, salvo el caso de que estén garantizados por garantía real y hasta el importe cubierto por la garantía). Debe mantenerse que el Comisario se halla obligado a tener al día tal información sobre la base de su deber legal de vigilancia de la marcha del plan de amortización que le impone el art. 303.3 LSA⁽³⁸⁾.

Cabe referir, por último, el problema relativo a la inactividad del Comisario en esta fase del concurso de acreedores. Ante ello, parece que debe mantenerse, por una parte, que los obligacionistas podrán comunicar sus créditos de forma individual y ejercitar personalmente los derechos que les correspondan⁽³⁹⁾, aunque ésta es la solución menos favorable para sus intereses sobre todo si se trata de pequeños inversores o de inversores no profesionales. Aspectos como la posible pequeña cuantía de los créditos, la posible falta de información suficiente e, incluso, la misma desidia, podría tener como consecuencia la exclusión de éstos del concurso o bien la aplicación que la LC establece para los créditos comunicados tardíamente (art. 92.1). A tal efecto, es indicada la solución del sistema francés, donde se dispone que en caso de inexistencia o inactividad del Comisario, es el propio juez del concurso quien, de oficio, ha de nombrar un mandatario que gestione y defienda los derechos de los obligacionistas en el seno del concurso o bien promover la convocatoria de una asamblea de obligacionistas que nombre un Comisario. En este sentido, se ha de considerar, como ya se ha avanzado, que si la emisión de obligaciones está admitida a negociación en un mercado secundario organizado, o bien se trata del concurso de una entidad de crédito, uno de los miembros de la Administración concursal ha de ser personal técnico de la CNMV o bien del FGD, así como el abogado miembro de la Administración concursal ha de ser nombrado entre los propuestos por éstas entidades, los cuales parece que deben procurar soluciones en esta fase favorables a la protección de los inversores en obligaciones (cfr. art. 13, pf. 1.º, LMV, que encomienda a la CNMV la función de procurar «la protección de los inversores»).

9. Representación de los obligacionistas ante las propuestas de convenio del deudor, sea anticipada u ordinaria, o bien ante propuesta de refinanciación preconcursal. Cómputo de los créditos de los obligacionistas ante la votación de propuestas de convenio

La LC ha tenido el favorable efecto de eliminar el mosaico legal disperso e inseguro de normas aplicables a los obligacionistas ante la aprobación o adhesión a las propuestas de convenio del deudor declarado en quiebra o en suspensión de pagos⁽⁴⁰⁾ reconduciéndolos a un único

⁽³⁸⁾ POLO, A./BALLBÉ, M., *La quiebra de Barcelona Traction*, cit., pág. 12.

⁽³⁹⁾ Así, URÍA, R., *Comentario*, II, pág. 659.

⁽⁴⁰⁾ Sobre ello, *vid.* ALONSO ESPINOSA, F. J., *Asociación y derechos de los obligacionistas*, cit., págs. 395 y ss.

modelo, manifestación del principio de unidad de régimen legal que informa el nuevo sistema concursal (cfr. n.º II Exp. de Motivos LC).

El régimen de representación de los obligacionistas en el concurso de acreedores ante los actos de adhesión o rechazo a las propuestas de convenio formuladas por el deudor es el general establecido por la LSA o, en su caso, por la Ley 211/1964. Corresponde, pues, al Comisario, el ejercicio de tales actos en nombre e interés del grupo de obligacionistas integrados en la correspondiente emisión. No obstante, se ha de anotar que, en estos casos, el Comisario tiene la condición de mero nuncio ante los órganos del concurso de la posición al respecto adoptada por la asamblea de obligacionistas. Es decir, una vez formulada la propuesta de convenio por parte del deudor concursado, el Comisario tiene la obligación de convocar la asamblea de obligacionistas al efecto de que la misma exprese su adhesión o rechazo al mismo según el régimen de mayorías establecido por la LSA o, en su caso, por el Reglamento del sindicato. Esto no significa que el deudor no pueda realizar consultas previas con el Comisario acerca de aspectos de las condiciones de la propuesta de convenio en función de adaptarla a la composición de la asamblea de obligacionistas receptora del mismo, pero hasta ahí puede llegar el papel del Comisario en esta sede; es decir, éste no puede entablar negociaciones con la entidad en concurso de forma que sus resultados resulten jurídicamente vinculantes para los obligacionistas. El Comisario, pues, carece de efectivo poder de representación de los obligacionistas en este ámbito en el sentido de que carece de facultades para negociar con el deudor la propuesta de convenio de forma que los obligacionistas quedasen vinculados por el resultado de la misma. En este ámbito, pues, la competencia para decidir sobre la adhesión o rechazo a la propuesta de convenio del deudor, se trate de convenio anticipado u ordinario, corresponde exclusivamente a la asamblea de obligacionistas.

10. Competencia de la asamblea de obligacionistas ante las propuestas de convenio de la entidad deudora

En cuanto al problema del ámbito de competencias de la asamblea de obligacionistas ante la adopción del acuerdo de adhesión o rechazo a una propuesta de convenio formulada por el deudor, tenemos que la carencia de regulación legal específica en este aspecto es fuente de cierta inseguridad. Con carácter general, fuera de una situación de concurso de acreedores, se ha de mantener la falta de competencia de la asamblea de obligacionistas para decidir válidamente sobre la novación extintiva de los derechos de los obligacionistas y para adoptar acuerdos que supongan renuncia o merma de los derechos de los que éstos son titulares a salvo circunstancias muy especiales⁽⁴¹⁾. Sin embargo, la aplicación de esta regla general respecto al ámbito competencial de la asamblea de obligacionistas puede ser flexibilizada ante el concurso de acreedores del deudor dada la propia naturaleza y fines de este instituto mediante el que se persigue solucionar la situación de insolvencia del deudor, si es que ello es factible, mediante la cooperación de sus acreedores en forma de aceptación de remisiones a la cuantía de sus créditos o de aplazamientos de los términos iniciales de vencimiento y pago de los mismos (quita o espera, cfr. art. 100 LC). Los convenios con contenido remisivo (quita) no podrían, en condiciones normales, ser válidamente aprobados por mayoría por la asamblea de obligacionistas, ya que la misma carece de tal competencia en condiciones ordinarias⁽⁴²⁾; ésta sí tiene competencia para aprobar los de contenido dilatorio (espera) bajo ciertas condiciones⁽⁴³⁾. El problema que se plantea, pues, en relación al concurso de acreedores, es el relativo a la competencia de la asamblea de obligacionistas para aprobar la adhesión del total de obligacionistas a la propuesta de convenio formulada por el deudor cuando la misma implique la aceptación de remisiones o renunciaciones a derechos que no hubieran podido ser válidamente acordados en condiciones normales o al margen de un concurso de acreedores (normalmente en la cuantía del nominal de las obligaciones

⁽⁴¹⁾ Sobre este temario, vid. ALONSO ESPINOSA, F. J., *Régimen jurídico de la emisión de obligaciones*, Madrid, 2009, págs. 251 y ss.

⁽⁴²⁾ ALONSO ESPINOSA, F. J., *Régimen jurídico*, cit., págs. 261.

⁽⁴³⁾ ALONSO ESPINOSA, F. J., *Régimen jurídico*, cit., págs. 271 y ss.

o la renuncia a intereses vencidos e impagados, o la reducción del tipo de interés de las obligaciones, entre otras).

Éste es un problema sobre el que la LC no contiene disposición alguna. Ello contrasta con el derogado art. 932 C. Com. que expresamente incluía a los obligacionistas en uno de los grupos de acreedores a los efectos de resolver la quiebra mediante el alcance de un convenio con el deudor según el régimen de mayorías que, a tal efecto, establecía el también derogado art. 935 C. Com. Ello propiciaba la integración del régimen de la asamblea de obligacionistas según la LSA con ambos preceptos del C. Com. —así como con el art. 1.º de la LSP de 1922 y con la Ley de 2 de enero de 1915— permitiendo afirmar entonces que la asamblea de obligacionistas era competente para decidir, según su propio régimen de mayorías, sobre las propuestas de convenio del deudor tanto en materia de quiebra como de suspensión de pagos⁽⁴⁴⁾. Asimismo, esta falta de regulación específica de este temario en la LC contrasta con los ordenamientos europeos más próximos al nuestro (francés, alemán, suizo e italiano) en los que expresamente se reconoce la competencia de la asamblea de obligacionistas ante la situación concursal de su deudor para adoptar, por mayoría, acuerdos de contenido remisivo y dilatorio (quitas y espera). No obstante ello, creemos que los antecedentes históricos expuestos supra y el principio de continuidad de la actuación del sindicato de obligacionistas durante el concurso de acreedores del deudor pueden fundamentar la exigencia de adaptación de las competencias de éste a las propias de un convenio de carácter concursal. Podría, pues, afirmarse que, en tal situación, la asamblea de obligacionistas puede considerarse competente para adoptar, por mayoría, acuerdos vinculantes para el total del grupo por cuya virtud se renuncie a una parte del valor nominal o de los intereses vencidos e impagos del crédito de cada obligacionista en los límites establecidos por el art. 100 LC, bajo el respeto al principio de igualdad entre todos los obligacionistas, así como en el respeto a la prohibición de imposición de nuevas cargas a éstos o de imposición a los mismos de la obligación de conversión de sus obligaciones en acciones por virtud de acuerdo de la asamblea, aspecto que sólo puede ser convenido con cada uno de los obligacionistas o, lo que es lo mismo, este tipo de contenido del convenio exige la aceptación individual por parte de cada concreto obligacionista [cfr. art. 306.d) LSA]. Pero se ha de anotar que dada la ausencia de regulación legal específica, siquiera que sirva como elemento de integración legal como la previgente antes citada, no permite asegurar esta afirmación, por lo que parece que la cuestión ha de quedar necesariamente abierta.

No obstante, a propósito de este temario, se ha de hacer constar que la mayoría necesaria para la aprobación de la propuesta de convenio del deudor, de no disponer otra regulación el estatuto de la asamblea, sería la exigua y complaciente mayoría exigida por el art. 301 LSA⁽⁴⁵⁾. Esta mayoría «legal» parece inadecuada a estos efectos si se la compara con la exigida por el art. 124 LC para la aprobación del convenio consistente en, al menos, el voto a favor de la mitad del pasivo ordinario del concurso o, en su caso, el voto favorable de pasivo superior sobre el voto en contra del mismo a la propuesta de convenio⁽⁴⁶⁾. Quizá, por ello, quepa mantener que en el proceso de integración legal en el marco de la LC de las disposiciones en este concreto aspecto previstas por la LSA, la mayoría exigible en la asamblea de obligacionistas a los efectos de aprobar la propuesta de convenio del deudor haya de ser la misma que la exigida con carácter general por la LC en su art. 124. No obstante, también en este aspecto, la cuestión ha de quedar forzosamente abierta por las mismas razones.

Otro problema que se plantea en esta sede es el relativo a la posibilidad de imposición de *condiciones especiales* a los obligacionistas en este tipo de convenios por virtud de acuerdo mayoritario de la asamblea de éstos. Conviene anotar, con carácter previo, que cuando se alude a *condiciones especiales* en este ámbito se está recurriendo a un eufemismo para evitar nombrar

(44) Vid. ALONSO ESPINOSA, F. J., *Asociación y derechos de los obligacionistas*, cit., págs. 396-397.

(45) Al respecto, ALONSO ESPINOSA, F. J., *Régimen jurídico*, cit., págs. 307 y ss.

(46) En este último caso, si la propuesta contiene el pago íntegro de los créditos ordinarios en plazo no superior a tres años o el pago inmediato de los créditos ordinarios vencidos con quita inferior al veinte por ciento.

la verdadera naturaleza de tales condiciones: de lo que se trata, en rigor, es del problema de la licitud de la aprobación por mayoría de la asamblea de la imposición al conjunto de *condiciones más onerosas* para los obligacionistas en el convenio que las aprobadas para el resto o parte de los demás acreedores del deudor en concurso⁽⁴⁷⁾. En nuestra opinión, la asamblea de obligacionistas debe de carecer de competencia para imponer, por mayoría, condiciones más onerosas que las establecidas en el convenio para los demás acreedores *ordinarios*. Tales condiciones más onerosas o especiales han de ser aceptadas por los obligacionistas individualmente considerados y en tal caso, obviamente, sólo afectarán a la esfera jurídica propia de quienes las acepten expresamente, los cuales, por efecto, dejarían de ser acreedores obligacionistas y pasar a otra fórmula de documentación o representación de sus derechos de crédito.

Ha de admitirse que la posición expuesta, contraria a la licitud de tales condiciones más onerosas impuestas por acuerdo de la asamblea de obligacionistas adoptado por virtud del principio mayoritario, no puede fundamentarse en el principio *par conditio creditorum*. Este principio carece de valor absoluto y, también en nuestro nuevo Derecho concursal, responde más bien a criterios de ordenación de intereses más o menos prevalentes dentro del procedimiento concursal, por lo que el principio tal tiene, más bien, un valor informativo-orientativo (cfr., por ejemplo, el art. 128.1 *in fine* LC) puesto de manifiesto por las todavía importantes excepciones a su contenido teórico, lo cual hace que tal principio quede inhabilitado para fundar sobre él la existencia de derechos subjetivos o de situaciones de tutela autónoma con base en el mismo como la que ahora tratamos.

Cabe asimismo considerar que la LC previene expresamente que la propuesta de convenio pueda contener proposiciones alternativas para *todos los acreedores o para los de una o varias clases, incluidas las ofertas de conversión del crédito en acciones, participaciones o cuotas sociales, o en créditos participativos* (art. 100.2). Sin embargo, esta norma parece insuficiente para fundamentar la ampliación de la competencia de la asamblea de obligacionistas en el sentido de que la misma pueda aprobar por mayoría, con eficacia para todos los obligacionistas, la imposición de condiciones más onerosas que las establecidas para los acreedores ordinarios o bien acordar una disparidad de trato entre los acreedores de su misma clase y categoría. Tales condiciones más onerosas sólo pueden ser válidas u oponibles a aquellos obligacionistas que las acepten individualmente. Piénsese que el supuesto que referimos es asimilable al de las propuestas de abandono o renuncia a derechos de los obligacionistas decidida por mayoría de su asamblea fuera del marco concursal, ya que en tal caso los obligacionistas resultarían perjudicados en sus derechos de crédito respecto a las quitas o esperas aplicadas a los restantes acreedores por efecto del convenio, razón por la cual los obligacionistas quedan respecto de éstos en una situación peor o más onerosa, situación que no puede ser impuesta por la asamblea a la totalidad de los obligacionistas por virtud del principio mayoritario. En este sentido, puede anotarse la disposición contenida en el art. 125.2 LC con arreglo a la cual se impide la deliberación de una propuesta de convenio que implique nuevas obligaciones a cargo de uno o varios acreedores *sin la previa conformidad de éstos*. No hay ninguna razón que justifique la excepción de los obligacionistas individualmente considerados respecto de esta regla general. Por tanto, un acuerdo mayoritario de la asamblea de obligacionistas no ha de reputarse suficiente para que los obligacionistas que no presten su *personal conformidad* a las mismas queden vinculados por el mismo cuando tal acuerdo implique para ellos nuevas obligaciones o un tratamiento peor en sus créditos que el aplicado a los restantes acreedores ordinarios o a los acreedores de su misma clase o categoría.

Cabe considerar, por otra parte, que la LC regula lo que denomina *trato singular a ciertos acreedores o grupos de acreedores determinados por sus características* (art. 125.1). Del contexto del precepto se infiere que el significado de este *trato singular* responde al de un trato *mejor* que el aplicado en el convenio a estos acreedores, según su clase o categoría, respecto

(47) La doctrina italiana sobre este tema se muestra dividida, *vid.* ALONSO ESPINOSA, F. J., *Asociación y derechos*, cit., pág. 400.

de los restantes de la misma clase o categoría. No se trata, pues, del caso anterior relativo a la aplicación en el convenio de condiciones *peores* para ciertos acreedores o grupos de éstos respecto del aplicado a los de su misma clase o categoría. Ello es claro dado que si no fuera así, el precepto no condicionaría la validez de tal *trato singular* a la aprobación específica del mismo por parte del pasivo no afectado —no favorecido— por el *trato singular* aplicado a otros acreedores. La situación de los obligacionistas ante este supuesto (*trato singular* a su favor) no difiere del régimen general aplicable a los mismos según antes se ha expuesto. Las condiciones de competencia y aprobación por la asamblea de tales condiciones especiales, aunque sean más favorables que las propuestas para el resto de los acreedores, deben ser, en principio, las mismas que las aplicables con carácter general. Y decimos «en principio» porque cabe admitir excepciones puntuales de acuerdo con el contenido de la propuesta de *trato singular*. En efecto, es posible que el contenido de tal propuesta sea compatible con las competencias del sindicato de obligacionistas en condiciones normales o al margen de una situación de concurso de acreedores del deudor (*v. gr.*, un simple aplazamiento del plazo de vencimiento en términos aceptables y previa constitución de garantías adecuadas, aunque tales garantías se puedan entender *latu sensu*, cfr. art. 124, pf. 2.º, LC).

11. Cálculo de la mayoría de pasivo necesaria para la aprobación de la propuesta de convenio del deudor declarado en concurso y cómputo de los créditos de los obligacionistas ante la votación de las propuestas de convenio del deudor

Conviene observar con carácter previo que si el deudor en concurso es una entidad con obligaciones en circulación, lo más probable es que la tramitación de la aprobación de la propuesta de convenio sea en forma escrita si así lo acuerda el juez del concurso (art. 111.2 LC). En este caso, corresponde a la asamblea de obligacionistas la competencia para acordar la adhesión o bien el voto en contra a la propuesta o propuestas de convenio formuladas por el deudor. Es deber del Comisario convocar la asamblea a tal efecto, aunque se echa en falta una norma por cuya virtud el Juez del concurso o bien la propia Administración concursal hubiera de proceder de oficio a realizar tal convocatoria a fin de que los plazos de las dos posibles convocatorias no se dilaten más allá del término final establecido por el Juez para presentar adhesiones o votos en contra a la propuesta de convenio del deudor. Los obligacionistas, por tanto, carecen de derecho individual de asistencia a la junta de acreedores o, en su caso, de derecho de adhesión o, en su caso, de voto en contra a la propuesta de convenio. Los obligacionistas expresan su adhesión o su voto en contra a través del Comisario como representante legal de los mismos en el concurso. No obstante, éste no puede actuar arbitrariamente, sino que en este ámbito actúa también como mero nuncio del previo acuerdo adoptado por mayoría por parte de la asamblea de obligacionistas y que habrá de transmitir en la forma establecida por el art. 103 LC.

Dado que la mayoría establecida por la LC para la aprobación del convenio es solamente del pasivo ordinario (art. 124) sin que se exija voto viril o de número de los acreedores titulares de los créditos, sólo cabe plantearse —a diferencia de lo que sucedía en el régimen de la derogada Ley de 2 de enero de 1915 o en la LSP de 1922⁽⁴⁸⁾— el cómputo del crédito obligacionista en la mayoría de pasivo necesaria para la aprobación de la propuesta de convenio. Se trata de determinar la cuantía total del pasivo ordinario que representa el voto favorable o contrario de los obligacionistas agrupados en una concreta asamblea o sindicato. A pesar de la falta de norma expresa que dotara de la necesaria seguridad a la solución de este problema, cabe afirmar que el voto del Comisario se computará por el total del pasivo ordinario correspondiente al nominal de la emisión que éste representa (sólo el nominal, ya que los intereses vencidos e impagados tienen el carácter de crédito subordinado —art. 92.3.º LC—, por lo que la cuantía de tales intereses carece de derecho de voto en la Junta de Acreedores —art. 122.1 LC—)⁽⁴⁹⁾. Ello es así por virtud

⁽⁴⁸⁾ El cual planteaba en esta sede complicados problemas de interpretación; *vid.* ALONSO ESPINOSA, F. J., *Asociación y derechos*, cit., págs. 402-404.

⁽⁴⁹⁾ Es la solución legalmente establecida en los ordenamientos francés, italiano y suizo, nota 29.

del régimen general del sindicato de obligacionistas, donde se dispone que los acuerdos de la asamblea de éste vinculan a ausentes y disidentes (art. 301.1 LSA). Por lo tanto, la totalidad del nominal en circulación de la emisión en cuestión es la vinculada por el voto de la mayoría en la asamblea y, por tanto, es el total de pasivo ordinario representado por el Comisario la cuantía que ha de ser computada a los efectos de decidir sobre la aprobación o rechazo de la propuesta de convenio. Este aspecto es, por tanto, una simple consecuencia inherente a los principios de colegialidad y de mayoría que rigen el funcionamiento y los acuerdos de la asamblea de obligacionistas.

En este ámbito se ha de estar a la comprobación de la titularidad de obligaciones por parte de personas que pudieran determinar la calificación de las mismas como créditos subordinados, a fin de excluir su derecho de voto del total de la asamblea.

Cabe aludir, finalmente, en esta sede, a la licitud de la agrupación de los titulares de obligaciones pertenecientes a diferentes emisiones en una sola asamblea a los efectos de que la misma decida en bloque sobre la propuesta de convenio formulada por el deudor. Este supuesto fue admitido por la RDGRN de 17 de julio de 1956 bajo la premisa de que los intereses comunes de los obligacionistas de las diversas emisiones agrupadas fueren coincidentes. En este sentido, se ha de tener especial cuidado, dada la fácil posibilidad de instrumentalizar esta asamblea conjunta. Por ello, se habrá de considerar la efectiva igualdad o, al menos, la semejanza relevante, de los derechos de los obligacionistas de las distintas emisiones y el trato igual o similar que a las mismas se aplica en la propuesta de convenio. Tal tarea ha de ser responsabilidad de los Comisarios de las diferentes emisiones así como de la Administración concursal.

12. Gastos de funcionamiento del sindicato de obligacionistas durante el concurso de acreedores

El art. 296 LSA dispone que los gastos normales que ocasione el sostenimiento del sindicato correrán a cargo de la sociedad emisora, sin que en ningún caso puedan exceder del 2% de los intereses anuales devengados por las obligaciones emitidas. La regla general es que los gastos normales u ordinarios que ocasione el sostenimiento del sindicato de obligacionistas se imputan *ex lege* a la sociedad deudora hasta el límite máximo representado por el 2% de los intereses anuales devengados por las obligaciones emitidas. En este ámbito hay que considerar, además, el art. 300 LSA que, por su parte, se refiere a los gastos ocasionados por la defensa de los intereses comunes sin que, respecto de estos últimos, ninguna norma regule criterios de su imputación a la sociedad o a los obligacionistas, lo que impone la siempre insegura tarea de interpretación. Por otra parte, conviene considerar que el art. 296, al hacer referencia a los gastos «normales» que ocasione el sostenimiento del sindicato, permite entender la existencia, junto a ellos, de otros gastos «extraordinarios» que también aparecen sin criterio de determinación ni de imputación; ello exige concretar los criterios de clasificación de los gastos del sindicato como «normales» o como «extraordinarios», en cada caso, y los posibles criterios de imputación de estos últimos.

Gastos «normales» han de considerarse los ordinarios, esto es, los necesarios en función del normal funcionamiento y cumplimiento de sus funciones legales y convencionales por el sindicato de obligacionistas. Esto, procurar el funcionamiento normal y el normal cumplimiento de sus funciones y fines por parte del sindicato, es lo que parece que haya que entender por «sostenimiento del sindicato» en la expresión legal. La norma se remite pues al criterio del intérprete mediante la fijación de un criterio rector de carácter abierto: han de considerarse normales los gastos necesarios para el sostenimiento del sindicato que, por ello, han de ser soportados por la entidad deudora. Cabe apuntar que, según ello, gastos normales no han de reputarse sólo los indispensables para el sostenimiento del sindicato⁽⁵⁰⁾, sino que la categoría de

(50) Tales como, por ejemplo, los ocasionados por el uso de locales para reuniones, anuncios de convocatoria de la asamblea de obligacionistas, correspondencia, información y notificaciones a los obligacionistas, eventual mantenimiento